



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

I fattori di crescita delle aziende: un'analisi delle Top 500 padovane.

RELATORE:

CH.MO PROF. ANTONIO PARBONETTI

LAUREANDA: GIORGIA CARLOTTA BRAMBILLA

MATRICOLA N. 1088781

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

Sommario

1	Introduzione	5
2	La crisi d'azienda e le sue cause	7
2.1	Aspetti definitivi	7
2.2	L'articolazione del processo di crisi aziendale	7
2.3	Le cause della crisi.....	9
2.3.1	Cause esogene e cause endogene.....	9
2.3.2	Squilibri aziendali e tipologie di crisi	11
2.4	Conclusioni	14
3	Strategie per il superamento della crisi d'azienda.....	16
3.1	La diagnosi della crisi: operazione preliminare per il risanamento aziendale	16
3.2	Strategie di risanamento di breve periodo	17
3.3	Strategie di risanamento di medio e lungo periodo: il <i>turnaround</i>	17
3.3.1	Gli stadi del processo di <i>turnaround</i>	19
4	Analisi empirica: crisi e ritorno alla crescita nelle Top 500 aziende padovane	23
4.1	Oggetto di analisi e metodologia	23
4.2	L'EBITDA: indicatore di crescita e decrescita aziendale.....	25
4.3	Analisi delle Top 500 padovane: un quadro di sintesi.....	26
4.3.1	Caratteristiche delle aziende colpite dalla crisi.....	28
4.3.2	Il fronteggiamento della crisi: analisi dei fattori di crescita delle Top 500 padovane	31
5	Conclusioni	42
6	Appendice. Analisi descrittiva dell'evoluzione delle aziende in crisi	44
7	Bibliografia	57

1 Introduzione

La recente crisi economica e finanziaria, i continui mutamenti ambientali ed i cambiamenti nelle preferenze dei consumatori, hanno provocato in un vasto numero di aziende una situazione di crisi aziendale caratterizzata da: cali di redditività, crisi di liquidità e difficoltà nel far fronte al proprio debito. Le aziende in difficoltà hanno dovuto comprendere le cause della crisi in corso ed implementare valide strategie per tornare a crescere ed a produrre valore. Non tutte le aziende sono state in grado di invertire il processo di crisi e di riconoscere i fattori su cui puntare per lo sviluppo e la crescita aziendale. L'obiettivo di questo elaborato è quello di comprendere come le aziende appartenenti ad un campione estratto dalla lista delle Top 500 aziende padovane, si sono comportate di fronte alla situazione di crisi e quali fattori hanno concorso al loro ritorno alla crescita.

Il lavoro è strutturato in due parti. Nella prima, sono state analizzate le possibili cause delle crisi aziendali. L'identificazione di tali cause e delle correlazioni tra esse è fondamentale per un fronteggiamento efficace della crisi: dopo un breve approfondimento degli aspetti definitivi del tema della crisi aziendale, è stato presentato il processo degenerativo della crisi aziendale, nei suoi quattro stadi. Infine, sono state inquadrare le più autorevoli e diffuse classificazioni delle cause della crisi. Si è proceduto, per ogni punto, ad analizzare le problematiche che possono insorgere nei casi specifici e ad individuare l'eventuale attuabilità di un piano di risanamento aziendale. Successivamente, vengono illustrate le possibili strategie adottabili per il fronteggiamento della crisi aziendale: dapprima, vengono affrontate le strategie applicabili nel breve periodo in un'ottica di sopravvivenza immediata dell'azienda in crisi. Nel proseguo, e più approfonditamente, vengono illustrate le strategie applicabili nel medio e lungo periodo, in un'ottica di ritorno allo sviluppo ed alla crescita aziendale.

Nella seconda parte del lavoro viene presentata un'analisi empirica, che costituisce il fulcro dell'elaborato. In questa seconda parte dell'elaborato, dopo una sintetica illustrazione della metodologia adottata e degli indicatori di riferimento per lo svolgimento dell'analisi, vengono presentate alcune tabelle sintetiche descrittive di tutte le informazioni e di tutti i valori di conto economico e stato patrimoniale rilevanti per un'analisi approfondita dell'evoluzione della situazione aziendale nel corso dell'arco temporale di riferimento. Attraverso la raccolta e l'elaborazione di questi dati, viene effettuata un'analisi dei trend individuati tra le aziende che sono tornate a crescere, con un focus sulla struttura degli stati patrimoniali e sulla propensione ad investire.

Il risultato finale è stata la constatazione che il ritorno alla crescita dopo l'attraversamento di una situazione di crisi è possibile e alcune aziende padovane si stanno muovendo nella giusta direzione. Il processo di risanamento è però lungo e 5 anni sono spesso non sufficienti perché un'azienda torni stabilmente a crescere: gli indicatori di molte aziende sono ancora altalenanti e individuano trend non puliti.

Ho ritenuto utile inserire al termine dell'elaborato un'appendice contenente l'analisi descrittiva a livello di singola impresa dell'evoluzione dei maggiori indicatori utilizzati nello svolgimento del lavoro. Si tratta di un'analisi svolta preliminarmente rispetto all'elaborato, ma grazie a questo supporto risulta più agevole comprendere se l'azienda in questione si è uniformata ai trend individuati o se si è discostata da essi e quale risultato è stato provocato da tali scostamenti.

2 La crisi d'azienda e le sue cause

2.1 Aspetti definitivi

Durante il proprio ciclo di vita, ogni azienda alterna periodi segnati da redditività e profitti positivi a periodi negativi, in cui si affrontano cali del fatturato ed in alcuni casi anche perdite economiche. Per garantire l'operatività aziendale nel lungo termine, è necessario che l'azienda persegua e mantenga un triplice equilibrio dinamico: economico, patrimoniale e finanziario. L'alternanza di periodi positivi e negativi si configura come una condizione di normale operatività aziendale solo finché l'andamento aziendale persegue il raggiungimento di questo triplice equilibrio: quando però i periodi in cui si realizzano performance negative si protraggono troppo a lungo, distruggendo valore e risorse e causando squilibri durevoli su uno o più fronti, si configura una situazione di crisi aziendale.

Con il termine "Crisi d'azienda" si identifica un particolare momento della vita dell'impresa in cui "Si crea un squilibrio economico-finanziario, destinato a perdurare e a portare all'insolvenza ed al dissesto in assenza di opportuni interventi di risanamento" Guatri (1986). "Una crisi d'impresa può essere definita anche come l'epilogo di una situazione di degrado delle risorse immateriali fondamentali (conoscenza e fiducia) che invece di seguire il circolo virtuoso di arricchimento del patrimonio aziendale, favorendo lo sviluppo d'impresa, innescano un circuito vizioso che, in assenza di interventi di risanamento, conduce alla perdita di fiducia all'interno e all'esterno dell'azienda" Sottoriva (2012).

La crisi d'impresa è un fenomeno strutturale rispetto alla realtà aziendale: un temporaneo squilibrio economico-finanziario non è dunque identificabile come crisi d'impresa. La crisi è solo l'ultimo stadio di un processo degenerativo: ciò non significa che si tratti di una condizione improvvisa; sono numerosi i sintomi che il management dovrebbe monitorare per evitare il progressivo peggioramento della redditività e della situazione patrimoniale dell'impresa.

Per capire quali sono le cause della crisi e come è possibile superare questa fase della vita aziendale, è innanzitutto necessario capire come si articola il processo di crisi, quando, come e perché è necessario intervenire.

2.2 L'articolazione del processo di crisi aziendale

Luigi Guatri (1986) identifica quattro stadi fondamentali del processo di crisi, raggruppabili in due macro fasi: il declino e la crisi. Il declino rappresenta il momento in cui si manifestano i

primi squilibri e le prime inefficienze. In questa fase il primo indicatore sintomatico di un principio di crisi è la graduale decrescita della capacità reddituale dell'impresa: i flussi economici non assumono ancora necessariamente un segno negativo, ma decrementano in modo sensibile nel tempo, indebolendo così l'immagine aziendale esternamente percepita. Allo stesso tempo, si allungano i tempi di pagamento dei fornitori e i tempi di incasso dei crediti ed i magazzini iniziano ad aumentare. In questa fase operano solitamente una o poche cause, che generano solo un lieve peggioramento di alcuni indicatori aziendali. All'interno di questa prima fase del processo di crisi sono distinguibili due stadi: lo stadio dello squilibrio e dell'inefficienza e lo stadio delle perdite.

Il primo stadio coincide con il periodo in cui si registrano i primi squilibri, che possono avere origine endogena o esogena, ma che non hanno ancora causato perdite. Se la crisi viene affrontata già in questo primo stadio, è più facile gestirla e risanarla. Questo è il momento in cui i vertici aziendali dovrebbero porre rimedio alle cause di decadenza prendendo le contromisure necessarie e arrestando il declino. La realtà economica dimostra come nella maggior parte dei casi la crisi non venga percepita quando è ancora a questo primo stadio: ciò perché è spesso difficile individuarne i sintomi e se questi vengono individuati si tende a minimizzarne la portata; in altri casi l'attivazione di procedure di intervento viene percepita come troppo drastica da parte del management. Questi timori iniziali non hanno però altra conseguenza che aggravare la situazione fino a causare perdite ingenti.

Il secondo stadio della fase di declino è proprio quello delle perdite: in questo stadio i sintomi del decadimento si radicano nella realtà aziendale e intaccano tutti gli indicatori reddituali dell'impresa, in primo luogo erodendo le riserve di bilancio e la liquidità, facendo aumentare i debiti, riducendo le risorse destinate alle funzioni aziendali essenziali e rendendo impossibile la distribuzione di dividendi. Invertire il processo di crisi in questo stadio è ancora possibile, sebbene difficile, e dipende soprattutto dalla dimensione delle perdite verificatesi.

Se le perdite sono particolarmente ingenti e non si riesce ad invertire il processo di crisi entro il suo secondo stadio, si entra nella fase di crisi in senso proprio. In questa fase agiscono più fattori interdipendenti che influiscono su diversi piani di analisi: non solo il piano economico e finanziario ma anche il piano organizzativo, gestionale, sociale e reputazionale. All'interno di questa fase si possono individuare due ulteriori stadi del processo degenerativo dell'azienda.

Il terzo stadio del processo di crisi è quello dell'insolvenza. In questo stadio si aggravano i problemi di produttività complessiva e si generano ulteriori difficoltà, per esempio nel far fronte ai debiti già concessi e nell'accedere a nuovo credito e ci si espone ad una massiccia perdita

della clientela causata da un effetto negativo sulla reputazione aziendale. A questo stadio avanzato della crisi aziendale, un processo di risanamento presenta rilevanti difficoltà, che riducono le probabilità di successo. Un intervento in questa fase necessita sicuramente di cambiamenti radicali sia della struttura del capitale sia nella struttura organizzativa e sovente richiede operazioni straordinarie quali la cessione di rami d'azienda o l'esternalizzazione di alcune fasi della produzione che non generano margini sufficientemente elevati.

L'ultimo stadio del processo di crisi è il dissesto: in questo stadio la situazione di crisi diventa permanente e l'inversione di rotta non è più possibile senza raggiungere un accordo con tutti i creditori per tagliare le rispettive esposizioni e ristrutturare il debito. In quest'ultima fase spesso l'unico modo per riconvertire il processo di crisi è attraverso l'attivazione di procedure concorsuali. Se nessuno degli interventi tentati nei quattro diversi momenti della crisi d'azienda è andato a buon fine e lo stato d'insolvenza diviene strutturale e permanente, l'unica soluzione potrebbe rivelarsi quella della cessazione e la liquidazione dell'impresa nell'ottica di soddisfare almeno parzialmente i creditori.

2.3 Le cause della crisi

Individuare le cause della crisi d'azienda è di fondamentale importanza per valutare le migliori alternative strategiche implementabili. Esistono due diverse linee di pensiero quando si tratta di individuare le cause della crisi d'azienda: un primo filone attribuisce la crisi all'incapacità del management di governare l'azienda in modo adeguato, di perseguire obiettivi meritevoli con le risorse adeguate e di diversificare gli investimenti in modo appropriato. Il secondo filone attribuisce invece la responsabilità della crisi a fattori ambientali esterni che condizionano negativamente l'operatività aziendale.

2.3.1 Cause esogene e cause endogene

Una prima distinzione tra le cause della crisi è dunque quella tra cause endogene e cause esogene: Slatter e Lovett (1999) identificano 10 fattori interni di crisi e 3 fattori esterni, riportati nella tabella 2.1.

Cause endogene	Cause esogene
Inadeguatezza del management	Cambiamenti della domanda
Inadeguatezza del controllo finanziario	Competizione
Inadeguatezza della gestione della liquidità	Sfavorevole evoluzione delle macro-variabili
Elevati costi	
Scarsità delle attività di marketing	
<i>Overtrading</i>	
Grandi progetti	
Acquisizioni	
Politiche finanziarie	
Inerzia organizzativa e confusione	

Tabella 2.1: Le cause della crisi. Fonte: Slatter, Lovett. (1999)

Le cause endogene riguardano sovente errori e disfunzioni originate all'interno del sistema azienda: si tratta di un problema di *bad management*, che si esplica nell'inerzia dei manager nella gestione aziendale, nell'incapacità o nella scarsa motivazione nel perseguimento degli obiettivi aziendali e nel mancato sfruttamento delle opportunità offerte dal mercato. Le 10 cause di crisi aziendale che hanno origine all'interno dell'azienda si esplicano spesso in:

- Eccessivo indebitamento.
- Crescita eccessiva, quando non supportata da mezzi di finanziamento adeguati.
- Sistema di controllo gestionale e finanziario carente.
- Costi eccessivi e non in linea con la media del settore.
- Politiche finanziarie errate.
- Gestione inadeguata del capitale circolante.

Le cause esogene della crisi fanno riferimento a cambiamenti nell'ambiente esterno di riferimento che creano difficoltà di adattamento da parte dell'azienda al nuovo contesto. I fattori esterni individuati da Slatter e Lovett, si esplicano solitamente in:

- Crisi strutturali a tutto il sistema economico.
- Eventi esterni straordinari ed imprevedibili.
- Cambiamenti strutturali della domanda di mercato.
- Cambiamenti strutturali nelle tecnologie.
- Cambiamenti sociali, politici e normativi.
- L'entrata nel mercato di nuovi competitor.

2.3.2 Squilibri aziendali e tipologie di crisi

Guatri (1986) individua gli squilibri aziendali da cui derivano cinque possibili cause di crisi:

1. Crisi da inefficienza
2. Crisi da sovracapacità/rigidità
3. Crisi da decadimento dei prodotti
4. Crisi da carenza di programmazione/innovazione
5. Crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale.

È necessario chiarire che una situazione di crisi non è mai generata solamente da uno di questi fattori, ma da una combinazione di più cause diverse e tra loro interconnesse. Nell'analisi delle cause della crisi bisogna dunque tenere presenti la successione temporale dei fattori di crisi nonché i rapporti di causalità esistenti tra i diversi fattori. La crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale per esempio, è raramente provocata solamente dall'andamento generale del sistema economico e del settore di appartenenza, ma è più spesso causata da inefficienze nella gestione, nell'organizzazione e dal decadimento dei prodotti, che non intaccano nell'immediato gli indici finanziari aziendali, ma indeboliscono gradualmente tutta la struttura finanziaria aziendale.

Possiamo ora analizzare nel dettaglio le possibili tipologie di crisi aziendale, per capire quali sono i fattori che vi concorrono e come è possibile porvi rimedio.

2.3.2.1 *La crisi da inefficienza*

“La crisi è determinata da motivi di inefficienza quando uno o più settori dell'attività aziendale operano con rendimenti non in linea con quelli dei concorrenti” (Guatri, 1986).

La crisi da inefficienza si manifesta più spesso nella funzione di produzione, ma è possibile che questa si verifichi anche all'interno di altre funzioni aziendali essenziali.

- All'interno della funzione di produzione, l'inefficienza è causata da un livello dei costi superiore alla media del settore, dovuta all'utilizzo di impianti, macchinari e tecnologie obsoleti, alla scarsa capacità o impegno della manodopera o ad un'errata disposizione degli impianti che allunga le tempistiche di produzione.
- All'interno della funzione commerciale, l'inefficienza è causata da uno squilibrio tra le risorse dedicate al marketing ed i risultati da questo apportati (per esempio per un'errata scelta dei mezzi pubblicitari), o da un'errata organizzazione della rete di vendita, che non produce fatturati in linea con i costi sostenuti.
- All'interno della funzione amministrativa, l'inefficienza è provocata in primo luogo da eccessi di burocratizzazione, che rendono ogni procedura lunga e complessa,

aumentando i costi necessari per ogni procedimento. Un altro fattore dell'inefficienza amministrativa è la carenza di un sistema informativo appropriato, che permetta di disporre dei dati necessari in maniera tempestiva, senza causare errori e ritardi.

- All'interno dell'area di organizzazione, le inefficienze si verificano principalmente a causa della mancanza di mezzi di programmazione idonei alla formazione di previsioni sia di breve che di lungo termine. La carenza di mezzi idonei alla programmazione aziendale induce il management a doversi preoccupare ogni giorno di problemi di immediata sopravvivenza, senza poter porre le basi per uno sviluppo sostenibile nel lungo termine. Nel campo organizzativo rileva anche la scarsa o errata suddivisione delle responsabilità o una squilibrata correlazione tra risultati ottenuti e remunerazioni manageriali.
- Nella funzione finanziaria infine, la situazione di inefficienza è sovente causata dall'elevato costo dei mezzi di finanziamento dell'impresa, dovuto allo scarso potere contrattuale da questa detenuto.

2.3.2.2 La crisi da sovracapacità/rigidità

Le crisi da sovracapacità/rigidità sono dovute a riduzioni del volume della domanda dell'azienda connesse alla perdita della quota di mercato, alla sovracapacità produttiva del settore di appartenenza, oppure ad uno sviluppo del fatturato non adeguato rispetto ai costi fissi.

La sovracapacità della singola azienda può a sua volta avere diverse spiegazioni, tra cui il perseguimento di economie di scala che oltre un certo limite porta a diseconomie, la diminuzione della domanda dovuta ad un cambiamento delle preferenze dei consumatori, gli errori di previsione in eccesso dello sviluppo della domanda o l'adozione di politiche di aumento della capacità produttiva per l'acquisizione di una maggiore quota di mercato. Quando invece il calo della domanda è globale e colpisce un intero settore, le aziende che subiscono maggiormente la crisi da sovracapacità sono quelle che hanno una quota di mercato ridotta e che quindi risentiranno non solo del calo della domanda globale ma anche un ulteriore calo della loro quota di mercato.

Il problema della rigidità si genera invece quando, di fronte ad un calo della domanda e quindi di fatturato, l'azienda non è in grado di adattare i costi al livello dei ricavi. Il problema si pone soprattutto riguardo ai costi fissi, che non sono facilmente modificabili. Nel breve termine l'unica soluzione è quella di riadattare gli impianti per produzioni diverse, così che la capacità in eccesso non sia del tutto sprecata; solo nel medio e nel lungo termine è possibile dismettere gli impianti e i macchinari in eccesso e modificare radicalmente la struttura dei costi fissi. Per

quanto riguarda la modificazione dei costi variabili, ed in particolare dei costi della manodopera, bisogna considerare che in Italia, spesso, l'intervento dei sindacati rende lungo e talvolta problematico il processo di taglio della manodopera.

2.3.2.3 La crisi da decadimento dei prodotti

“Le crisi da decadimento dei prodotti traggono origine dalla riduzione dei margini positivi tra prezzi e costi al di sotto del limite necessario per la copertura dei costi fissi o comuni (non imputati al prodotto) e per garantire una sufficiente misura di utile. L'assenza di utili e la mancata copertura, anche parziale, dei costi fissi o comuni, trascina l'azienda nelle fasi preliminari della crisi: manifesta dapprima motivi di squilibrio; e successivamente provoca perdite.” (Guatri, 1986)

Per misurare se un prodotto sta attraversando un processo di decadimento, è necessario considerare due margini: il margine lordo ed il margine di contribuzione: il primo indicatore individua la profittabilità di un prodotto rapportandone il prezzo ai costi calcolati senza considerare alcune categorie di costi comuni non imputabili; il secondo indica la profittabilità del prodotto rapportando il prezzo ai soli costi variabili ad esso imputabili, senza considerare i costi fissi. Questi indicatori sono utilizzabili sia a livello di singolo prodotto sia a livello di portafoglio prodotti ed il loro andamento temporale è un immediato indicatore di un'eventuale decadimento.

La crisi da decadimento dei prodotti è spesso dovuta ad errori di marketing che si traducono in un mix di prodotti errato, che non è in grado di soddisfare adeguatamente la clientela target; altre volte è proprio l'errata individuazione dei mercati e dei target obiettivo a frenare la crescita.

2.3.2.4 La crisi da carenza di programmazione/innovazione

Quando la crisi aziendale è provocata dalla carenza di programmazione o di innovazione, si registrano inefficienze all'interno di funzioni fondamentali per l'azienda, senza le quali la sopravvivenza sia di breve sia di lungo termine è resa difficile se non impossibile.

Per quanto riguarda la carenza di programmazione, questa consiste in un'incapacità di adattare il modo in cui l'azienda opera ai cambiamenti dell'ambiente di riferimento. Le aziende che non sanno programmare non sono focalizzate sul lungo termine ma solo sul breve termine e si trovano a doversi preoccupare di problemi di sopravvivenza quotidiana invece di pianificare lo sviluppo aziendale. La funzione programmazione non è in grado inoltre di individuare gli

obiettivi degni di essere perseguiti ed i mezzi idonei al loro raggiungimento, generando a lungo termine risultati economici negativi.

Per quanto riguarda la carenza di innovazione, questa si verifica quando l'azienda non è in grado di individuare e di approfittare delle nuove opportunità offerte dall'ambiente di riferimento, sviluppando nuove idee, approntando nuovi prodotti e generando nuovi mercati; al verificarsi di questi presupposti, l'azienda difficilmente riuscirà a mantenere la propria quota di mercato nel medio-lungo termine e, al contrario, incorrerà presto in risultati negativi.

2.3.2.5 La crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale

La crisi è generata da uno squilibrio finanziario quando la struttura patrimoniale e finanziaria presenta una netta prevalenza di debiti rispetto ai mezzi propri, quando questi debiti sono prevalentemente a breve termine e solo marginalmente a medio-lungo termine e quando la durata degli investimenti aziendali non coincide con la durata dei debiti contratti per il loro sostentamento. Quando la crisi è generata da squilibri di tipo finanziario, le perdite economiche sono riscontrabili fin dal primo stadio del processo di crisi: ciò in quanto l'entità e l'elevato costo del debito genera oneri finanziari sono particolarmente ingenti, erodendo così la redditività aziendale in ogni esercizio.

La crisi da squilibrio finanziario spesso dà origine ad un circolo vizioso per cui l'iniziale squilibrio nella struttura del capitale e l'elevata incidenza degli oneri finanziari genera perdite ingenti e la generazione di perdite per più esercizi consecutivi rende l'impresa poco affidabile, precludendole l'accesso al credito o permettendone l'accesso solo a costi elevatissimi, che avranno le ripercussioni di aumentare ulteriormente le perdite d'esercizio (Sottoriva, 2012). Il passaggio dai primi sintomi della crisi all'insolvenza è in questi casi rapido e quasi inevitabile.

La crisi da squilibrio finanziario è molto diffusa tra le aziende italiane, per le quali il ricorso all'indebitamento bancario è un fattore storico ed ampiamente diffuso, a causa dell'impossibilità di ottenere mezzi a titolo di capitale sui mercati borsistici o attraverso metodi alternativi.

2.4 Conclusioni

Da questa prima analisi del processo di crisi aziendale e delle cause della crisi, emerge chiaramente la necessità di monitorare l'andamento della gestione e di rilevare tempestivamente i sintomi, interni od esterni che siano, di un'eventuale crisi aziendale: procrastinare l'intervento ed evitare l'implementazione di misure correttive, seppur dolorose per la realtà aziendale,

aggrava il processo degenerativo e provoca l'interconnessione di cause che, se rilevate in un primo momento, sarebbero state isolate e facilmente risolvibili.

3 Strategie per il superamento della crisi d'azienda

3.1 La diagnosi della crisi: operazione preliminare per il risanamento aziendale

“Un vero e proprio piano di risanamento non può prescindere dall'individuazione delle cause che hanno prodotto tale stato patologico, al punto che si ritiene l'analisi accurata dei sintomi, l'accertamento e il riconoscimento della genesi della crisi come il primo passo da compiere nella ideazione del processo di *turnaround*” (Sottoriva, 2012). I periodi di crisi richiedono che il management abbia una capacità di diagnosi efficace e tempestiva delle cause che l'hanno provocata: la comprensione del processo di crisi aziendale e l'individuazione dei fattori che hanno causato la crisi, delle loro interdipendenze e della loro successione temporale è un'operazione preliminare indispensabile perché sia possibile sviluppare una strategia di intervento o per capire se la situazione è così grave da non rendere più attuabile alcun tipo di intervento.

Il primo passo da compiere nel processo di risanamento aziendale è quello di capire se l'azienda possiede delle potenzialità che giustifichino un intervento di salvaguardia e risanamento strutturale: l'azienda è meritevole se presenta un potenziale di miglioramento qualora si effettuino operazioni di ristrutturazione e quando è possibile prevedere un incremento sostanziale dei flussi di reddito e di capitale circolante (Sottoriva, 2012). In caso contrario, la cessione dell'azienda potrebbe rivelarsi il metodo più fruttifero per non incorrere in ulteriori perdite monetarie.

È fondamentale che la crisi venga diagnosticata con timing rapidi, che consentano di individuare più agevolmente cause semplici ed isolate e ancora facilmente risolvibili. Qualora le tempistiche di diagnosi siano più lunghe, le cause della crisi non solo saranno più numerose ma diventano strettamente interdipendenti e sarà più difficile distinguere le cause originarie e quindi prioritarie dalle cause dipendenti sopravvenute solo in un secondo momento.

Conclusa la fase di diagnosi dettagliata delle cause della crisi, il management potrà dedicarsi al fronteggiamento della crisi, ricercando le strategie di risanamento più idonee per un rapido ritorno al valore.

3.2 Strategie di risanamento di breve periodo

Il primo passo per il fronteggiamento della crisi è la gestione dell'emergenza, che implica l'implementazione di strategie di breve periodo volte a garantire la sopravvivenza immediata dell'azienda. Le strategie di breve periodo non agiscono sulle cause originarie della crisi, ma sui sintomi più evidenti e più facilmente influenzabili: non sono dunque in grado di eliminare strutturalmente il rischio di cessazione dell'impresa. Le strategie di breve periodo implementabili in questa fase sono solitamente il ricorso al licenziamento o alla cassa integrazione di parte della manodopera, l'ottenimento di ulteriori dilazioni di pagamento da parte dei fornitori dotati di minori poteri contrattuali, l'exasperata spinta delle vendite e la riduzione delle scorte di magazzino esistenti. Queste strategie permettono, già nel breve periodo, di incrementare le liquidità immediate e di diminuire il costo del lavoro, il costo delle materie prime acquistate e gli oneri finanziari sostenuti (Tunisini, Pencarelli, Ferrucci, 2014).

3.3 Strategie di risanamento di medio e lungo periodo: il *turnaround*

Qualora la prima fase di fronteggiamento della crisi abbia effettivamente garantito la sopravvivenza di breve periodo, sarà necessario progettare ed implementare una strategia con effetti di medio e lungo termine, che permettano l'uscita dell'azienda dal processo di crisi ed eliminino il rischio di cessazione d'impresa. Nella formulazione di queste strategie di *turnaround*, è necessario che il management sia in grado di individuare per ogni causa originaria della crisi, le azioni di risanamento ad essa collegate, i nessi di causalità tra di esse ed i livelli su cui agire. Con *turnaround* si identifica infatti il processo attraverso cui vengono poste in discussione tutte le scelte aziendali adottate nel passato per produrre un cambiamento strutturale nella strategia e nella struttura aziendale: non ci si limita dunque al ripristino temporaneo dell'efficienza, ma si ridefiniscono gli obiettivi aziendali ed i mezzi idonei per il loro raggiungimento, in un'ottica di sviluppo e di rilancio dell'impresa.

Nell'ambito del processo di *turnaround*, è necessario individuare con chiarezza alcuni elementi essenziali per il rilancio aziendale: il metodo di gestione degli stakeholder, la riconfigurazione della *corporate strategy* e la predisposizione di un piano di *turnaround* che identifichi gli interventi necessari.

Per quanto riguarda la gestione degli stakeholder, rileva in particolar modo la questione della gestione della proprietà: è infatti possibile che il processo di risanamento aziendale preveda un cambiamento della proprietà a favore di un soggetto che provveda all'iniezione di nuovi capitali in azienda e che asseconi la ristrutturazione del debito. Anche il management viene spesso

assoggettato a cambiamenti, in quanto è spesso attribuita proprio a questo soggetto la colpa della crisi: può dunque rivelarsi necessario l'innesto di *temporary managers*, con il compito preciso di perseguire il risanamento aziendale. In questo ambito, può risultare efficace anche una ridefinizione dei ruoli e delle responsabilità dei manager, accompagnato da una contemporanea riduzione dei livelli gerarchici, che renda l'organizzazione aziendale più snella, specialmente nei casi in cui la crisi è stata provocata da un'inefficienza organizzativa e gestionale (Tunisini, Pecarelli, Ferrucci, 2014).

Rispetto alla riconfigurazione della *corporate strategy*, sono quattro le opzioni perseguibili.

- La strategia di ristrutturazione. Con questo tipo di strategia, l'impresa continua ad operare nelle stesse aree di business ma punta al miglioramento della struttura dei costi e dei ricavi, incrementando l'efficienza globale dell'impresa attraverso il miglioramento della produttività degli input, la razionalizzazione delle scorte e della forza lavoro ed il ridimensionamento della linea di prodotti. Questa strategia è raccomandabile quando l'azienda ha una disponibilità limitata di risorse dovuta ad un difficile accesso al capitale e si trova in una condizione di generale inferiorità rispetto ai concorrenti.
- Strategia di riconversione. Con questa linea strategica, si riduce il numero di settori in cui l'azienda opera, sostituendo alcune linee produttive con l'obiettivo di creare nuove sinergie nel mix prescelto e riducendo contemporaneamente il fabbisogno di capitale. La cessione delle linee produttive esistenti a favore di nuove linee connesse tecnologicamente con quelle precedentemente adottate favorisce l'immissione di liquidità nell'azienda, consentendo una riduzione del debito e degli oneri connessi e garantendo l'autofinanziamento dei nuovi investimenti. Questa strategia andrebbe adottata nei casi in cui la crisi è stata provocata dalla presenza dell'azienda in settori strutturalmente in declino o in settori che necessitano di continue e radicali innovazioni, di cui l'azienda è strutturalmente carente.
- Strategia di ricentraggio (o riposizionamento). Questo tipo di strategia consiste nella rifocalizzazione del core business aziendale, dismettendo le attività che non generano valore per l'impresa e che generano difficoltà e perdite. Si procede così ad un riposizionamento di mercato in termini di prodotti offerti (rafforzando le linee dei prodotti considerati core) di clienti serviti e di tecnologie utilizzate. È necessario adottare una strategia di questo tipo quando alcune aree strategiche d'affari dell'impresa sono strutturalmente in crisi, quando le competenze sono disperse in business troppo diversi e le risorse finanziarie sono distribuite in modo sfavorevole rispetto ai business core.

- **Strategia di ridimensionamento.** Questa linea strategica persegue l'obiettivo di contrarre stabilmente la capacità produttiva globale, dismettendo attività senza effettuare nuovi investimenti oppure esternalizzando alcune attività che non generano valore sufficiente per coprire i costi generati e produrre profitto. Questa strategia andrebbe perseguita qualora l'impresa avesse raggiunto dimensioni tali da generare diseconomie di scala, aumentando i costi medi unitari e riducendo i margini di profitto.

Una volta identificata la *corporate strategy* di riferimento per il processo di *turnaround*, è necessario che l'azienda predisponga un piano di *turnaround* che, dopo aver analizzato lo stato della crisi esplicandone i sintomi e le cause, identifichi chiaramente e sistematicamente gli obiettivi operativi da perseguire per lo sviluppo aziendale e gli interventi da porre in essere per il loro raggiungimento. Gli interventi necessari per la ripresa aziendale riguardano tre macro aree di interesse: gli interventi strategico-gestionali, che apportano cambiamenti radicali all'interno di alcune funzioni aziendali, quali il marketing, l'area di programmazione e controllo, l'area produttiva, l'area commerciale ecc., a seconda della principale causa di crisi individuata. Un'altra categoria di intervento è quella delle dismissioni di aree di attività o di beni non necessari. Infine, l'ultima area di intervento attiene ad una ristrutturazione del debito a carico dell'azienda. Il piano di *turnaround* si conclude con la definizione di budget annuali e di sistemi di controllo che monitorino costantemente la congruità dei mezzi utilizzati con gli obiettivi perseguiti e l'effettivo raggiungimento degli obiettivi definiti.

3.3.1 Gli stadi del processo di *turnaround*

Perché il processo di *turnaround* aziendale abbia successo, è necessario che il piano predisposto venga efficacemente implementato. Secondo Keith Robbins e John Pearce (1992), il processo di implementazione si struttura in due macro fasi: *retrenchment* (ristrutturazione) e *recovery* (sviluppo). Tra lo stadio di *retrenchment* e quello di *recovery*, è possibile individuare un "decision point" (Robbins, Pearce 1999): dopo aver fermato il processo di declino, l'azienda deve decidere se continuare a perseguire gli obiettivi di profitto attraverso le strategie precedentemente implementate, senza alterarle o se operare un cambiamento strategico, enfatizzando la nuova crescita.

3.3.1.1 Primo stadio: retrenchment

Gli obiettivi principali per un'azienda che si trova in una situazione economica negativa sono la sopravvivenza ed il raggiungimento di cash flow positivi. La fase di *retrenchment* è focalizzata sulla correzione delle inefficienze gestionali, sullo snellimento degli assetti operativi e organizzativi ed il cambiamento della combinazione produttiva, per allinearla ai

nuovi obiettivi gestionali. È questa la fase in cui si effettuano le dismissioni di *assets*, le liquidazioni di rami aziendali non profittevoli e l'eliminazione di prodotti che non generano fatturati in linea con i costi, con l'obiettivo di generare flussi di liquidità finanziaria consistenti ed utili per futuri investimenti. L'obiettivo di questa fase è la stabilizzazione delle performance negative e la riattivazione dei flussi di cassa in entrata, sia attraverso i disinvestimenti di immobilizzazioni, sia attraverso una strutturale riduzione dei costi. In questa fase si procede inoltre ad una ristrutturazione del debito finanziario e si effettuano le ricapitalizzazioni necessarie.

Robbins e Pearce hanno condotto nel 1992 un'analisi econometrica volta alla ricerca di una conferma empirica dell'importanza della fase di *retrenchment* nel processo di *turnaround*. La ricerca, svolta su un campione di 38 aziende appartenenti al settore tessile in un arco temporale di 10 anni ha come obiettivo quello di dimostrare che il processo di *retrenchment* andrebbe perseguito in ogni caso all'interno di un processo di *turnaround* e che l'implementazione del *retrenchment* ad uno stadio precoce del processo di crisi aziendale produce risultati significativamente positivi rispetto alla tarda implementazione.

Nell'analisi econometrica di Robbins e Pearce, il *retrenchment* è definito come una riduzione dei costi o degli *assets*. La prima ipotesi della ricerca è che le aziende che avevano implementato una riduzione dei costi o degli *assets* avrebbero avuto un livello di successo maggiore nel processo di *turnaround* nel suo complesso, rispetto a quelle che non avevano operato alcuna riduzione: il grado di *retrenchment* è dunque positivamente correlato al grado di successo del *turnaround*. L'ipotesi è stata ampiamente confermata dall'analisi empirica, ed è stato inoltre dimostrato come le aziende che avevano operato riduzioni sia dei costi sia degli *asset*, avevano avuto un livello medio di successo significativamente maggiore rispetto alle aziende che non avevano operato nessuna riduzione. Il primo gruppo di aziende risultava maggiormente performante sia considerando le misure di efficienza (ROS, ROI, ROA, rotazione dei magazzini), sia considerando le misure di liquidità (*current ratio*, *acid ratio*) sia considerando le misure del debito (debito totale/attivo totale).

La seconda ipotesi, anch'essa confermata dall'evidenza empirica, è che l'efficacia del *retrenchment* varia a seconda dell'intensità della situazione di crisi aziendale: in particolare, il *retrenchment* ha un'influenza positiva più pronunciata quando la situazione di crisi è più grave ed ha un'influenza più ridotta quando la situazione di crisi è lieve. L'analisi regressiva ha dimostrato una correlazione più significativa tra il grado di riduzione degli *assets* e dei costi e le performance per le aziende che affrontavano una situazione di crisi più acuta.

La terza ed ultima ipotesi nel modello di Robbins e Pearce riguarda le cause della crisi: più la risposta aziendale è collegata alle cause del declino, maggiore è il grado di successo di *turnaround*: in particolare, il *turnaround* operativo (volto al ritorno all'efficienza) è di successo quando la crisi è causata da fattori endogeni mentre il *turnaround* strategico (volto all'individuazione di nuovi prodotti e mercati) è efficace quando le cause della crisi sono esogene. Il risultato è stato la constatazione di una forte associazione tra il *retrenchment* e la performance sia nel caso in cui la crisi è stata causata da fattori interni, sia nei casi di crisi causate da fattori esterni. È stato inoltre rilevato come le aziende che avevano attraversato una crisi causata da fattori interni e non avevano operato alcuna riduzione di costi o di assets erano quelle con le *performace* peggiori: l'implementazione del *retrenchment* è risultata dunque essere più significativa nei casi di crisi causate da fattori interni, e meno importante nelle crisi da fattori esterni. Questo risultato può essere spiegato dal fatto che quando la crisi è causata da fattori esterni, questi vengono considerati essere oltre il controllo dell'azienda rendendo quindi il management meno incline ad operare una riduzione dei costi e degli *asset*, ritenuta poco utile.

Il risultato finale di questa analisi empirica è stata l'evidenza dell'utilità del *retrenchment* nel processo di *turnaround*: le aziende che dopo aver attraversato un periodo di crisi riescono a tornare a crescere sono quelle che hanno preventivamente operato una riduzione dei costi e degli *asset* per raccogliere la liquidità necessaria per effettuare investimenti mirati e remunerativi.

3.3.1.2 Secondo stadio: recovery

Ad uno stadio più avanzato del processo di *turnaround*, gli obiettivi principali diventano la crescita, lo sviluppo e l'ampliamento della quota di mercato. Nella maggior parte dei casi, dopo una fase iniziale di *retrenchment*, le aziende entrano in un secondo stadio del processo di *turnaround*, la fase di sviluppo. Nella fase di *recovery*, la più importante perché l'azienda possa tornare a crescere e a generare valore, riprendono sistematicamente gli investimenti aziendali, volti primariamente al raggiungimento dell'efficienza operativa (*turnaround* operativi) o all'individuazione di nuovi prodotti e nuovi mercati (*turnaround* strategici). È in questa fase che si acquisiscono le risorse e le attività precedentemente individuate per soddisfare i nuovi obiettivi di corporate *strategy*. In definitiva, è in questo momento che l'azienda pone le basi per la crescita e lo sviluppo futuri, approvvigionandosi di quelle risorse, di quelle tecnologie e di quelle capacità necessarie per poter operare nel mix settoriale prescelto, con le linee di prodotti conservate e acquisite e garantendo una struttura dei costi in linea con quella dei concorrenti.

In ogni caso, tutte le azioni correttive implementate nel processo di *turnaround* sono complementari e possono riguardare una o tutte le aree funzionali aziendali.

La figura 3.1 sintetizza il modello di *turnaround* a due stadi di Robbins e Pearce.

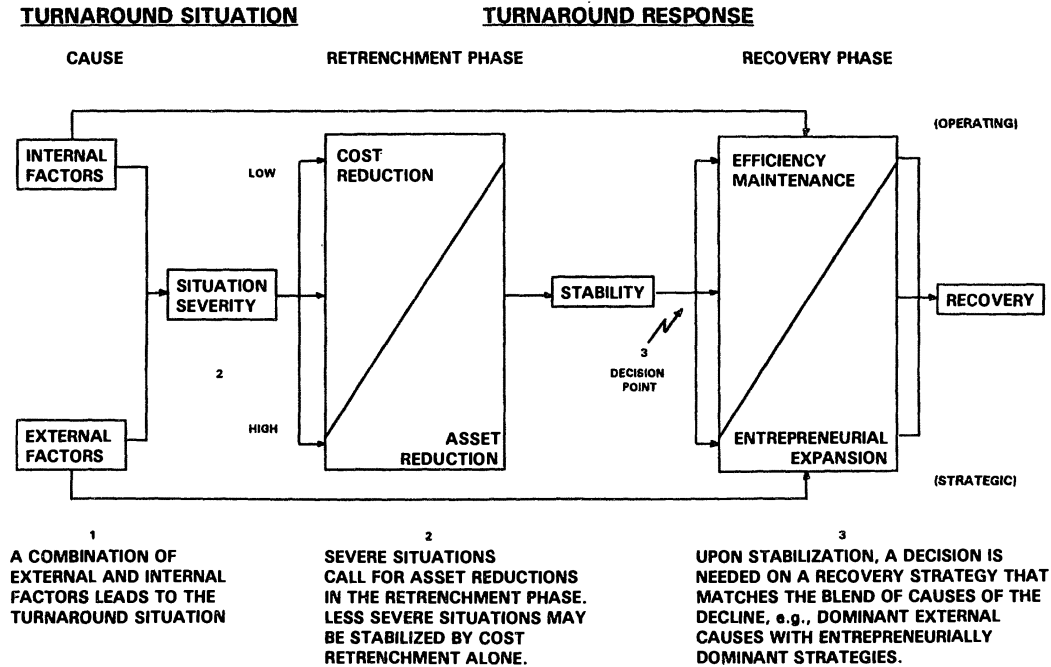


Figura 3.1, Il modello di turnaround a due stadi. Fonte: Keith Robbins, D., Pearce II, J.A., 1992. Turnaround: Retrenchment and Recovery. Strategic Management Journal, Vol 13, No.4.

4 Analisi empirica: crisi e ritorno alla crescita nelle Top 500 aziende padovane

4.1 Oggetto di analisi e metodologia

I soggetti presi in considerazione nell'analisi empirica condotta sono le 500 più grandi aziende padovane attive negli ultimi 8 anni. L'elaborato ha preso in considerazione due archi temporali distinti: il triennio 2008-2009-2010, ed il quinquennio 2011-2012-2013-2014-2015. La ricerca ha utilizzato come base per la raccolta dei dati delle imprese studiate il database AIDA di Bureau Van Dijk.

Nel condurre quest'analisi, ho utilizzato come base di valutazione due indicatori fondamentali della realtà aziendale che esplicano la capacità dell'impresa di produrre reddito: il fatturato e l'EBITDA. È necessario tener conto di almeno due indicatori nella valutazione della situazione di crescita o decrescita aziendale in quanto la crescita (o decrescita) di uno di questi non implica necessariamente la crescita (o decrescita) dell'altro: un'analisi congiunta permette invece di operare una valutazione più accurata dell'evoluzione dell'azienda.

Il punto di partenza di questa analisi è stata la scrematura della lista delle Top 500 aziende padovane, che mi ha portato ad individuare le imprese che nel triennio 2008-2009-2010 si trovavano in una situazione di decrescita e di crisi aziendale. Queste imprese sono quelle che all'interno di questo triennio hanno riscontrato un calo uguale o superiore al 5% sia nel fatturato che nell'EBITDA, per almeno due anni di seguito. Il risultato di questa scrematura iniziale è stato una lista di 40 aziende di diverse dimensioni e appartenenti a diversi settori. I dati permettono una prima considerazione: la crisi aziendale è un fenomeno trasversale che si verifica in imprese del tutto eterogenee.

Il passo successivo dell'analisi condotta è stato seguire lo sviluppo delle 40 aziende inizialmente individuate nel quinquennio successivo, dal 2011 al 2015, per capire come queste hanno fronteggiato la crisi che le aveva colpite. Ho dunque cercato un riscontro della gestione della crisi utilizzando gli stessi indicatori dapprima considerati: fatturato ed EBITDA.

L'obiettivo ultimo dell'analisi è stato quello di capire come le aziende riescono a superare la crisi o al contrario perché queste non riescono a tornare a creare valore. Sono tre i versanti su cui è possibile agire per stimolare la crescita aziendale: gli investimenti, il ricorso ad un maggiore indebitamento con l'obiettivo di acquisire liquidità sia a breve che a lungo termine

oppure il cambiamento della struttura della proprietà, con l'entrata di un nuovo azionista che immetta i flussi di liquidità necessari nel circuito aziendale. Nell'ultima parte della mia analisi mi sono dunque concentrata sull'analisi delle sezioni più rilevanti dello stato patrimoniale delle aziende prese in considerazione. Ho considerato il totale delle attività analizzando l'andamento degli investimenti in immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie, di tutti i debiti aziendali e infine ho analizzato l'evoluzione del patrimonio netto e del capitale sociale, supportando la loro analisi prendendo in considerazione eventuali cambiamenti nella proprietà aziendale.

Dall'elaborazione di tutti i dati presi in considerazione sono state evidenziate le aziende che nel triennio 2008-2009-2010 erano in una situazione di crisi aziendale e sono tornate a crescere nel quinquennio successivo, distinguendole da quelle che hanno continuato a decrescere, con l'obiettivo di comprendere quali sono i fattori che hanno permesso di intraprendere percorsi di sviluppo. A partire da questa analisi descrittiva, ho potuto successivamente individuare un trend più generale, che evidenzia come le aziende in crisi sono tornate a crescere.

Come già accennato, gli indicatori utilizzati per la scrematura iniziale delle aziende della lista delle Top 500 imprese padovane sono stati il fatturato e l'EBITDA. Ritengo dunque utile soffermarmi brevemente sui motivi per cui questi due indicatori sono fondamentali per una prima analisi dello stato di salute di un'azienda.

Nella prospettiva della valutazione della capacità di crescita di un'azienda e in particolare dei fattori che hanno portato a tale crescita, è innanzitutto importante verificare che le imprese in considerazione abbiano una capacità di generare un reddito che sia positivo e stabile nel tempo. È altresì importante valutare che questa condizione sia soddisfatta per più periodi consecutivi: infatti, il conseguimento di un reddito positivo o negativo in un determinato esercizio potrebbe essere dovuto esclusivamente a condizioni esogene rispetto all'impresa, che potrebbero non replicarsi più negli esercizi successivi (Sostero, Ferrarese, Mancin, Marcon, 2016). È necessario dunque condurre un'analisi che tenga conto di almeno due indicatori, in quanto la crescita o la decrescita di uno di questi indicatori non necessariamente implica la crescita o la decrescita dell'altro: un'analisi congiunta permette quindi di operare una valutazione più accurata dell'evoluzione dell'azienda.

4.2 L'EBITDA: indicatore di crescita e decrescita aziendale

L'EBITDA è il reddito prima degli interessi sui debiti, le tasse, il deprezzamento dei beni e gli ammortamenti. È possibile ricavare l'EBITDA (o MOL) attraverso la riclassificazione del conto economico a valore della produzione e valore aggiunto.

Il valore aggiunto si ottiene sottraendo dal valore della produzione i consumi industriali ed i costi per beni e servizi esterni: si tratta del valore economico creato e aggiunto al valore dei fattori produttivi impiegati. Il valore aggiunto può dunque essere considerato una spia della capacità competitiva dell'impresa sul mercato di sbocco e sull'efficienza interna.

L'EBITDA si ottiene sottraendo il costo del lavoro (TFR, salari e stipendi lordi ed oneri sociali) al valore aggiunto ricavato in precedenza. Si costituisce così un indicatore della capacità dell'impresa di generare un reddito all'interno dell'area caratteristica, ovvero grazie alle operazioni che qualificano l'attività operative dell'impresa, che si esplicano nelle attività di produzione dei beni e servizi destinati ad essere venduti sul mercato.

L'EBITDA è un indicatore rilevante per almeno tre motivi:

- Può essere considerato un indicatore oggettivo dell'andamento della gestione caratteristica: infatti, fermandosi prima di ammortamenti, svalutazioni, interessi e imposte, mette in evidenza la capacità dell'impresa di remunerare tutti i fattori produttivi ricompresi nei debiti operativi senza risentire dell'influenza delle politiche degli investimenti e delle altre politiche di bilancio. L'EBITDA opera infatti una misura di redditività del capitale circolante netto operativo prescindendo dal costo del capitale fisso ed e per questa sua caratteristica un margine particolarmente reattivo.
- È una *proxy* dei flussi di cassa operativi: si tratta di un flusso di cassa potenziale, che si tradurrà in un vero e proprio flusso monetario solo quando saranno ad esso sommate algebricamente la variazione dei crediti commerciali, delle rimanenze e dei debiti operativi. Partendo dall'equilibrio economico è quindi possibile ricavare informazioni riguardanti anche l'equilibrio finanziario (Sòstero, Ferrarese, Mancin, Marcon, 2016).
- Costituisce una base di valutazione di tutte le aziende: tutte le valutazioni aziendali sono costruite su multipli del fatturato e dell'EBITDA. Di particolare rilevanza è l'EBITDA *margin*, un indicatore che rapporta proprio l'EBITDA al fatturato.

Ciò che rende l'EBITDA un aggregato così importante è che diversamente dal risultato netto, questo permette di comparare in modo agevole aziende di diverse dimensioni appartenenti allo stesso settore e di prevedere la profittabilità dell'impresa nel lungo periodo e la capacità

dell'impresa di generare un *pay off* accettabile nel lungo termine (Sòstero, Ferrarese, Mancin, Marcon, 2016). Per queste ragioni, l'analisi dell'andamento dell'EBITDA e del fatturato è stata l'operazione preliminare per l'individuazione delle aziende in crisi e per l'individuazione dei loro trend evolutivi.

4.3 Analisi delle Top 500 padovane: un quadro di sintesi

Nella tabella 4.1, di seguito riportata, e nelle tabelle seguenti, sono evidenziati gli indicatori più importanti utilizzati per condurre un'analisi dei trend rilevati fra le aziende che nel triennio 2008-2010 si trovavano in una situazione di crisi. Innanzitutto viene riportato il settore di appartenenza di ogni impresa, utile per comprendere quali settori sono maggiormente colpiti dalle crisi. Il numero di dipendenti ed il numero di azionisti, insieme al volume dei fatturati, sono indicatori utili per comprendere le dimensioni delle aziende colpite dalla crisi. Ho ritenuto inoltre utile inserire gli indicatori rappresentativi dei possibili fattori di crescita delle aziende, dividendoli in 3 gruppi: le attività, il debito e il patrimonio netto.

Il totale delle attività è un utile indicatore della propensione generale dell'azienda ad investire; il debito ed il patrimonio netto sono invece utili per capire se gli investimenti aziendali sono stati finanziati attraverso capitale proprio e quindi un'assunzione di rischio da parte degli azionisti e se sono stati finanziati attraverso il ricorso al debito, con conseguente aumento degli oneri finanziari annessi. Le attività sono state ulteriormente scomposte in attivo circolante ed attivo immobilizzato ed il debito è stato suddiviso in debito a breve termine e debito a medio-lungo termine: queste scomposizioni consentono di capire se gli investimenti aziendali vengono finanziati attraverso un ricorso ad adeguate categorie di debito o se la struttura finanziaria è sbilanciata (per esempio quando l'azienda finanzia investimenti in immobilizzazioni attraverso il ricorso a debito a breve termine). Perché la struttura finanziaria sia equilibrata è necessario che l'attivo circolante ecceda passività a breve termine, con un rapporto di circa 3/2, mentre le attività immobilizzate devono essere finanziate con debito a medio-lungo termine e capitale proprio. Grazie all'impostazione dello schema inoltre possibile comprendere a colpo d'occhio se l'azienda è sottocapitalizzata ed è costretta a ricorrere ingentemente al debito bancario, sbilanciando ulteriormente la struttura patrimoniale e assumendo oneri finanziari più ingenti.

Tutte le tabelle ed i grafici riportati in questa sezione sono stati estrapolati dal database AIDA di Bureau Van Dijk.

La tabella 4.1 raccoglie le informazioni essenziali delle aziende selezionate e consente di individuare le aziende oggi in crescita e quelle in decrescita.

RAGIONE SOCIALE	N. DIP.	N. AZ.	SETTORE	ATECO 2007 SETTORE												EBITD EBITDA EBITD EBITDA EBITD EBITD EBITD EBITD											
				FATT												A											
				2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008								
TRESOLDI METALLI SRL	94	6	89708	87297	91373	94355	118198	129082	97647	117438	717	5202	3754	3118	4643	5386	4456	1860									
SCH?CO INTERNATIONAL ITALIA S.R.L.	140	2	66549	79408	111973	156790	228817	243863	165036	124296	6536	6540	9509	7628	15519	39557	19566	20561									
GRAFICA VENETA S.P.A.	235	1	57817	49152	48093	52520	51743	57356	49733	35113	7254	7137	8966	8897	9233	13846	10575	6639									
TROPS S.P.A.	241	4	43259	39002	42656	50237	56597	62635	59021	59229	1402	823	-18	652	536	1807	910	663									
AREA IMPIANTI S.P.A.	31	5	37429	11251	11163	11098	18055	20905	12928	23502	1256	1945	-700	-1855	1741	2722	1493	1003									
THE SPACE CINEMA 3 S.R.L.	199	2	31732	24547	31606	31484	34306	40646	33055	24851	4953	2025	5166	3860	4722	6199	3610	1919									
PADOVA STAR S.P.A.	67	2	29657	27087	0	31846	2223	2499	2503	2947	120	135	-286	-43	-54	32	-68	109									
SCILM S.P.A.	124	5	28324	24038	22894	23228	24790	27161	28075	35373	2553	2064	1427	1481	1917	2895	1998	3395									
GAETANO PAOLIN S.P.A.	89	5	28063	16876	17581	25320	28685	40076	18644	24040	393	334	442	559	365	697	645	883									
MELLA S.R.L.	72	1	27717	24891	21665	39727	31041	49056	38928	32747	2845	2786	2579	3561	2247	3631	3344	2124									
IVM S.P.A.	54	1	27330	34538	17733	13157	21702	29849	15605	32206	1430	1179	1097	85	490	534	951	796									
AUTOBASE S.R.L.	21	2	25736	23922	18976	14717	18904	21480	14294	13606	502	283	-80	-72	185	453	157	196									
CIMOLAI TECHNOLOGY S.P.A.	52	2	25091	13538	24342	19585	16258	24595	34715	19129	10591	13708	8323	1974	2190	3771	910	292									
INARCA S.P.A.	123	3	24128	22901	24171	24234	23987	25399	19508	25671	5620	4881	4991	4782	5676	6629	3356	4853									
LI.VI.OR. S.P.A.	64	3	21954	21735	23093	28179	34411	41356	31291	36731	656	466	418	423	620	779	877	1393									
TRIVENDING S.P.A.	37	5	21647	21925	23644	23971	25409	28530	22158	9802	1434	1726	1264	890	1552	2287	1055	624									
BEL VEST S.P.A.	291	3	20849	19264	18233	17039	16854	20030	22151	32007	2000	1480	1194	545	-1616	-1036	-112	4181									
CBELUX S.P.A.	25	2	18594	19422	20018	17478	19183	21295	12748	9937	432	412	544	460	447	3636	309	257									
IGEPA ITALIA S.R.L.	11	1	18438	11565	7722	7502	8900	11629	11154	12576	-397	-787	-514	-26	-402	91	96	210									
PAVAN S.P.A.	21	3	17872	16587	17263	16052	17970	19725	26266	18967	326	349	409	282	433	517	376	247									
CANALE ITALIA S.R.L.	52	2	17662	16641	16528	13973	10066	14207	13252	12451	2604	1630	2365	2275	1314	3938	2670	2097									
GEA S.R.L.	27	1	16913	15048	12709	7392	9014	15561	14573	16430	4949	4915	3487	1746	578	2754	3127	5797									
COMUNICA S.P.A.	9	4	16452	16368	13630	14154	15727	18132	16754	16725	162	285	90	213	90	316	135	135									
GIVAS S.R.L.	80	3	16418	18732	13150	13844	15364	16801	17351	16941	565	1532	470	256	967	1537	2588	2168									
KOSMO S.R.L.	26	2	14387	14929	6904	5666	5473	8053	8528	11833	876	783	-238	-30	-271	227	335	398									
FRABO S.R.L.	31	2	14367	15629	13861	13546	15784	17837	23661	25028	1048	1297	1008	139	651	752	814	801									
PREFABBRICATI ZANON S.R.L.	61	4	14040	10470	9377	10805	11457	14246	13905	10890	929	521	-834	200	1187	1449	966	22									
METAL'S S.P.A.	84	3	13954	13356	10567	10261	8987	9625	8675	15818	1084	982	718	597	-5	353	688	1303									
BETON CANDEO S.R.L.	50	3	13813	14583	17339	19249	26081	28746	30703	28800	390	444	1216	1257	219	881	1550	690									
CACCARO S.R.L.	84	5	13724	13472	14038	14616	15250	17641	17527	17916	1069	973	1208	1227	1140	1431	1607	1622									
A.P.P. ITALIA S.R.L.	22	2	13236	16373	16954	17035	24265	30806	29698	23993	601	-298	269	122	138	363	447	353									
O.M.V.L. SOCIETA' PER AZIONI	84	1	12924	14774	20151	22529	21843	24550	18980	32659	166	-1089	1771	1574	371	1013	191	5173									
CAMPORESE MACCHINE GRAFICHE SPA	16	2	12610	23000	16573	16121	14708	21267	19498	19065	474	1353	345	216	186	342	199	197									
MION S.P.A.	134	3	12333	12222	11202	11585	12824	13582	12222	17607	3899	3834	2957	2677	2278	2647	1529	4611									
APS HOLDING S.P.A.	180	2	8147	21184	20646	19813	27156	27399	25735	25486	3199	5954	4896	4486	6284	7853	7229	7893									
FINMA S.P.A.	14	8	1066	1085	1220	1149	1178	1151	1153	1152	241	222	385	325	218	271	284	297									
OROGROUP S.P.A.	1	1	949	662	651	671	621	725	622	340	-89	-371	156	493	274	346	196	68									
FIVE S.P.A.	0	3	690	691	688	675	659	632	614	604	525	561	615	560	555	527	500	521									
BEDDING S.P.A.	0	1	630	386	0	0	0	0	0	0	0	310	252	-25	-23	-22	-27	-27									
CAV. NICO VELO E.F.LLI - S.P.A.	0	4	563	567	585	575	578	571	608	621	283	289	310	294	445	413	453	499									

Tabella 4.1: Fatturato ed EBITDA.

4.3.1 Caratteristiche delle aziende colpite dalla crisi

Dando un primo sguardo d'insieme ai dati raccolti è possibile svolgere un'analisi preliminare riguardante le tipologie di aziende colpite dalla crisi.

4.3.1.1 Dimensioni aziendali

Appare evidente come il fenomeno della crisi aziendale si verifichi soprattutto tra le piccole e medie imprese. Utilizzando come *frame* di riferimento la classificazione adottata dall'Unione Europea, e utilizzando come fatturato di riferimento quello del 2008, nessuna delle imprese individuate possiede i parametri per essere classificata come grande impresa: nessuna azienda genera fatturati superiori ai 50 milioni, avendo più di 250 dipendenti. Ben 29 delle 40 aziende selezionate, presentano fatturati compresi tra 20 e 49 milioni di euro, classificandosi potenzialmente tra le imprese di medie dimensioni. Di queste, 29 soddisfano anche il requisito del numero di dipendenti, compresi tra 50 e 249. Sono 8 invece le aziende che soddisfano i requisiti necessari per essere classificate come piccole imprese: fatturato inferiore a 10 milioni di euro e numero di dipendenti inferiore a 49.

Le caratteristiche più rilevanti delle imprese di piccola dimensione sono l'accentramento dei processi decisionali nelle mani dell'imprenditore fondatore e della sua famiglia, la semplicità della struttura organizzativa, che si struttura con un ridotto numero di livelli e l'assenza di organi di staff, l'entità limitata del patrimonio, che genera spesso una situazione di sottocapitalizzazione e la presenza di forti limiti nelle opzioni strategiche, dovuta all'operare di queste imprese in settori prevalentemente a bassa tecnologia. Queste caratteristiche delle piccole imprese, se da un lato costituiscono potenziali vantaggi (maggiore flessibilità, spiccata imprenditorialità e specializzazioni in fasi ad alto valore aggiunto), costituiscono d'altra parte i principali motivi per cui le aziende di questo tipo si trovano più facilmente in una situazione di crisi: la sottocapitalizzazione e la mancanza di risorse costituisce un forte limite allo sviluppo; la struttura patrimoniale diventa inevitabilmente fortemente sbilanciata a favore dei finanziamenti esterni, in particolare dei debiti bancari, i quali proprio a causa dello scarso potere contrattuale delle piccole imprese, hanno un costo molto più elevato rispetto alle aziende di grandi dimensioni. Le piccole imprese presentano spesso situazioni di criticità nei periodi di successione ai vertici aziendali e sono spesso più restie ad implementare attività di ricerca e sviluppo adeguate, in quanto lo sviluppo aziendale segue per lo più le attitudini e le competenze dell'imprenditore, piuttosto che le reali esigenze di crescita dell'azienda (Tunisini, Pencarelli, Ferrucci, 2014).

Le medie imprese, che nel contesto italiano hanno un ruolo ben definito e non solo di transizione, incontrano d'altro canto difficoltà nel passaggio alla media dimensione ed incorrono in numerosi ostacoli nella ricerca dell'affermazione sul mercato: la struttura organizzativa risulta spesso irrigidita, provocando difficoltà nella gestione aziendale; le strategie aziendali presentano spesso discontinuità dovute ai cambiamenti della struttura decisionale e le risorse finanziarie risultano ancora insufficienti, rendendo l'indebitamento bancario l'unico mezzo per ottenere le risorse necessarie per lo sviluppo aziendale. La natura ibrida di queste imprese, genera dunque gli stessi svantaggi che incontrano le piccole imprese, agevolando così l'insinuarsi di una situazione di crisi.

4.3.1.2 Settori di appartenenza

Dall'analisi delle aziende in crisi nel triennio 2008-2010 è possibile individuare due rilevanti trend di settore: delle 40 aziende selezionate infatti, 6 operano nel settore metallurgico e 7 appartengono al settore del commercio all'ingrosso. Questi risultati evidenziano come la crisi economica abbia colpito questi due settori in modo particolare. L'industria metallurgica è sensibile al ciclo economico globale e risente dunque fortemente delle fasi di depressione e di stagnazione degli investimenti, mentre cresce nelle fasi espansive. La recente crisi economica e finanziaria ha dunque avuto serie ripercussioni su questo settore. Le imprese che operano in questa industria sono generalmente di piccole e medie dimensioni, come riscontrato nei dati elaborati, e sono dunque più vulnerabili nei periodi di crisi economica.

Il settore del commercio all'ingrosso è un altro settore che sta oggi attraversando una situazione di crisi: negli ultimi anni i distributori all'ingrosso hanno dovuto affrontare una crescente pressione dovuta a nuove forme di concorrenza, aspettative dei clienti, nuove tecnologie e maggior ricorso agli acquisti diretti. Queste difficoltà hanno generato una crisi di settore che ha eroso i margini di profitto per i commercianti all'ingrosso. Di fronte a queste difficoltà, l'obiettivo per il superamento della crisi è l'incremento della produttività attraverso una migliore gestione delle scorte e dei crediti e la riduzione dei costi variabili investendo in tecnologie più avanzate per la gestione dei materiali e in sistemi informativi.

4.3.1.3 Strutture patrimoniali

Focalizzandoci sul triennio di crisi delle 40 aziende selezionate è possibile capire se la struttura patrimoniale di tale aziende risultava equilibrata o se la scelta dei mezzi di copertura era inadeguata rispetto agli investimenti effettuati. Dall'analisi dei dati emerge un generalizzato largo ricorso al debito a breve termine, in modo talvolta eccedente rispetto agli investimenti in attività circolanti effettuati, come nel caso di Padova Star S.p.A., Beton Candeo S.R.L. e Aps

Holding S.p.A. Proprio quest'ultima azienda presenta gli squilibri più evidenti: nell'esercizio 2008, di fronte ad un'incidenza dell'82% dell'attivo immobilizzato rispetto al totale attivo, il debito a medio-lungo termine pesa solo il 24,2% del totale debito e patrimonio netto. In questo caso dunque, il debito a oltre è contratto in maniera insufficiente per la copertura degli investimenti. Il ricorso eccessivo al debito a breve termine è il principale indicatore di squilibrio nella struttura dei finanziamenti: l'azienda si trova in questo modo a finanziare attività immobilizzate, che genereranno flussi di cassa solo nel lungo termine, attraverso finanziamenti che hanno una scadenza imminente, rendendo necessario il ricorso ad ulteriore indebitamento solo per rimborsare i debiti esistenti.

Concentrandosi sui metodi di finanziamento delle attività immobilizzate si nota che sono poche le aziende che presentano una struttura finanziaria adeguata, in cui le attività immobilizzate vengono finanziate attraverso debito a medio-lungo termine e patrimonio netto. Sono molte le aziende che hanno una struttura finanziaria fortemente sbilanciata a favore del debito a breve termine: 19 aziende, quasi il 50% di quelle che stanno attraversando una crisi aziendale, finanziano gran parte dell'attivo immobilizzato attraverso debito a breve termine e patrimonio netto, senza ricorrere in misura adeguata al debito a lungo termine. La scelta può in alcuni casi essere forzata, data l'onerosità e soprattutto la difficoltà di accesso al credito a lungo termine per le aziende che si trovano già in una situazione problematica.

È invece raro il caso in cui il debito a medio lungo termine è contratto in modo eccessivo e sproporzionato sia rispetto al patrimonio netto, sia rispetto al valore delle attività immobilizzate: è il caso di Shuco International Italia S.R.L. che, nell'esercizio 2008, di fronte ad un'incidenza delle immobilizzazioni sul totale attivo del 14,3%, presenta un peso del debito a medio-lungo termine sul totale debito e patrimonio netto del 19,9%. In questo caso, il debito a medio-lungo termine è contratto in maniera eccessiva rispetto alle reali esigenze di finanziamento.

In generale, risulta evidente che molte delle aziende in crisi presentano una struttura patrimoniale inadeguata rispetto agli investimenti effettuati: gli squilibri finanziari sono infatti solitamente il primo campanello d'allarme che segnala una situazione di crisi imminente.

4.3.1.4 Ulteriori considerazioni

Da questo primo livello di analisi, è possibile infine constatare che nessuna delle aziende che nel triennio 2008-2010 stava attraversando una crisi aziendale è fallita nel quinquennio successivo. Ci sono però 5 aziende, Finma S.p.A., Orogroup S.p.A., Five S.p.A., Beding S.p.A., Cav. Nico. Velo e F.lli S.p.A., le quali non sono però riuscite a mantenere livelli di *performance* tali da continuare a far parte delle Top 500 aziende padovane. È necessario comprendere in che

modo le aziende sono riuscite a continuare ad operare e soprattutto capire se il processo di risanamento aziendale è risultato adeguato ed ha consentito un ritorno alla crescita o se tali aziende permangono tutt'ora in una condizione di crisi.

4.3.2 Il fronteggiamento della crisi: analisi dei fattori di crescita delle Top 500 padovane

Le aziende appartenenti alla Top 500 che erano in crisi nel triennio 2008-2010 sono 40: di queste, solo 9 sono tornate a crescere nel quinquennio successivo: Scilm S.p.A., Mella S.R.L., Autobase S.R.L., Belvest S.p.A., Gea S.R.L., Prefabbricati Zanon S.R.L., Metals S.p.A., Mion S.p.A. e Beding S.p.A. Sono invece 3 le aziende che non sono riuscite a invertire la rotta della crisi aziendale nel quinquennio 2010-2015 e stanno tutt'ora decrescendo: Shuco International Italia S.R.L., Beton Candeco S.R.L. e Cav. Nico Velo e Fll.i S.p.A. Tutte le altre aziende stanno oggi attraversando un processo di risanamento che non ha ancora portato a risultati di crescita stabile e presentano andamenti ancora altalenanti, che alternano picchi di crescita e decrescita e presentano un andamento non concorde di fatturato ed EBITDA.

Le aziende che sono tornate a crescere nel quinquennio 2010-2015 appartengono a settori del tutto diversi tra loro, non evidenziando alcun tipo di trend: tra di esse troviamo due aziende che operano nel settore della metallurgia e nessuna azienda appartiene al settore del commercio all'ingrosso: questi settori permangono dunque ancora in una situazione di difficoltà, non presentando una generalizzata tendenza alla crescita. Un altro importante fattore da tenere in considerazione è che nessuna di queste aziende presenta un trend di crescita netto pulito: il processo di risanamento aziendale è ancora in corso e l'andamento di fatturato ed EBITDA è stato generalmente altalenante nell'arco del secondo quinquennio, senza che sia possibile individuare il picco di decrescita.

È ora possibile individuare il processo evolutivo delle 9 aziende che oggi stanno crescendo, per comprendere quali sono i fattori che hanno portato ad un ritorno al valore.

4.3.2.1 Trend negli investimenti

Delle 9 aziende che stanno crescendo, 4 hanno implementato un processo di *turnaround* a due stadi, costituito da una prima fase di *retrenchment* e da una successiva fase di *recovery*. Scilm S.p.A., nel secondo quinquennio ha disinvestito attività per circa 6 milioni, ma è tornata ad investire nel 2015. Questa tendenza si è verificata omogeneamente sia per le attività immobilizzate, sia per l'attivo circolante. Autobase S.R.L. detiene immobilizzazioni per un ammontare più ridotto, ma opera anch'essa disinvestimenti che generano liquidità per i

reinvestimenti effettuati nell'ultimo biennio. Mion S.p.A., infine, opera disinvestimenti in attivo circolante per finanziare successivamente gli investimenti in attivo immobilizzato. Peculiare è il caso di una quinta azienda, Gea S.R.L., che opera una riduzione degli investimenti in attivo circolante per finanziare l'attivo immobilizzato ma effettua disinvestimenti per 7 milioni in attivo immobilizzato tra il 2013 ed il 2014, reinvestendo poi 3 milioni in immobilizzazioni nel 2015. Il trend rilevato per queste aziende è illustrato nei grafici 4.1, 4.2, 4.3 e 4.4.

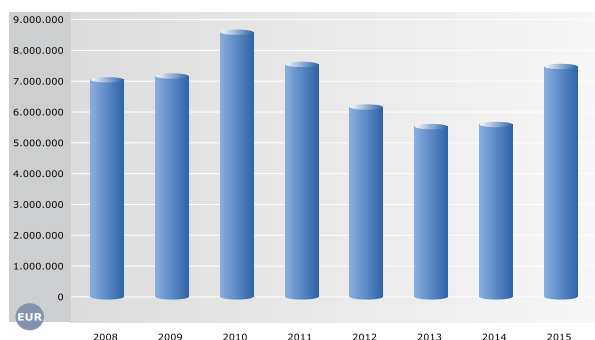


Grafico 4.1: Totale immobilizzazioni Scilm S.p.A.

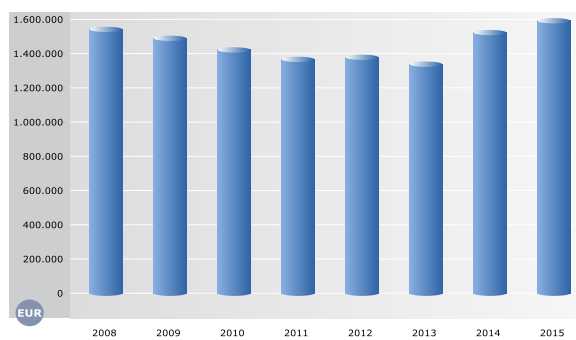


Grafico 4.2: Totale immobilizzazioni Autobase S.R.L.

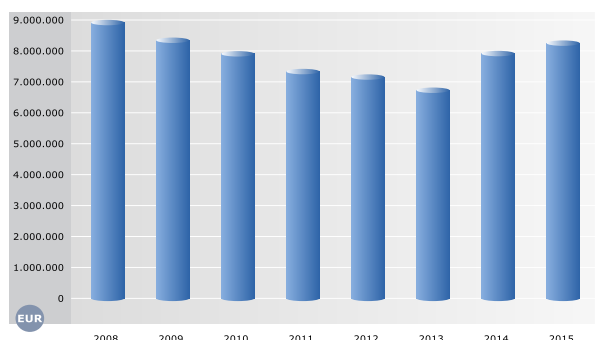


Grafico 4.3: Totale immobilizzazioni Mion S.p.A.

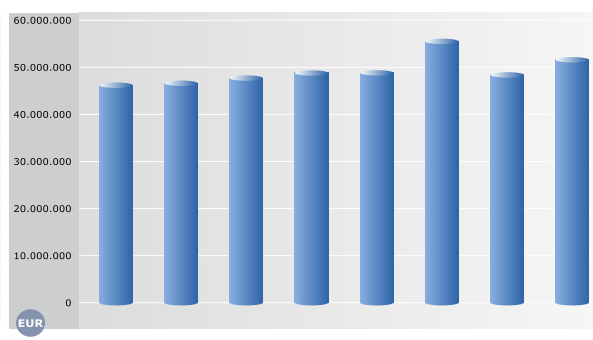


Grafico 4.4: Totale immobilizzazioni Gea S.R.L.

Un importante fattore da tenere in considerazione è che gli investimenti in immobilizzazioni effettuati dalle aziende in crescita sono stati in larga parte finanziati grazie alla liquidità ottenuta attraverso le cessioni operate nel periodo di *retrenchment*, senza il ricorso a debito a medio lungo termine.

Ci sono due aziende che, senza attraversare alcun periodo di *retrenchment*, continuano ad investire: si tratta Metal's S.p.A. e Beding S.p.A, che nell'arco del secondo quinquennio investono sistematicamente in immobilizzazioni. Il trend positivo di queste aziende è chiaramente visibile nei grafici 4.5 e 4.6.

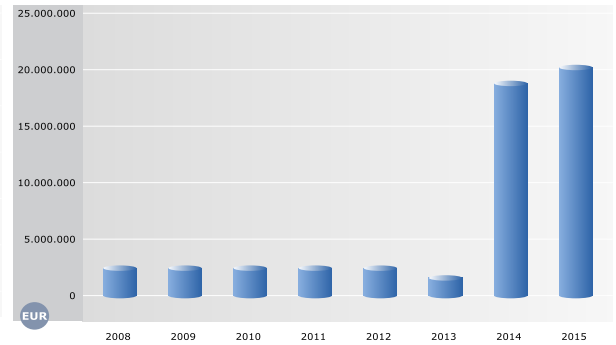
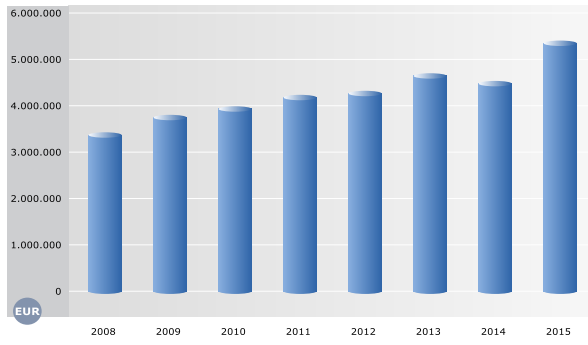


Grafico 4.5: Totale immobilizzazioni Metal's S.p.A.

Grafico 4.6: Totale immobilizzazioni Beding S.p.A.

Tra le aziende che oggi stanno crescendo, troviamo tre aziende che non hanno puntato sugli investimenti mirati per il ritorno alla crescita: Belvest S.p.A., Mella S.R.L. e Prefabbricati Zanon S.p.A. Queste aziende al contrario, hanno effettuato investimenti nei primi anni successivi alla crisi, ma hanno poi dismesso le attività negli esercizi successivi. Il trend di queste aziende è illustrato nei grafici 4.7, 4.8 e 4.9.

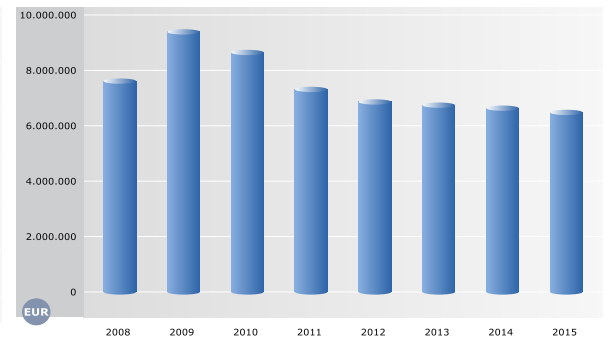
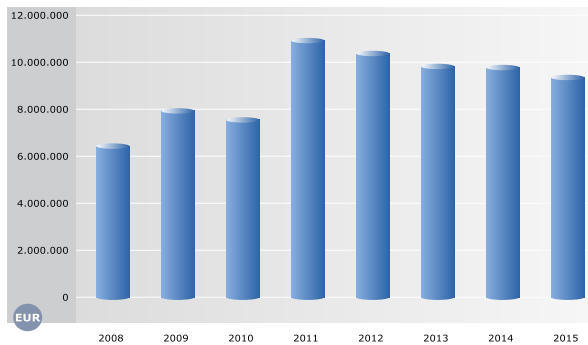


Grafico 4.7: Totale immobilizzazioni Mella S.R.L.

Grafico 4.8: Totale immobilizzazioni Prefabbricati Zanon S.R.L.

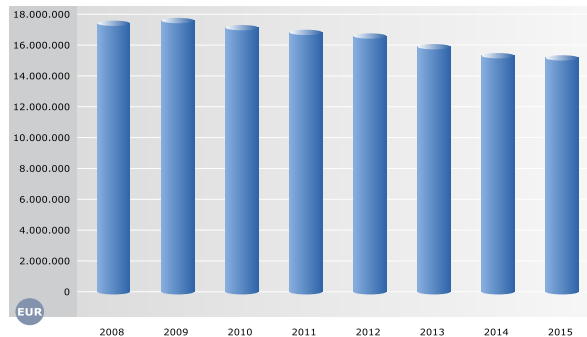


Grafico 4.9: Totale immobilizzazioni Belvest S.p.A.

Fra le 9 aziende che hanno superato la crisi e sono tornate a crescere, il trend è dunque quello di investire: 6 delle 9 aziende hanno puntato sugli investimenti per tornare a crescere con successo. La tabella 4.2 sintetizza i valori di attivo del campione di aziende considerate.

4.3.2.2 Trend nel debito e nel patrimonio netto

Fra le 9 aziende in crescita, 6 presentano una tendenza alla diminuzione del debito: Scilm S.p.A., Mella S.p.A., Belvest S.p.A., Gea S.R.L., Prefabbricati Zanon S.R.L. e Metal's S.p.A. Scilm S.p.A., nel secondo quinquennio, riduce nel complesso sia il debito a breve termine che quello a lungo termine. La scelta del debito risulta adeguata rispetto alle esigenze di finanziamento: i debiti a breve infatti aumentano negli ultimi esercizi per far fronte agli investimenti in attivo circolante. Anche Mella S.p.A., che procede ad una ingente ristrutturazione del debito, presenta una struttura del debito adeguata rispetto alla ripartizione degli investimenti, diminuendo le categorie di debito in proporzione rispetto alle categorie di attività.

La tendenza generale tra le aziende in crescita risulta essere una ristrutturazione del debito: delle 9 aziende individuate, 7 presentano un totale debiti in decrescita nell'arco del quinquennio 2011-2015. Le conseguenze di questa tendenza sono la diminuzione degli oneri finanziari e una ripartizione del debito più adeguata rispetto alla scelta degli investimenti, che permette una crescita sostenibile nel tempo.

Di queste 9 aziende, solo una era dotata di una struttura patrimoniale equilibrata già nel periodo di crisi, ponendo le basi per una crescita basata su finanziamenti adeguati: Mella S.R.L. è in grado anche nel secondo quinquennio di finanziare gli investimenti in immobilizzazioni con un adeguato mix di debito a medio lungo termine e patrimonio netto. La struttura patrimoniale di Mella S.R.L. è sintetizzata nella figura 4.1.

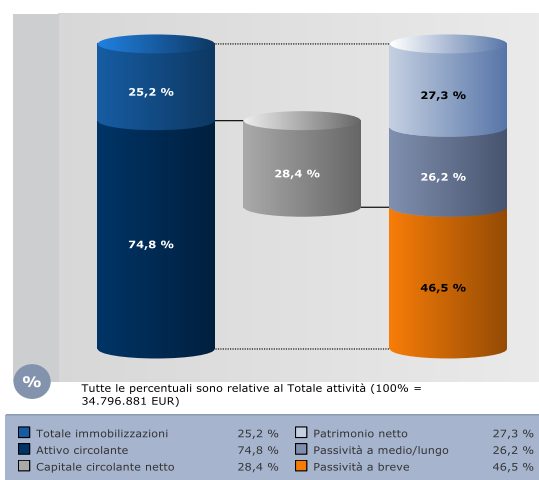


Figura 4.1: Struttura patrimoniale Mella S.R.L.

Un'azienda, Metal's S.p.A, era dotata di una struttura patrimoniale che fa eccessivo ricorso all'indebitamento a breve termine, e mantiene tutt'ora questo sbilanciamento, dovuto però alla

sottocapitalizzazione aziendale, e non al mancato accesso al debito a medio e lungo termine. La struttura patrimoniale di Metal's S.p.A. è sintetizzata nella figura 4.2.

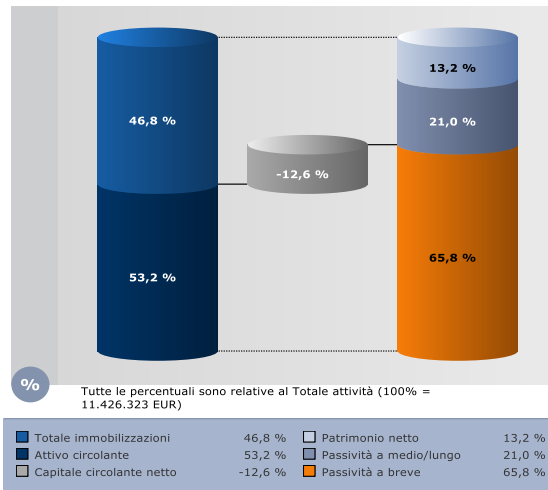


Figura 4.2: Struttura patrimoniale Metal's S.p.A

Due sono le aziende che in periodo di crisi erano dotate di una struttura patrimoniale fortemente sbilanciata a favore del debito a breve termine, ma sono riuscite ad ottenere accesso al credito a medio lungo termine per concorrere, seppur in maniera ancora molto ridotta, al finanziamento dei nuovi investimenti. Si tratta di Belvest S.p.A. e Beding S.p.A.: le rispettive strutture patrimoniali sono sintetizzate nelle figure 4.3 e 4.4.

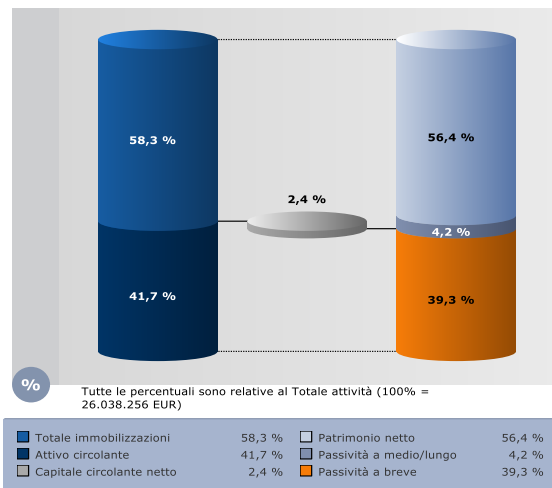


Figura 4.3: Struttura patrimoniale Belvest S.p.A.

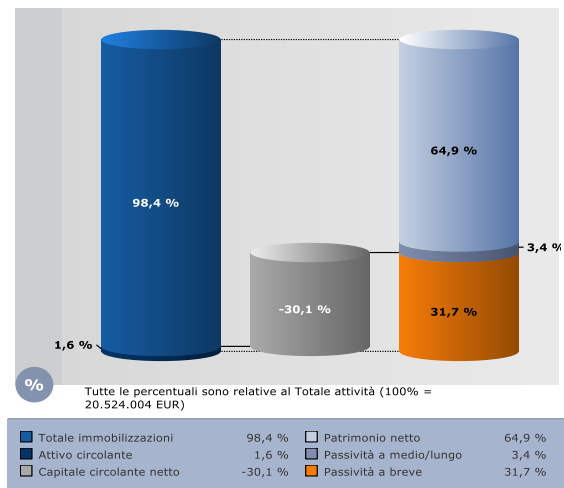


Figura 4.4: Struttura patrimoniale Beding S.p.A.

Infine, 5 aziende, Scilm S.p.A., Autobase S.R.L., Gea S.R.L., Prefabbricati Zanon S.R.L. e Mion S.p.A., sono tutt'ora dotate di una struttura patrimoniale squilibrata, che prevede la copertura degli investimenti in attivo immobilizzato senza o con scarso ricorso al debito a medio lungo termine, ma solo attraverso il ricorso al debito a breve termine ed al patrimonio

netto. Le strutture patrimoniali di queste aziende sono riportate nelle figure 4.5, 4.6, 4.7, 4.8 e 4.9.

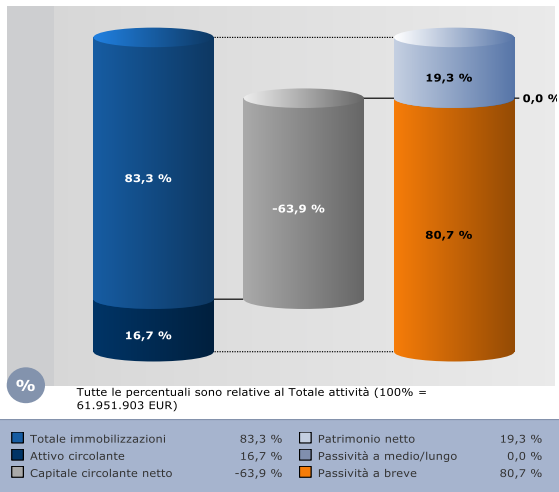


Figura 4.5: Struttura patrimoniale Gea S.R.L.

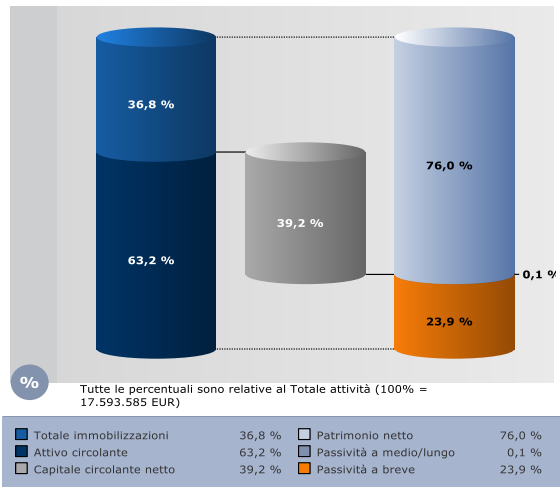


Figura 4.6: Struttura patrimoniale Prefabbricati Zanon S.R.L.

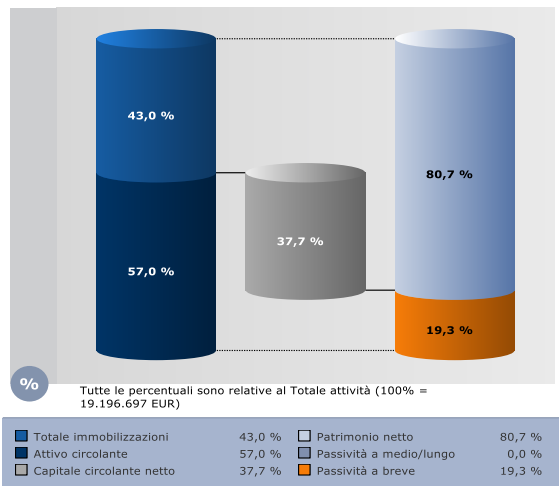


Figura 4.7: Struttura patrimoniale Mion S.p.A.

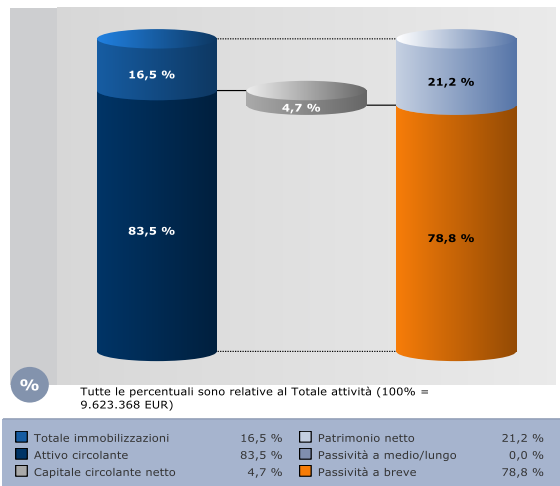


Figura 4.8: Struttura patrimoniale Autobase S.R.L.

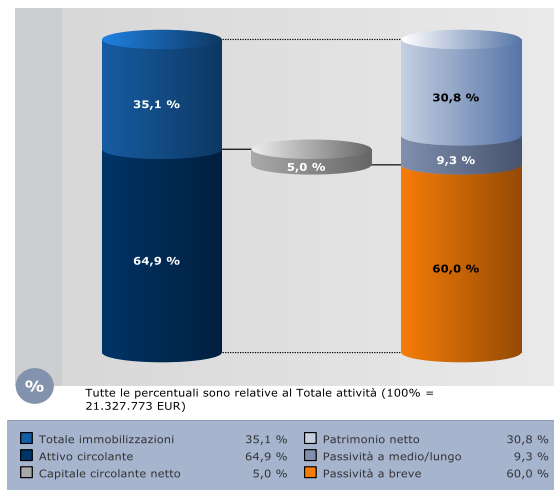


Figura 4.9: Struttura patrimoniale Scilm S.p.A

Una tendenza generalizzata fra tutte le 9 aziende in crescita, e soprattutto fra quelle che hanno dapprima attraversato una fase di *retrenchment*, con annessa riduzione degli *asset*, è il finanziamento dei nuovi investimenti grazie alla liquidità ottenuta dalla dismissione degli *asset* poco fruttiferi. In questo modo è stato possibile finanziare i nuovi investimenti facendo ricorso limitato al debito a medio lungo termine, che resta comunque di difficile accesso per le aziende che stanno ancora uscendo da un periodo di crisi aziendale. Allo stesso tempo, in questo modo, è possibile ridurre il peso degli oneri finanziari. L'obiettivo di queste aziende, nel medio termine, dovrebbe comunque rimanere quello di equilibrare maggiormente la struttura patrimoniale: il ricorso ancora abbondante al debito a breve termine rischia infatti di rendere cronica la situazione di crisi aziendale, a causa delle scadenze ravvicinate e difficili da onorare.

Per quanto concerne i trend rilevati nel patrimonio netto e nel capitale sociale, il patrimonio netto è in graduale crescita nell'ultimo biennio per tutte le 9 aziende in crescita: ciò è dovuto al ritorno alla generazione di utili aziendali. Solo in un caso però, la crescita del patrimonio netto è supportata da una ricapitalizzazione aziendale: è il caso Mella S.R.L., che nell'arco di 8 anni vede 3 ricapitalizzazioni, che portano il capitale sociale da un ammontare di €800.000 ad un valore di 5 milioni di euro. La ricapitalizzazione è stata totalmente a carico dell'azionista unico della società, in quanto non si sono verificati cambiamenti nella proprietà nell'arco dell'ultimo quinquennio. Il trend generale, che non prevede l'immissione da parte degli azionisti di nuovo capitale sociale, è la dimostrazione di una tendenza alla sottocapitalizzazione delle PMI Italiane, che in molti casi costituisce un limite per lo sviluppo dovuto alla mancanza di risorse. La limitatezza delle risorse costituisce un ulteriore vincolo finanziario, in quanto diminuisce il

potere contrattuale nei rapporti con gli intermediari, rendendo più elevato il costo del finanziamento.

Infine, per quanto concerne la struttura proprietaria, solo una delle aziende in crescita ha registrato un cambiamento della proprietà coincidente con l'inversione di rotta e l'inizio del periodo di crescita aziendale: si tratta di Beding S.p.A., la quale essendo prima di proprietà di due azionisti, è ora nelle mani di un azionista unico. Il ritorno alla crescita delle aziende in questione non è dunque generalmente dovuto a cambiamenti nell'assetto proprietario.

La tabella 4.3 sintetizza i valori di debito e di patrimonio netto delle 40 aziende selezionate.

5 Conclusioni

L'obiettivo del presente elaborato era quello di comprendere come è strutturato il processo di crisi aziendale ed in particolare di capire quali possono essere le cause della crisi e come è possibile per un'azienda tornare a crescere ed a produrre valore dopo aver attraversato un periodo di decrescita.

La letteratura sulla crisi d'azienda evidenzia la necessità di individuare tempestivamente le cause della crisi e di implementare azioni mirate per ognuna di esse. Una volta individuate e analizzate le cause della crisi è possibile implementare una strategia per il ritorno alla crescita, che può prevedere il ritorno all'efficienza grazie a investimenti in nuove tecnologie e la riduzione dei costi oppure che punti all'individuazione di nuovi prodotti e mercati da soddisfare.

L'evidenza empirica tratta dal campione di aziende selezionate, le Top 500 padovane, ha dimostrato che il processo di crisi è spesso lungo e difficile da superare: non basta implementare strategie di risanamento volte alla sopravvivenza di breve periodo per ritornare a produrre valore in modo stabile nel tempo. È invece necessario implementare una strategia di lungo periodo la quale, agendo sulle cause originarie della crisi, le elimini e ponga le basi per uno sviluppo futuro.

Le aziende che nel triennio 2008-2010 stavano attraversando una fase di decrescita e di crisi aziendale avevano in comune alcuni aspetti: la dimensione aziendale, l'appartenenza ad alcuni settori in decrescita, la struttura patrimoniale sbilanciata ed il ricorso a categorie di debito inadatte rispetto agli investimenti effettuati. L'evidenza empirica ha dimostrato che uno dei fattori essenziali per tornare a crescere è l'effettuazione sistematica di investimenti mirati e profittevoli. Le aziende che sono tornate a crescere hanno finanziato questi investimenti non attraverso il ricorso ad ulteriore debito, il quale resta ancora di difficile accesso per le PMI che stanno ancora attraversando un processo di risanamento, ma attraverso la liquidità acquisita attraverso i disinvestimenti di attività poco profittevoli effettuati ad un primo stadio. È dunque confermata la tesi di Robbins e Pearce, secondo cui le aziende che affrontano la crisi effettuando dapprima una riduzione dei costi e degli *assets* e reinvestendo successivamente le risorse acquisite per lo sviluppo aziendale, sono quelle che riscontrano un maggior successo nel *turnaround* aziendale.

I risultati ottenuti e commentati in questo elaborato sono basati principalmente sull'analisi dei bilanci pubblici presenti nel database AIDA di Bureau Van Dijk: utilizzando questi risultati come base di partenza, sarebbe interessante integrare la panoramica sull'evoluzione delle aziende in crescita appoggiandosi alle note integrative ed alle relazioni sulla gestione delle aziende che sono tornate a crescere, per supportare l'analisi numerica con dati gestionali che raccontino quali sono i futuri obiettivi dell'azienda e quali sono i mezzi individuati per il loro raggiungimento. Solo se gli obiettivi prefissati sono coerenti con la strategia aziendale e sono supportati con mezzi che permettano il loro efficace ed efficiente raggiungimento, la crescita aziendale è destinata a continuare in modo stabile nel tempo.

6 Appendice. Analisi descrittiva dell'evoluzione delle aziende in crisi

6.1.1.1 Tresoldi Metalli SRL

Nel secondo quinquennio l'azienda presenta un fatturato in continua decrescita. Solo nel 2015 si verifica una leggera ripresa del 3%, non sufficiente per poter intravedere una spia di crescita aziendale. L'EBITDA presenta un andamento instabile: cresce tra il 2011 ed il 2012, decresce tra il 2012 ed il 2013, torna a crescere nel 2014 ma presenta un calo dell'86% nel 2015: ciò significa che l'incidenza dei costi della gestione caratteristica è instabile e non è in grado di generare una redditività equilibrata nel tempo. In generale, si può dire che ad oggi l'azienda non sia ancora tornata alla creazione di valore. Il lato dell'attivo patrimoniale, dopo un'iniziale diminuzione, presenta una continua crescita. Il totale dei debiti, che aveva toccato nel 2010 l'apice di 60 milioni, subisce nell'arco dei cinque anni una riduzione di circa 10 milioni. Il patrimonio netto ed il capitale sociale non subiscono variazioni rilevanti nell'arco del quinquennio.

6.1.1.2 Schuco International Italia SRL

Nel secondo quinquennio l'azienda presenta un fatturato in continua decrescita: nel 2010 i ricavi oltrepassavano i 200 milioni, mentre nel 2015 hanno toccato i minimi di circa 65 milioni. Anche l'EBITDA presenta una consistente decrescita, riducendosi proporzionalmente rispetto al fatturato. In definitiva, l'azienda sta ancora attraversando una fase di forte decrescita. Le immobilizzazioni immateriali sono drasticamente decresciute: dai 2592 milioni del 2011, si arriva ai 164 milioni del 2015. Le immobilizzazioni materiali si mantengono invece stabili nel tempo. Il risultato finale è un dimezzamento del totale attivo tra il 2010 ed il 2015, dovuto principalmente al disinvestimento di immobilizzazioni materiali. Anche i debiti si riducono in maniera consistente: da circa 80 milioni di debito nel 2010, si arriva ad un debito di poco più di 10 milioni nel 2015. Il patrimonio netto è in leggera decrescita ed il capitale sociale e la proprietà non subiscono variazioni.

6.1.1.3 Grafica Veneta SpA

All'inizio del secondo quinquennio l'azienda presenta fatturati simili a quelli degli esercizi precedenti. Nel 2015 però si verifica un aumento del fatturato del 18% rispetto all'esercizio precedente. I valori dell'EBITDA non crescono però proporzionalmente al fatturato e risultano ridotti rispetto al triennio precedente, evidenziando un'alta incidenza dei costi operativi. Dal lato dell'attivo di stato patrimoniale emerge un ingente investimento in immobilizzazioni

immateriali nell'ultimo quinquennio, mentre le immobilizzazioni materiali si riducono. Il totale attivo cresce di circa 5 milioni nell'arco di 5 anni. L'andamento dei debiti è instabile, dimostrando un maggiore ricorso al debito a breve termine. Il patrimonio netto ed il capitale sociale rimangono stabili nel tempo.

6.1.1.4 Trops SpA

Dopo un continuo calo del fatturato tra il 2011 ed il 2014, questo torna a crescere dell'11% nel 2015, riportandosi ai valori del 2010. L'EBITDA, che nel 2013 era addirittura negativo, si riprende nei due anni successivi riportandosi anch'esso ai valori iniziali. Nel 2010 si verificano ingenti investimenti in immobilizzazioni immateriali, che ne raddoppiano l'entità rispetto all'esercizio precedente. Tali immobilizzazioni si mantengono poi stabili nel tempo. Non si verificano invece cambiamenti nelle immobilizzazioni materiali. Il risultato finale è un aumento del totale attivo nel 2010, che decresce poi in maniera ridotta. Il totale dei debiti si riduce di circa un terzo tra il 2010 ed il 2015, mentre il patrimonio netto ed il capitale sociale non presentano cambiamenti.

6.1.1.5 Area Impianti SpA

Il fatturato dell'azienda continua a decrescere fino al 2012 per poi mantenersi stabile fino al 2014. Nel 2015 si registra però un fatturato in crescita del 233% rispetto all'anno precedente. Questo risultato non è supportato da una crescita proporzionale dell'EBITDA, che anzi nel 2015 decresce del 35% rispetto all'anno precedente. Rispetto al triennio precedente, l'azienda dismette circa l'80% delle proprie immobilizzazioni immateriali, investendo invece sulle immobilizzazioni materiali, che essendo pari a poco più di 1 milione nel 2010, superano i 13 milioni nel 2015. Il risultato finale è una crescita del totale attivo nel biennio 2014-2015, supportata da un incremento proporzionale del totale debiti. Il capitale sociale non presenta cambiamenti.

6.1.1.6 The Space Cinema 3 SRL

Il fatturato continua a decrescere fino al 2014, ma presenta una crescita del 9% tra il 2014 ed il 2015. Anche l'EBITDA presenta una tendenza alla crescita nel 2015, dopo una sequenza di crescita e decrescita negli anni precedenti. Le immobilizzazioni immateriali si mantengono eguali nel tempo, mentre quelle materiali, in cui nel 2011 erano investiti poco più di 10 milioni, si riducono a circa 6 milioni nel 2015. Nell'ultimo biennio si registrano investimenti in immobilizzazioni finanziarie per circa un milione e mezzo, che compensano parzialmente l'andamento delle immobilizzazioni materiali, portando ad una minor decrescita il totale attivo.

Proporzionalmente, si riduce anche il totale dei debiti. Si registra un aumento del capitale sociale.

6.1.1.7 Padova Star SpA

I fatturati aziendali sono del tutto instabili nel quinquennio di riferimento: crescono del 1000% nel 2012, si annullano nel 2013 e poi tornano a livelli leggermente inferiori a quelli del 2012 nell'ultimo biennio. L'EBITDA, negativo fino al 2013, diviene positivo nel 2014 e presenta solo una leggera decrescita nel 2015. Sul lato dell'attivo di stato patrimoniale si riscontrano investimenti nelle immobilizzazioni immateriali a partire dal 2012. Si verificano investimenti anche nelle immobilizzazioni materiali, che raddoppiano rispetto al triennio precedente. Il risultato è, a partire dal 2012, il raddoppio degli investimenti in attivo patrimoniale; gli investimenti sono supportati, nello stesso periodo, da un incremento del debito di egual proporzione. Nel 2013 si verificano anche incrementi di capitale proprio per 700.000€.

6.1.1.8 Scilm SpA

I fatturati aziendali decrescono, seppur leggermente fino al 2013, ma tornano a crescere di quasi il 20% nel biennio successivo. Anche l'EBITDA segue l'andamento del fatturato, crescendo abbondantemente nel 2014 e 2015. Le immobilizzazioni immateriali crescono nello stesso biennio, mentre le immobilizzazioni materiali, decrescono per tutto il quinquennio. Il risultato è una compensazione dei due effetti che mantiene il totale attivo stabile nel quinquennio di riferimento. Anche sul fronte del debito non si verificano particolari cambiamenti in aumento o diminuzione ed il capitale sociale e la proprietà non cambiano.

6.1.1.9 Gaetano Paolin SpA

Il fatturato continua a decrescere fino al 2014, ma presenta una crescita del 66% nel 2015. La stessa tendenza si verifica sull'EBITDA, che cresce del 18% lo stesso anno. Le immobilizzazioni, di ammontare irrisorio rispetto alle dimensioni aziendali, non variano nel quinquennio di riferimento. Le immobilizzazioni materiali decrescono invece nel quinquennio sia a causa degli ammortamenti sia a causa di disinvestimenti: il risultato è una decrescita del totale delle attività, che nel 2015 risultano dimezzate rispetto al 2010. Anche i debiti presentano lo stesso andamento: superavano i 30 milioni nel 2010 e sono pari a circa 15 milioni nel 2015. Il capitale sociale e il patrimonio netto, infine, non presentano variazioni.

6.1.1.10 Mella SRL

Il fatturato aziendale, che presenta andamenti altalenanti fino al 2013, cresce del 15% nel 2014 e poi dell'11% nel 2015; la crescita dell'ultimo biennio è confermata anche dall'andamento positivo, seppur in misura minore, dell'EBITDA. Sempre dal 2014, si registrano investimenti

in immobilizzazioni immateriali che le portano da un valore di circa 50.000€ ad un valore di più di 300.000€. Gli investimenti in immobilizzazioni materiali si verificano invece già dal 2010 e l'andamento di questa partita diminuisce negli anni successivi solo dell'importo degli ammortamenti. Il totale attivo, composto prevalentemente da attivo circolante, cresce di circa 10 milioni tra il 2010 ed il 2011, ma viene poi disinvestito per 20 milioni nei cinque anni successivi. Lo stesso andamento è presentato dal debito, prevalentemente a breve termine. Nel 2013 si verifica un aumento di capitale sociale, senza però che questo sia accompagnato dall'entrata di nuovi azionisti.

6.1.1.11 IVM SpA

L'entità dei fatturati cala notevolmente tra il 2011 ed il 2013, anno in cui comincia una rapida crescita che riporta il fatturato ai livelli iniziali. Tra il 2014 ed il 2015 però, il fatturato cala circa del 20%. Nonostante quest'inversione di rotta, l'EBITDA presenta un andamento in continua crescita dal 2012 al 2015. Nel 2015 si verificano i primi investimenti in immobilizzazioni immateriali, che erano quasi del tutto nulli negli anni precedenti. Gli investimenti in immobilizzazioni materiali avvengono invece già nel 2011 e tendono poi a stabilizzarsi e a decrescere gradualmente a causa degli ammortamenti. Nel quinquennio di riferimento si verificano anche investimenti in immobilizzazioni finanziarie, che erano nulle nel triennio precedente. Il risultato è un aumento di circa 10 milioni del totale delle attività nell'arco del quinquennio. Dal lato dei debiti invece, si registra un continuo ma graduale aumento, per un totale di 10 milioni di debito nell'arco di cinque anni. Non si registrano cambiamenti riguardanti la proprietà.

6.1.1.12 Autobase SRL

Il fatturato aziendale è in continua crescita tra il 2012 ed il 2015. Anche l'EBITDA, che nel 2012 e nel 2013 aveva raggiunto livelli negativi, torna a crescere nel biennio successivo assecondando la crescita del fatturato. Le immobilizzazioni immateriali presentano valori irrisori; le immobilizzazioni materiali, mantenutesi stabili fino al 2014, subiscono una spinta di un milione nel 2015. Il totale attivo cresce di 5 milioni nell'arco del quinquennio, supportando la crescita aziendale ed il debito contratto cresce gradualmente a supporto degli investimenti. Il patrimonio netto ed il capitale sociale non subiscono cambiamenti.

6.1.1.13 Cimolai Technology

Il fatturato è in crescita fino al 2014, anno in cui subisce una decrescita del 44%. Nel 2015 però un aumento dell'85% lo riporta ai livelli raggiunti in precedenza. L'EBITDA, in crescita fino al 2014, presenta invece un andamento negativo tra il 2014 ed il 2015. Le immobilizzazioni sia

materiali sia immateriali non subiscono grandi cambiamenti nel corso del quinquennio, ma il totale attivo aumenta drasticamente a partire dal 2013: gli investimenti aziendali sono quindi stati indirizzati in capitale circolante. Anche il debito aumenta visibilmente dal 2013, e partendo da un valore di 25 milioni, arriva nel 2015 a pesare 100 milioni in più, a supporto degli investimenti in circolante effettuati. Il patrimonio netto cresce ingentemente nel corso del quinquennio, ma il capitale sociale non cambia.

6.1.1.14 Inarca SpA

Il fatturato resta stabile nell'arco di tutto il quinquennio, crescendo del 5% solo nel 2015. L'EBITDA asseconda l'andamento del fatturato, ma nel 2015 cresce fino al 15%. Le immobilizzazioni immateriali diminuiscono nell'arco del quinquennio: un temporaneo investimento nel 2013 si riduce poi ad un valore di soli 33.000€, contro un valore di oltre 300.000€ nel 2008. Vengono invece effettuati investimenti per 3 milioni in immobilizzazioni materiali nel 2013, ma nel 2015 il valore di tali attività è tornato ai livelli iniziali. Aumentano invece le immobilizzazioni finanziarie: il risultato finale è una crescita seppur graduale del totale delle attività. Il debito si mantiene invece stabile nel periodo di riferimento, così come il capitale sociale ed il patrimonio netto.

6.1.1.15 Li.Vi.Or. SpA

Il fatturato della società è in continua decrescita durante tutto il quinquennio, e solo nell'ultimo esercizio non subisce ulteriori diminuzioni. L'EBITDA presenta invece un andamento differente: decresce fino al 2013 ma cresce nei due esercizi successivi; ciò potrebbe essere sintomo di una diminuzione del peso dei costi operativi. Le immobilizzazioni immateriali diminuiscono durante tutto il periodo di riferimento: erano superiori ai 300000€ nel 2008 ma superano di poco i 50000€ nel 2015. Le immobilizzazioni materiali mantengono invece il loro valore inalterato nel tempo, e lo stesso andamento presenta il totale delle attività. L'azienda opera invece una consistente riduzione del debito, che era pari a 10 milioni nel 2008 e vale poco meno di 5 milioni nel 2015. Patrimonio netto e capitale sociale non presentano variazioni.

6.1.1.16 Trivending SpA

Nel quinquennio di riferimento, il fatturato continua a decrescere. L'EBITDA invece, presenta un andamento instabile: decresce fino al 2012, cresce tra il 2012 ed il 2014, ma cala di nuovo del 17% nel 2015, suggerendo un'incidenza imprevedibile e variabile dei costi operativi. Le immobilizzazioni diminuiscono leggermente nell'arco dei 5 anni a causa degli ammortamenti. Sono stati invece effettuati investimenti in immobilizzazioni materiali nel 2012. Il totale delle attività, cresciuto ingentemente nel 2009-2010, decresce poi lungo l'arco di tutto il periodo

analizzato; lo stesso accade al totale dei debiti, che nel 2010 era aumentato ingentemente fino a raggiungere i 15 milioni, ma nel 2015 si assesta a poco meno di 10 milioni. Il capitale sociale non varia.

6.1.1.17 Belvest SpA

Il fatturato aziendale è in crescita per tutto il quinquennio. Lo stesso andamento è seguito dall'EBITDA, la cui crescita segue tassi particolarmente elevati e che, essendo negativo per un milione e mezzo nel 2011, arriva ad un milione e mezzo nel 2015. Le immobilizzazioni immateriali sono per la maggior parte disinvestite: superavano gli 800.000€ nel 2008 e sono pari a poco più di 30.000€ nel 2015. Le immobilizzazioni materiali decrescono leggermente solo a causa degli ammortamenti. Il totale attivo si mantiene a livelli stabili per tutto il periodo di riferimento. Lo stesso comportamento segue il totale dei debiti, che crescono di 3 milioni tra il 2010 ed il 2011, ma poi si mantengono eguali nei cinque anni successivi. Il patrimonio netto, diminuisce rispetto al primo triennio. Il capitale sociale, infine, non presenta variazioni.

6.1.1.18 Cbelux SpA

Il fatturato aziendale, in calo nel 2012, cresce solo nel 2013, e torna a decrescere nell'ultimo biennio. L'EBITDA presenta un andamento differente, crescendo sempre tranne che nel 2014. Le immobilizzazioni immateriali, in cui si era investito nel 2009, decrescono lungo tutto il quinquennio, e solo nel 2015 si effettuano nuovi investimenti. Anche le immobilizzazioni materiali, di piccola entità, presentano lo stesso andamento appena descritto. Spicca la ridotta rilevanza delle immobilizzazioni rispetto al totale dell'attivo: ciò significa che quasi la totalità degli investimenti vengono effettuati in capitale circolante. A sostegno di questi investimenti a breve termine si colloca un totale dei debiti, in aumento soprattutto nel 2015. Il capitale sociale ed il patrimonio netto si mantengono stabili.

6.1.1.19 Igepa Italia SRL

Sin dal 2013, l'azienda presenta fatturati crescenti in misura dapprima ridotta e nell'ultimo biennio in misura pari ad almeno il 50%. L'EBITDA presenta un andamento opposto: decresce lungo tutto il quinquennio e presenta sempre risultati negativi: ciò significa che i costi operativi incidono in maniera ingente su fatturato, e lo fanno in misura sempre crescente.

Le immobilizzazioni materiali e immateriali hanno in questo caso una scarsa se non nulla rilevanza, in quanto valgono poche migliaia di euro ciascuna, su un totale attivo in netta crescita nel quinquennio e pari a 10 milioni nel 2015. Gli investimenti aziendali sono quindi stati indirizzati totalmente sull'attivo circolante. Il debito, a partire dal 2013, cresce ingentemente e

di pari passo rispetto agli investimenti effettuati. Patrimonio netto e capitale sociale non subiscono variazioni.

6.1.1.20 Pavan Spa

L'andamento del fatturato nel periodo di riferimento è instabile: dapprima decresce, poi cresce e ripete il ciclo, sempre con variazioni tra il 4 e l'8%. L'EBITDA presenta la stessa tendenza, anche se con variazioni più accentuate, che dimostrano l'incidenza variabile e dei costi operativi. Le immobilizzazioni immateriali sono del tutto irrilevanti, mentre le immobilizzazioni materiali, anch'esse d'importo contenuto, decrescono lungo l'arco del quinquennio. Il totale attivo, costituito per lo più da attivo circolante, non subisce variazioni. La stessa dinamica si replica dal lato dei debiti aziendali. Anche il patrimonio netto ed il capitale sociale non subiscono variazioni rilevanti.

6.1.1.21 Canale Italia SRL

Il fatturato aziendale è in continua crescita: dapprima la crescita è più accentuata (39% tra il 2011 ed il 2012), poi si verifica un rallentamento (6% tra il 2014 ed il 2015). L'EBITDA aziendale ha invece un andamento instabile nel corso del quinquennio ma ritorna pari ai livelli del triennio precedente nel 2015. Nel 2015 si verificano elevati investimenti in immobilizzazioni immateriali, che passano da un valore di meno di un milione degli anni precedenti ad un valore di oltre 25 milioni. Non si riscontrano invece cambiamenti nelle immobilizzazioni immateriali. Il totale delle attività non subisce variazioni in aumento tra il 2014 ed il 2015: ciò significa che agli ingenti investimenti in immobilizzazioni immateriali corrispondono disinvestimenti di circolante utili per il finanziamento. Il debito infatti non aumenta nel 2015, ma diminuisce di circa 5 milioni. Nel 2012 si verifica un'ingente ricapitalizzazione aziendale, per un valore di più di 25 milioni: la ricapitalizzazione non è accompagnata da un cambiamento nella struttura della proprietà.

6.1.1.22 Gea SRL

Il fatturato aziendale, dopo una prima decrescita, si riporta negli ultimi esercizi ai livelli del primo triennio. L'EBITDA presenta invece una tendenza alla crescita che può indicare una minore incidenza sui costi operativi e quindi il raggiungimento di una migliore efficienza complessiva. Le immobilizzazioni sono nel complesso cresciute rispetto al triennio precedente, ma non hanno importi rilevanti per l'evoluzione aziendale. Le immobilizzazioni materiali si mantengono stabili e decrescono solo a causa degli ammortamenti. Il totale dell'attivo, costituito per il 50% da immobilizzazioni finanziarie, resta stabile. Il debito si riduce nel tempo, mentre patrimonio netto e capitale sociale non presentano variazioni rilevanti.

6.1.1.23 Comunica Spa

La decrescita del fatturato continua fino al 2014, anno in cui si verifica una ripresa del 20% che riporta il fatturato ai valori del 2008; i ricavi si mantengono poi stabili nel 2015. L'EBITDA, invece, presenta un andamento instabile, alternando esercizi di forte crescita ad esercizi di pensante decrescita. Le immobilizzazioni immateriali hanno valori irrilevanti per influenzare l'evoluzione aziendale. Le immobilizzazioni materiali, anch'esse di valore assai contenuto, rimangono costanti nell'arco del quinquennio. Il totale attivo, composto quasi esclusivamente da attivo circolante, si mantiene costante tra il 2011 ed il 2014, ma cresce di 2 milioni nell'ultimo anno. Identico a quello del totale delle attività è l'andamento del debito, prevalentemente a breve termine, che sostiene gli investimenti a breve effettuati nell'esercizio. Nel 2014 si verifica anche un aumento di capitale.

6.1.1.24 Givas SRL

Dopo la decrescita del 2011-2012, il fatturato aziendale torna a crescere e si posiziona sui livelli del triennio precedente nel 2015. L'entità dell'EBITDA, invece, si riduce gravemente fino ad essere pari ad 1/4 dell'EBITDA del triennio precedente. Le immobilizzazioni immateriali hanno valori irrilevanti per influenzare l'evoluzione aziendale. Le immobilizzazioni materiali decrescono lungo il quinquennio a causa degli ammortamenti, senza che vi siano ulteriori investimenti. Il totale attivo, anche questa volta, è composto per la quasi totalità da attivo circolante (circa 10 milioni sui 13 milioni calcolati nel 2015). Il debito segue una tendenza alla diminuzione. Patrimonio netto e capitale sociale, infine, non presentano variazioni.

6.1.1.25 Kosmo SRL

Il fatturato aziendale è in crescita fino al 2014, ma diminuisce del 4% nel 2015. L'EBITDA attraversa una fase di decrescita nella prima parte del quinquennio ma nel 2015 arriva a superare i livelli raggiunti nel triennio precedente. Le immobilizzazioni immateriali e materiali sono di ammontare contenuto ma presentano una tendenza alla crescita lungo l'arco del quinquennio. Anche il totale attivo, composto per lo più da attivo circolante, cresce lungo tutto il periodo di riferimento fino a raddoppiare di dimensione rispetto al triennio precedente. Lo stesso andamento segue il totale dei debiti, che restano pari a poco più di 1 milione fino al 2012 ma diventano pari a circa 4 milioni a partire dal 2013. Patrimonio netto e capitale sociale non presentano cambiamenti.

6.1.1.26 Frabo SRL

L'andamento dei ricavi non è lineare e alterna esercizi di crescita ad esercizi di decrescita: nel complesso però, l'entità del fatturato risulta diminuita quasi del 20%. Anche l'EBITDA

presenta un andamento instabile, ma nel complesso cresce rispetto al triennio precedente. L'attivo immobilizzato è quasi del tutto inesistente, e le attività circolanti presentano una tendenza alla decrescita. Il debito totale, che presenta valori simili a quelli dell'attivo, segue anch'esso una tendenza alla decrescita. Il patrimonio netto ed il capitale sociale non subiscono variazioni.

6.1.1.27 Prefabbricati Zanon SRL

Il fatturato aziendale continua a peggiorare fino al 2013; a partire dal 2014 inizia invece a crescere in percentuali rilevanti. Questa tendenza alla crescita aziendale è confermata dall'andamento dell'EBITDA, il quale, sebbene abbia avuto *drop* consistenti fino al 2013, presenta percentuali di crescita altrettanto rilevanti a partire dal 2014, arrivando nel 2015 agli stessi livelli ottenuti nel triennio precedente. Le immobilizzazioni immateriali, pari a circa un milione nel 2008, sono totalmente disinvestite nell'arco dei sette anni successivi. Le immobilizzazioni materiali, invece, si mantengono stabili e decrescono lievemente solo a causa degli ammortamenti. Anche il totale delle attività non presenta rilevanti cambiamenti, ma aumenta nel 2015 per investimenti in attivo circolante. Il debito, di importo abbastanza contenuto rispetto alle attività detenute, non cambia nel corso del quinquennio. Anche il patrimonio netto ed il capitale sociale restano invariati.

6.1.1.28 Metal's SpA

Il fatturato aziendale cresce lungo tutto il quinquennio e, partendo da un valore di circa 9 milioni, supera i 13 milioni nel 2015. Lo stesso andamento è seguito dall'EBITDA, che raggiunge valori negativi nel 2011, ma torna ai livelli del 2008 nel 2015. Le immobilizzazioni immateriali, materiali e finanziarie crescono per tutto il quinquennio, dimostrando una propensione dell'azienda a investire per sostenere la crescita. Anche il totale attivo, costituito per lo più da attivo circolante, presenta una tendenza alla crescita. I debiti seguono lo stesso andamento di crescita delle attività, per finanziare gli investimenti effettuati. Il patrimonio netto ed il capitale sociale non presentano variazioni.

6.1.1.29 Beton Candeo SRL

Il fatturato aziendale continua la sua fase di decrescita lungo tutto il quinquennio; la stessa tendenza è presentata dall'EBITDA, che dopo la ripresa del 2012, crolla nuovamente. Le immobilizzazioni immateriali, poco incidenti rispetto al totale delle attività, decrescono nei 5 anni considerati. Le immobilizzazioni materiali si mantengono invece stabili e decrescono solo a causa degli ammortamenti. A partire dal 2014 si verificano ingenti investimenti in immobilizzazioni finanziarie, che nel 2015 arrivano a pesare 1/3 del fatturato. Da 30 milioni di

attività detenute nel 2008, l'azienda arriva a detenere circa 39 milioni di attivo nel 2013, ma disinveste 5 milioni nei due anni successivi. Il debito invece continua a crescere anche nell'ultimo esercizio. Il capitale sociale aumenta considerevolmente nel 2013, ed il patrimonio netto aumenta di pari passo, ad indicare l'entrata di un nuovo azionista.

6.1.1.30 Caccaro SRL

Il fatturato aziendale diminuisce nel complesso rispetto al triennio precedente, attraversando nel secondo quinquennio un periodo di instabilità che alterna crescita e decrescita. Lo stesso andamento è presentato dall'EBITDA, anche se in misura inferiore. Le immobilizzazioni immateriali non hanno alcuna incidenza sul totale dell'attivo, mentre le immobilizzazioni materiali, che rappresentano circa 1/5 del totale attivo, sono stabili e decrescono solo a causa degli ammortamenti. Lo stesso andamento è riscontrabile nel totale delle attività. Anche il totale del debito presenta una tendenza alla graduale diminuzione. Infine, il capitale sociale non cambia ed il patrimonio netto presenta una graduale crescita.

6.1.1.31 A.P.P. Italia SRL

Il fatturato aziendale continua a decrescere lungo tutto il secondo quinquennio; l'EBITDA, invece, presenta un andamento instabile caratterizzato da elevate percentuali di crescita e decrescita da un anno all'altro e da una crescita nel 2015 che lo porta a raddoppiare rispetto ai livelli del primo triennio. L'azienda non sostiene investimenti in immobilizzazioni, che nel loro totale hanno un importo del tutto irrilevante rispetto al totale attivo. Il totale delle attività, quasi coincidente con l'attivo circolante, presenta una forte tendenza alla decrescita e quindi al disinvestimento: da un totale di circa 19 milioni nel 2011, si riduce a poco più di 12 milioni nel 2015. Anche il debito, del resto diminuisce nella stessa proporzione e passa da circa 18 a circa 10 milioni. Il capitale sociale si mantiene costante e il patrimonio netto aumenta.

6.1.1.32 O.M.V.L. SpA

Il fatturato aziendale decresce nel complesso del 50% rispetto ai valori ottenuti nel 2010; questa tendenza alla decrescita aziendale è confermata dall'EBITDA, che nel 2014 raggiunge un valore fortemente negativo e presenta solo una leggera ripresa nel 2015. Le immobilizzazioni immateriali e quelle materiali, poco incidenti rispetto al totale dell'attivo, decrescono lungo tutto il quinquennio a causa di ammortamenti e piccoli disinvestimenti. Anche l'attivo circolante viene parzialmente disinvestito: il risultato finale è una riduzione del totale attivo del 45% dal 2008 a oggi. Il debito, di valore ridotto rispetto agli investimenti effettuati, diminuisce nel 2011 e si mantiene poi costante per tutto il quinquennio. Il patrimonio netto diminuisce a causa dell'erosione delle riserve disponibili ed il capitale sociale non subisce variazioni.

6.1.1.33 Camporese Macchine Grafiche SpA

Il fatturato aziendale è particolarmente instabile durante tutto il quinquennio: dopo un crollo del 40% tra il 2010 ed il 2011, attraversa una fase di crescita che lo riporta ai livelli iniziali nel 2014; nel 2015, però diminuisce di nuovo del 45%. Identico è l'andamento dell'EBITDA, che dopo essersi considerevolmente ridotto nel 2011, cresce fino al 2014 ma diminuisce del 65% nel 2015. Le immobilizzazioni materiali e immateriali poco incidenti sul totale attivo, subiscono una lieve spinta nel 2012, ma decrescono gradualmente nei quattro anni successivi. Anche le immobilizzazioni finanziarie, che fino al 2010 avevano un valore ridotto, crescono nel 2012 fino a raggiungere un milione e si mantengono poi stabili. Il totale attivo presenta un andamento diverso e cresce gradualmente durante tutto il periodo, a dimostrazione di una maggior propensione ad investire a breve termine. Il debito non subisce rilevanti cambiamenti, il capitale sociale non varia ed il patrimonio netto cresce gradualmente lungo il quinquennio.

6.1.1.34 Mion SpA

Il fatturato aziendale continua la sua fase di decrescita fino al 2012, ma torna a crescere, seppur lievemente, dal 2014. L'EBITDA inizia prima la sua fase di crescita, iniziando ad aumentare già tra il 2011 ed il 2012. Le immobilizzazioni immateriali sono di importo ridotto e vengono quasi del tutto disinvestite lungo il quinquennio. Le immobilizzazioni materiali, che rappresentano circa 1/3 del totale attivo, restano stabili e decrescono solo causa degli ammortamenti. A partire dal 2014 si effettuano investimenti per un milione in immobilizzazioni finanziarie. Il totale attivo infine, non presenta rilevanti cambiamenti. Il debito, di importo ridotto rispetto agli investimenti effettuati, decresce ulteriormente durante il quinquennio. Patrimonio netto e capitale sociale non subiscono variazioni.

6.1.1.35 Aps Holding SpA

Il fatturato aziendale continua la fase di forte decrescita: è pari a circa 27 milioni nel 2010 e diminuisce fino a circa 8 milioni nel 2015. L'EBITDA presenta la stessa, e nel 2015 risulta dimezzato rispetto al 2010. Il 2015 è anche l'anno in cui le immobilizzazioni immateriali, prima di importo superiore ad un milione, vengono quasi totalmente disinvestite. Le immobilizzazioni materiali vengono disinvestite per circa 20 milioni tra il 2010 ed il 2015. Le immobilizzazioni finanziarie, anch'esse di importo considerevole, diminuiscono di più di 5 milioni nell'arco del quinquennio ed il totale delle attività diminuisce di quasi 50 milioni tra il 2008 ed il 2015. Anche il debito presenta una tendenza alla diminuzione, mantenendo comunque un importo elevato. Si registrano infine cambiamenti nel capitale sociale, con un incremento di 8 milioni nel 2012.

6.1.1.36 Finma SpA

Il fatturato aziendale attraversa fasi di crescita e di decrescita durante il secondo quinquennio, ma si mantiene nel complesso attorno ai valori del triennio precedente. Anche il fatturato si mantiene nel complesso eguale, nonostante le crescite e decrescite. Le immobilizzazioni materiali restano costanti lungo tutto il periodo, mentre ingenti investimenti vengono effettuati in immobilizzazioni finanziarie: nel 2011 infatti, queste crescono di circa 10 milioni e si mantengono poi costanti. Il totale delle attività diminuisce di 3 milioni negli ultimi 3 anni. Il debito presenta valori particolarmente ridotti, e dopo una crescita nel 2012, torna ai valori iniziali entro il 2015. Il capitale sociale non subisce variazioni, mentre il patrimonio netto diminuisce di 4 milioni nel 2013 e si mantiene poi costante fino al 2015.

6.1.1.37 Orogroup SpA

I livelli di fatturato si mantengono simili fino al 2015, anno in cui si verifica una crescita del 43%. L'EBITDA presenta un andamento diverso e continua la propria decrescita fino a raggiungere livelli negativi nel 2014; nel 2015, nonostante un lieve miglioramento, l'EBITDA resta ancora negativo. Le immobilizzazioni immateriali e materiali presentano valori irrisori: le immobilizzazioni finanziarie rappresentano invece circa i 2/3 dell'attivo totale fino al 2014, ma vengono disinvestite nel 2015, passando da un valore di circa 19 milioni a poco meno di 4 milioni. Anche il totale attivo, che era cresciuto fino al 2014, risente dei disinvestimenti in immobilizzazioni e dimezza il proprio valore tra il 2014 ed il 2015. Il patrimonio netto, dopo aver attraversato una fase di crescita nella prima parte del quinquennio, diventa negativo per 5 milioni nel 2015. Lungo il quinquennio vengono effettuate diverse ricapitalizzazioni, l'ultima delle quali avviene proprio nel 2015 per un importo di circa 4 milioni.

6.1.1.38 Five SpA

Il fatturato aziendale resta stabile durante tutto il secondo quinquennio. Anche l'EBITDA, dopo un breve periodo di crescita, diminuisce e si riporta agli stessi valori del triennio precedente. Non viene effettuato nessun investimento in immobilizzazioni immateriali, mentre le immobilizzazioni materiali decrescono gradualmente a causa degli ammortamenti. Il totale attivo presenta una tendenza alla decrescita graduale, passando da un valore di circa 15 milioni nel 2008 ad un valore di circa 12 milioni nel 2015. Anche il debito diminuisce proporzionalmente rispetto alle attività, passando da un valore di circa 6 milioni nel 2008 ad un valore di poco più di 2 milioni nel 2015. Il patrimonio netto ed il capitale sociale non presentano variazioni.

6.1.1.39 Beding SpA

Il fatturato aziendale, nullo fino al 2013, diventa positivo a partire dal 2014. Come conseguenza, l'EBITDA presenta valori negativi fino al 2013, e solo successivamente inizia a crescere ed a raggiungere valori positivi. Sempre dal 2014, vengono effettuati investimenti in immobilizzazioni immateriali e soprattutto materiali, entrambe inesistenti negli esercizi precedenti. Anche gli investimenti in immobilizzazioni finanziarie crescono durante il quinquennio. Il risultato è che il totale attivo, pari fino al 2013 a circa 2 milioni, raggiunge i 20 milioni nel 2014 e si mantiene eguale nel 2015. Per sostenere questi investimenti, cresce anche il debito, soprattutto nel 2015, ma in maniera meno che proporzionale. Il 2014 è anche l'anno in cui viene effettuata una ricapitalizzazione aziendale, coincidente con il cambiamento della struttura proprietaria: se fino al 2013 il socio di maggioranza deteneva il 70% della proprietà ed il restante 30% era nelle mani di un secondo socio, proprio quest'ultimo diventa socio unico a partire dal 2014.

6.1.1.40 Cav. Nico Velo e Fll.i SpA

Il fatturato aziendale non subisce flessioni o aumenti rilevanti nell'arco del secondo quinquennio. L'EBITDA invece, attraversa un periodo di alta instabilità e nel complesso si riduce del 50% rispetto al triennio precedente. Le immobilizzazioni immateriali aumentano, anche se in misura ridotta, a partire dal 2012, mentre le immobilizzazioni materiali aumentano già dal 2011, crescendo di circa 2 milioni nell'arco del quinquennio. Le immobilizzazioni finanziarie, che rappresentano circa la metà delle attività aziendali, diminuiscono di quasi 7 milioni rispetto al triennio precedente. Il risultato finale è una diminuzione di circa 5 milioni nel totale attivo, costituito per la quasi totalità da attivo immobilizzato. Il debito, di ammontare particolarmente ridotto rispetto agli investimenti, si mantiene invariato per tutto il periodo. Il capitale sociale si mantiene invariato ed il patrimonio netto registra una diminuzione di circa 5 milioni in 5 anni.

7 Bibliografia

BARKER III, V., DUHAIME, I., 1997. *Strategic change in the turnaround process: theory and empirical evidence*. Strategic Management Journal, Vol 18.

DANOVI, A., 2003. *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*. Milano: Giuffrè Editore.

FALINI A., 2011. *La crisi d'impresa e le sue cause: un modello interpretativo*. Paper del Dipartimento di economia aziendale dell'Università degli Studi di Brescia, n.125.

GUATRI, L., 1986. *Crisi e risanamento delle imprese*. 1° Ed. Milano: Giuffrè Editore.

JOHNSON, G., WHITTINGTON, R., SCHOLTS, K., 2014. Edizione italiana a cura di Paci, A. *Strategia aziendale*. 1° Ed. Milano: Pearson Italia.

ROBBINS, K., PEARCE D., 1992. *Turnaround: Retrenchment and Recovery*. Strategic Management Journal, Vol 13, No.4.

SLATTER, S., LOVETT, D., 1999. *Corporate Turnaround. Managing companies in distress*. 1° Ed. Harmondsworth: Penguin Books.

SÒSTERO, U., FERRARESE, P, MANCIN, M. MARCON, C., 2016. *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*. 2° Ed. Milano: Giuffrè Editore.

SOTTORIVA, C., 2012. *Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali*. 1° Ed. Milano: Giuffrè Editore.

TEDESCHI-TOSCHI, A., 1993. *Crisi d'impresa tra sistema e management per un approccio allo studio delle crisi aziendali*. 1° Ed. Milano: Egea.

TUNISINI, A., PENCARELLI, T., FERRUCCI, L., 2014, *Economia e management delle imprese. Strategie e strumenti per la competitività e la gestione aziendale*. 1° Ed. Milano: Ulrico Hoepli Editore.