

**Arturo Gulinelli**

# **LA GESTIONE STRATEGICA E LA PREVENZIONE DELLA CRISI DI IMPRESA**

- **La gestione delle imprese nel nuovo contesto economico**
- **Modelli quantitativi e qualitativi per individuare la crisi di impresa**
- **L'analisi del vantaggio competitivo nella prevenzione della crisi**
- **I fattori positivi e critici nella gestione organizzativa e nel governo societario**

**Arturo Gulinelli**

# **LA GESTIONE STRATEGICA E LA PREVENZIONE DELLA CRISI DI IMPRESA**

- **La gestione delle imprese nel nuovo contesto economico**
- **Modelli quantitativi e qualitativi per individuare la crisi di impresa**
- **L'analisi del vantaggio competitivo nella prevenzione della crisi**
- **I fattori positivi e critici nella gestione organizzativa e nel governo societario**

## ***Arturo Gulinelli***

Esercita la professione di commercialista dal 1992 è partner dello Studio ASSE Avvocati e Commercialisti in Roma.

E' iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma ed è revisore legale dei conti.

Ha maturato una specializzazione in consulenza tributaria, in consulenza aziendale e in crisi di impresa. Oltre alla laurea in Scienze Economiche, ha conseguito un master universitario in etica economica (management e responsabilità sociale di impresa) e un master professionale in consulenza aziendale e direzionale. Nella sua lunga carriera ha svolto incarichi di consulente fiscale e aziendale per società di primaria importanza. E' relatore in convegni in ambito di economia aziendale e di crisi di impresa.

ISBN: 9788891643803

© Copyright 2020 Maggioli

Luglio 2020

[www.fiscoetasse.com](http://www.fiscoetasse.com)

**FISCO e TASSE**   
la tua guida per un fisco semplice

  
**MAGGIOLI**  
**EDITORE**

## Indice

<b>Introduzione .....</b>	<b>6</b>
<b>1. La gestione delle imprese nel nuovo contesto economico .....</b>	<b>7</b>
1.1 Le crisi e le mutate condizioni globali .....	7
1.2 La variabilità economica .....	10
1.3 L'importanza di saper prevedere i trend del futuro.....	12
<b>2. Modelli quantitativi e qualitativi per individuare la crisi di impresa .....</b>	<b>16</b>
2.1 l'analisi aziendale e la pianificazione strategica .....	16
2.2 Un modello quantitativo semplice.....	18
2.3 Il rischio degli investimenti, un altro modello quantitativo .....	21
2.4 Il livello di indebitamento ottimale.....	23
2.5 Un modello quantitativo più elaborato .....	27
2.6 le informazioni qualitative, gli indicatori previsti nell'ISA 570.....	28
2.7 La gestione dei rischi di impresa nella prevenzione della crisi.....	32
<b>3. L'analisi del vantaggio competitivo nella prevenzione della crisi.....</b>	<b>37</b>
3.1 Il vantaggio competitivo.....	37
3.2 La leadership di costo .....	41
3.3 Il vantaggio competitivo derivante dalla differenziazione .....	42
3.4 L'analisi della differenziazione dal lato della domanda .....	433
3.5 L'analisi della differenziazione dal lato dell'offerta .....	44
3.6 la catena del valore .....	45
3.7 La gestione delle risorse.....	47
<b>4. I fattori positivi e critici nella gestione organizzativa e nel governo societario .....</b>	<b>489</b>
4.1 L'organizzazione aziendale.....	489

4.2 il governo societario e la performance economica.....	50
4.3 La teoria economica tradizionale: i limiti del finance model.....	511
4.4 La stakeholder theory .....	544
4.5 La redditività delle società che dichiarano di essere socialmente responsabili .....	567
4.6 La reputazione attenua il rischio di impresa.....	578
<b>Conclusioni.....</b>	<b>60</b>
<b>Bibliografia e sitografia e letture che si consigliano .....</b>	<b>612</b>

## Introduzione

Quando si pensa alla prevenzione della crisi di impresa si fa riferimento spesso alla costruzione di modelli che portano alla tempestiva individuazione di eventuali anomalie nella redditività e nei deficit patrimoniali e finanziari.

In realtà, molto spesso, quando una società inizia ad avvertire i primi segni di crisi – tensioni finanziarie, ritardi nei pagamenti, calo del fatturato etc – la crisi è già in atto e ha avuto le prime vere manifestazioni molto tempo prima. Quindi, affrontare la crisi cercando di intercettarla nell'anomalia degli indici di bilancio o nel misurare l'entità del deficit economico o patrimoniale è certamente sbagliato, perché potrebbe essere troppo tardi.

Questo breve volume vuole porre l'attenzione sulla necessità di valutare costantemente le minacce e le opportunità con cui ogni imprenditore deve misurarsi quotidianamente. Alcuni argomenti saranno trattati con finalità divulgative senza particolari approfondimenti; ritenendo che la cosa più importante sia introdurre alcuni concetti e nuovi punti di vista che ciascuno potrà vedere e studiare in modo più dettagliato

Solo una approfondita conoscenza del contesto esterno in cui si opera e una continua analisi della propria impresa e delle sue performance, non solo economiche e non solo quantitative, possono consentire all'imprenditore, grande e piccolo, di conservare la continuità gestionale e la giusta e remunerativa profittabilità del business, o, al contrario, decidere di uscire dal mercato o entrare in nuovi settori.

Le crisi degli ultimi anni e la recente situazione di stallo generata dalla diffusione del coronavirus confermano palesemente che la gestione dell'impresa è ontologicamente soggetta a rischio e che per mitigare quest'ultimo e garantire la continuità serve una costante e profonda, più o meno articolata, analisi strategica della propria impresa.

Non ci sono altri modi per prevenire la crisi se non quello di sforzarsi di guardare avanti e oltre la propria finestra, distogliendo lo sguardo dalla quotidianità e immaginando cosa potrebbe accadere nel prossimo futuro.

# 1.

---

## La gestione delle imprese nel nuovo contesto economico

### 1.1 Le crisi e le mutate condizioni globali

La crisi economica del 2008 ha creato grandi difficoltà per le imprese in genere e in particolare per quelle che operano per il mercato interno, soprattutto nei paesi sviluppati.

La competizione internazionale e la globalizzazione hanno accentuato le crisi economiche e gli shock in giro per il mondo.

A seguito della grande crisi è cambiato il contesto economico e sociale in cui le imprese si trovano ad operare e a fare le spese della nuova "normalità" sono in particolar modo le piccole imprese che non hanno sistemi di gestione e previsione degli scenari futuri e che hanno risorse limitate da investire in capitale tecnologico e finanziario.

Le interconnessioni economiche tra i paesi e i vari sistemi finanziari sono, infatti, talmente diffuse da non rendere agevole la previsione di possibili shock e tensioni finanziarie, in specie se di ampie dimensioni.

Inoltre, in un'epoca caratterizzata dalla globalizzazione dei mercati e dall'ingresso di numerose imprese emergenti provenienti da paesi in via di sviluppo, caratterizzati da un costo del lavoro particolarmente basso, l'impresa deve tendere ad un'economicità della gestione cercando di generare ricavi ed evitare sprechi di risorse; allo stesso tempo non si possono ridurre gli investimenti per evitare di comprimere lo sviluppo futuro.

Il perseguimento dell'equilibrio economico diviene quindi ancor più rilevante in un mercato sempre più complesso ed incerto.

Considerato che oggi i margini di manovra sui prezzi di vendita sono particolarmente esigui, occorre contenere al massimo i costi, senza però ridurre il rapporto qualità/prezzo e deprimere eccessivamente gli investimenti in capitale umano e tecnologico.

Dal momento che la contabilità generale rileva, a posteriori, solo i fatti di gestione con lo scopo di mettere in luce il risultato economico ed il patrimonio di funzionamento, le imprese nel tempo sono

state sempre più portate ad affiancare ad essa una contabilità analitica che mette in luce, in particolare, il processo di formazione dei costi. Ora questo approccio non è più sufficiente e le imprese dovranno provare ad integrare sistemi, seppur adeguati alle proprie dimensioni, di previsione degli scenari e degli andamenti economici futuri.

Il controllo di gestione deve essere affiancato da opportune, per quanto semplificate, attività di analisi strategica al fine di garantire livelli minimi di previsione degli andamenti prospettici; ogni attività futura non può più prescindere da un'attenta verifica delle performance aziendali storiche e dall'analisi delle cause che hanno innescato l'eventuale declino.

Come anticipato la crisi economica è sempre riconducibile ad una molteplicità di fattori, tra cui:

- 1) Il prodotto o servizio offerto è in fase di declino;
- 2) L'innovazione tecnologica ha portato all'introduzione di prodotti non replicabili che creano vantaggi competitivi a favore delle aziende concorrenti;
- 3) Modifiche legislative introducono rigidità nella fase di produzione o distribuzione dei prodotti e servizi, oppure creano situazioni oligopolistiche che spazzano dal mercato le piccole imprese;
- 4) I mercati di sbocco sono maturi o la concorrenza è elevata e determina la contrazione dei margini e dei volumi;
- 5) La tecnologia richiede investimenti consistenti per innovare e migliorare il prodotto o rendere meno inquinanti i processi produttivi;
- 6) Aumento del costo delle materie prime che non può essere spostato sul prezzo dei prodotti e che genera contrazione della profittabilità.

Altre situazioni imprevedibili ed endogene possono determinare la crisi di impresa, quali:

- il fallimento del principale cliente (situazione che comunque è significativa di mancanza di copertura dei rischi);
- errati investimenti in capitale fisso; operazioni di concentrazione che non hanno generato le opportune economie di scala o di scopo;
- l'aumento degli oneri finanziari per un uso errato della leva finanziaria;
- il peggioramento della leva operativa per effetto della crescita dei costi fissi.

Il fallimento del principale cliente può sembrare un esempio di scuola ma spesso le imprese investono ingenti capitali circolanti nella gestione di commesse che possono risultare eccessivamente rischiose.

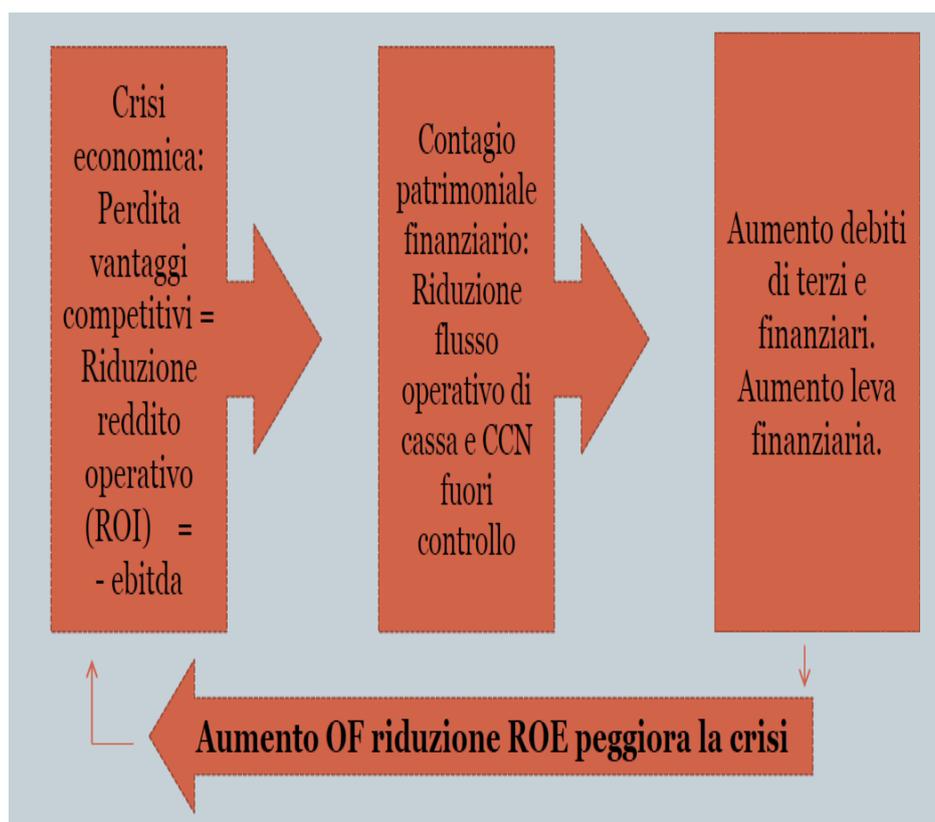
Degli investimenti si parlerà nei paragrafi che seguono.

L'aumento degli oneri finanziari è spesso legato ad un incremento dell'esposizione finanziaria e quindi spesso coincide con delle situazioni di tensione finanziaria.

Il peggioramento della leva operativa può dipendere dall'aumento dei prezzi o dei costi fissi e comporta una contrazione dei margini, una riduzione degli utili e dell'autofinanziamento.

La crisi produce molti effetti negativi per l'impresa, inizialmente in termini di redditività e successivamente in termini di integrità patrimoniale e poi di liquidità.

Lo schema che segue aiuta a comprendere i meccanismi di azione e come la riduzione dei ricavi e dei margini influenzi l'intera gestione di impresa e il bilancio.



Anche secondo l'approccio di Luigi Guatri (Crisi e risanamento delle imprese di Luigi Guatri Editore Giuffrè) la crisi passa per varie fasi, così sintetizzabili:

- declino – incubazione - I stadio;
- declino – maturazione - II stadio;
- crisi - III stadio;
- insolvenza - IV stadio;
- dissesto - V stadio.

Il declino mostra i primi "sintomi" quando si manifestano accenni di perdita di competitività (riduzione dei margini), che nel secondo stadio di maturazione porta al conseguimento di perdite economiche. A

questo punto la crisi economica inizia a palesarsi sotto forma di carenze di liquidità e se non gestita, conduce all'insolvenza con l'aggravarsi o il blocco dei pagamenti. Il dissesto o fallimento è la conseguenza ultima di un'insolvenza non prontamente affrontata.

In periodi congiunturali di contrazione della domanda e di deleveraging, come quello che stiamo vivendo, è naturale assistere ad una riduzione dei volumi di vendita, che sovente è accompagnata dal rallentamento degli incassi e dall'aumento delle perdite su crediti. Tali fenomeni conducono l'impresa, se non attentamente monitorati e contrastati con opportune politiche gestionali (quali dilazioni di pagamento richieste a fornitori e banche, controllo dei margini di vendita, azioni di recupero dei crediti) all'illiquidità e nel breve tempo all'insolvenza.

In situazioni simili è cura del management intervenire prontamente e redigere un piano di risanamento che, partendo dall'analisi del contesto esterno e dei punti di forza e debolezza del modello di business e dei singoli prodotti o aree strategiche, valutato il posizionamento dell'impresa e dei prodotti e le linee di tendenza del mercato e la sua attrattività, individui le azioni necessarie a risollevarne le sorti o addivenga ad un processo liquidatorio o all'adozione di procedure concorsuali.

Alcuni studi internazionali (cfr. How to Survive a Recession and Thrive Afterward di Walter Frick del 2019) mostrano come le imprese fortemente indebitate sono più a rischio nei periodi di recessione in cui il calo della domanda interna e il razionamento del credito possono configurarsi come cause di crisi e fallimento.

Altri studi confermano che molte imprese, durante i periodi di crisi, registrano importanti fasi di sviluppo e crescita economica (cfr. 010 HBR article "Roaring Out of Recession," Ranjay Gulati, Nitin Nohria, and Franz Wohlgezogen).

## **1.2 La variabilità economica**

In un contesto estremamente variabile è indispensabile monitorare continuamente la propria performance, oltre a quella del proprio settore, e cercare di prevedere gli andamenti futuri.

Un esempio delle crisi che si sono rincorse negli ultimi decenni è in grado di darci la misura della variabilità del contesto macro economico, e conseguentemente di quello micro:

- la crisi petrolifera del 1973;
- la crisi energetica del 1979;
- il lunedì nero del 1987 (crollo delle borse);
- la crisi Giapponese scoppiata nel 1991 e durata circa un decennio;
- la crisi del Messico del 1994;
- la crisi dell'Asia orientale di fine anni novanta (1997);

- la crisi della Russia del 1997;
- la crisi del Brasile del 1997/98;
- la crisi delle dot.com del 2000/2001;
- la crisi dell'Argentina del 2001;
- la grande crisi del 2007/2008;
- la crisi del debito sovrano in Europa 2011/2015;
- la crisi bancaria nei paesi del sud Europa del 2016/2019.

A questo elenco potremmo aggiungere tutte le altre crisi di grandi aziende in giro per il mondo che hanno causato effetti a catena all'interno delle proprie filiere:

- Enron;
- Parmalat;
- Cirio;
- Worldcom;
- Northern Rock;
- Il gruppo Dexia.

Si potrebbe continuare aggiungendo la crisi delle banche USA e di molte altre banche europee.

Il nuovo contesto e la mutabilità degli assetti economici globali richiedono un cambiamento di visione e di analisi dei contesti, non è possibile confidare nel normale intuito dell'imprenditore, ma occorre programmare il futuro e pianificare a livello strategico il possibile andamento della propria impresa, del settore e dei mercati in genere.

Philip Kotler l'ha chiamata la "nuova normalità"; è interessante lo schema che prevede nel suo libro del 2008 "Chaotics":

<b>ELEMENTO</b>	<b>NORMALITA' ECONOMICA</b>	<b>NUOVA NORMALITA' ECONOMICA</b>
Cicli economici	Prevedibili	Assenti
Tempi di ripresa/espansione	Definibili in media 5/7 anni	Imprevedibili e incostanti
Tempi di contrazione/recessione	Definibili in media 10 mesi	Imprevedibili e incostanti
Potenziale impatto dei problemi	Basso	Elevato
Profilo di investimento complessivo	Esteso, diffuso	Prudente, focalizzato

Tolleranza al rischio di mercato	Da accettare	Da rifiutare
Atteggiamento del cliente	Fiducioso	Insicuro
Preferenze del cliente	Costanti, in evoluzione	Influenzate dalla paura e dalla ricerca della sicurezza

### **1.3 L'importanza di saper prevedere i trend del futuro**

I così detti megatrend rappresentano percorsi e movimenti delle società moderne, che sono in grado di imprimere forti cambiamenti e avere un profondo impatto su società, ambiente, economia e popolazioni.

Si tratta di fenomeni in grado di modellare il presente e cambiare il futuro, portando a vere e proprie rivoluzioni per le imprese, e non solo.

Il cambiamento è in qualche modo soggetto ai movimenti che i megatrend possono imporre in senso evolutivo, l'interazione di eventi e tecnologia può ridefinire i contorni delle società e imporre innovazioni sociali ed economiche così significative da cambiare le regole del gioco.

Chi si aspettava che l'Asia potesse recuperare posizioni con una crescita così importante da superare i paesi occidentali?

Chi poteva immaginare che le tecnologie informatiche potessero svilupparsi in modo così pervasivo da cambiare i paradigmi e gli equilibri produttivi del mondo?

Queste metamorfosi così forti e profonde, in grado di cambiare le vite e le sorti di interi paesi e continenti, ridefiniscono le società moderne.

I megatrend sono legami così profondi che mettono in collegamento eventi e condizioni singole (i trend) creando novità profonde e più incisive delle fonti da cui si originano.

I megatrend in genere legano i cambiamenti tecnologici a quelli sociali. Basti pensare all'evoluzione nei consumi che la tecnologia applicata al commercio elettronico ha determinato sia per le persone (consumatori), che per le piccole imprese, che spesso hanno visto erodere i propri spazi di sopravvivenza economica.

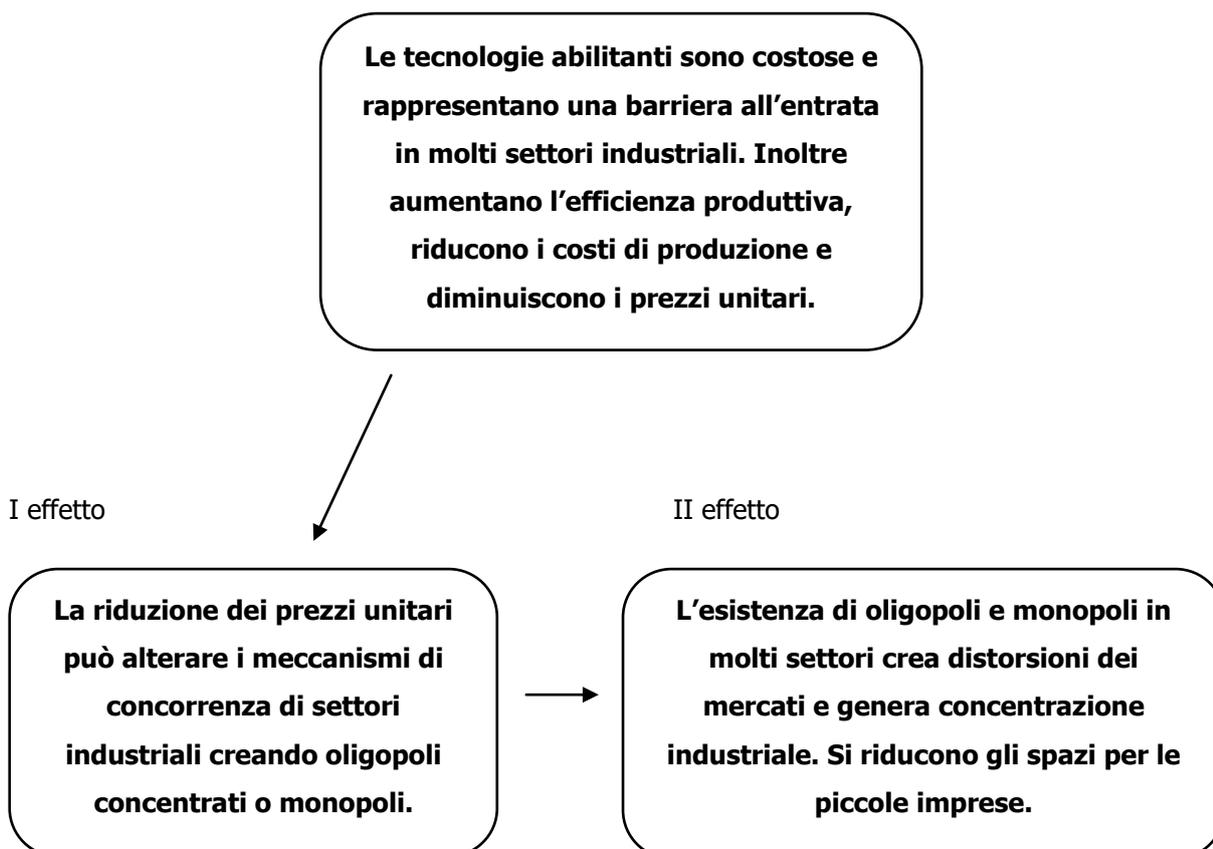
I possibili megatrend del futuro, a cui le imprese dovranno guardare con attenzione, sono:

- innovazione tecnologica applicata all'intelligenza artificiale;
- robotizzazione applicata ai metodi di produzione;
- disoccupazione tecnologica e calo della domanda globale nei paesi avanzati;

- cambiamenti climatici applicati al rischio di impresa;
- flussi migratori e povertà dovuta alla gestione degli eventi climatici;
- sicurezza informatica e tecnologica;
- rallentamento della globalizzazione e commercio internazionale;
- tensioni economiche tra potenze internazionali in tema di dazi ed esportazioni;
- innovazioni tecnologiche e rendimenti di scala crescenti con fenomeni di polarizzazione produttiva;
- disponibilità, accessibilità e prezzo di risorse e materie prime;
- pandemie e relativa gestione sanitaria e sociale.

È facile intuire che i megatrend hanno primaria importanza a livello macroeconomico e anche a livello micro per le imprese e per i comparti industriali i cui livelli di output sono influenzati dai cambiamenti in divenire.

Un trend in atto nel settore della tecnologia e delle produzioni industriali è espresso nei quadri sinottici che seguono e serve a mostrare alcuni cambiamenti e altri che potranno sopraggiungere.



In questo senso, un megatrend del tipo sopra descritto, è di grande rilevanza perché è capace di trasformare i mercati, innescando una selezione darwiniana avversa per numerose imprese, causandone il successo o il fallimento.

Non è facile individuare i megatrend e, tuttavia, è fondamentale che i manager e gli imprenditori sappiano interpretare le novità e si sforzino di leggere i dati e le informazioni che molteplici organizzazioni internazionali (Banca Mondiale, Banca dei Regolamenti, FMI, OCSE, etc) rendono disponibili e consultabili.

Un altro esempio di megatrend è rappresentato dai cambiamenti demografici che avranno effetto sulla disponibilità di forza lavoro e di capacità produttiva. In alcune aree del mondo si registreranno alti tassi di crescita demografica, mentre nei paesi sviluppati assisteremo ad una piramide demografica rovesciata.

Le spinte demografiche dovranno fare i conti con la crescente urbanizzazione che entro i prossimi 30 anni porterà circa il 75% delle persone a vivere nelle città. Questo cambierà il modo di consumare e produrre servizi.

La tecnologia potrebbe ridurre l'occupazione in molti contesti lavorativi. Un recente studio di Carl Benedikt Frey e Michael A. Osborne (THE FUTURE OF EMPLOYMENT: HOW SUSCEPTIBLE ARE JOBS TO COMPUTERISATION? September 17, 2013), prevede che entro il 2030 numerose mansioni lavorative, anche di natura impiegatizia, potrebbero essere rimpiazzate dal lavoro di macchine e robot, creando ampie sacche di disoccupazione nelle classi medie.

I ricercatori statunitensi considerano le probabilità di meccanizzazione di circa settecento attività lavorative degli Stati Uniti, giungendo a risultati preoccupanti: oltre il 47% degli impieghi osservati, nello studio citato, potrebbero scomparire.

Un trend di questo tipo potrebbe determinare una riduzione del potere di acquisto di molte fasce di lavoratori e un impoverimento della classe media che farà stagnare la domanda interna dei paesi che saranno maggiormente coinvolti da questi fenomeni, con ovvie conseguenze anche per le imprese che esporteranno su questi mercati.

Le crisi militari e politiche costituiranno un altro rischio per le imprese che esportano o hanno effettuato investimenti esteri in paesi instabili. Queste imprese si dovranno riorganizzare e ridurre la produzione all'estero, subendo perdite improvvise ed ingenti.

L'elenco potrebbe essere ulteriormente allargato. Appare evidente che lo sforzo di provare a prevedere il futuro diventa importante e che poter elaborare piani strategici, definire le politiche degli investimenti e governare l'andamento economico e finanziario delle imprese moderne, non sarà un compito facile.

Le vere turbolenze non risparmiano neanche le strutture che lavorano esclusivamente per il mercato interno, poiché in un modo o nell'altro possono trovarsi a dover fare i conti con improvvise variazioni del proprio settore.

Ad esempio, la fusione FCA – Peugeot che si basa, tra le altre cose su importanti risparmi di costi in termini di riorganizzazione ed efficientamento degli acquisti, avrà significative implicazioni per le imprese italiane e francesi che operano come sub-fornitori.

La crisi quasi mai appare in modo improvviso, da un giorno all'altro, è sempre il risultato dell'accumulo di varie inefficienze strutturali e di altri fattori che mostrano un deterioramento della situazione economica, che spesso è ampiamente e colposamente ignorato da manager e imprenditori per periodi di tempo troppo lunghi.

Nella gran parte dei casi, infatti, il dissesto finale può richiedere anche un periodo totale di incubazione e maturazione che va dai cinque ai sei anni, confermando che la crisi e l'insolvenza non sono fenomeni improvvisi e impossibili da prevedere.

## 2.

---

# Modelli quantitativi e qualitativi per individuare la crisi di impresa

### 2.1 l'analisi aziendale e la pianificazione strategica

Nonostante le premesse, non è facile prevedere la crisi di impresa con largo anticipo ed è altrettanto difficile risolverla, soprattutto se ci si affida a modelli prevalentemente o esclusivamente quantitativi, basati sull'analisi storica o prospettica di indici e flussi economici, patrimoniali e finanziari.

La manifestazione di una situazione di crisi richiede provvedimenti urgenti, ma ogni azione deve essere pianificata, organizzata e coordinata.

La crisi ha spesso una manifestazione multidimensionale:

- dipende da problemi nella strategia e nelle prassi operative delle imprese (cali di efficienza economica);
- richiede decisioni che spesso mettono in conflitto diverse parti (ad esempio creditori e debitori, ma anche marketing e finanza etc);
- ogni decisione deve essere implementata a livello organizzativo altrimenti la crisi non può essere superata.

Le attività di previsione e di analisi strategica possono aiutare ad individuare di stati di potenziale crisi, che, invece, i modelli matematici e statistici da soli fanno fatica a prevedere.

La letteratura scientifica degli ultimi decenni si è concentrata sull'individuazione di modelli di previsione, basati su una serie di indicatori economici e finanziari, che possono evidenziare lo stato di difficoltà dell'impresa, ma che non dicono alcunché del perché l'impresa è entrata in crisi e come e se può uscirne.

L'analisi e la pianificazione strategica possono invece costituire un valido elemento di supporto agli imprenditori per valutare lo stato di salute della propria impresa e per ristrutturare eventualmente il modello di business o uscire dal mercato.

Il paradigma moderno della strategia obbliga, quindi, le imprese a ripensare in modo totale l'atteggiamento che si ha nell'analisi della crisi; la logica finale deve condurre ad un approccio difensivo e costruttivo che valuta le difficoltà come punto da cui partire per provare a rilanciare l'attività.

Fondamentale è comprendere e rimuovere gli errori di strategia e soprattutto individuare le potenzialità inesprese dell'organizzazione, per poter riequilibrare il modello di business e generare nuove competenze e nuove opportunità.

La crisi può arrivare, oltre che da cambiamenti e inefficienze interne alla gestione aziendale che creano delle basse performance rispetto alla crescita media dell'economia, anche da cause esterne tra cui: il declino del proprio settore; i cambiamenti radicali; le innovazioni dirompenti che, essendo difficili da prevedere, possono portar alla crisi anche imprese ben organizzate.

Non è un caso che la teoria del caos è uno dei filoni più studiati per motivare i fallimenti improvvisi degli enti economici.

La teoria del caos viene usata normalmente per spiegare le causazioni non lineari e cumulative degli eventi che possono facilmente aggredire un'impresa portandola al dissesto, creando un impatto forte e sproporzionato sulle organizzazioni che le subiscono.

La letteratura scientifica sull'argomento ci mostra, ad esempio, come una certa rigidità nell'analisi delle minacce esterne conduce alcuni manager e imprenditori a sottovalutare le cause della crisi o a rispondervi adottando strategia vecchie e non idonee ad interpretare il cambiamento necessario.

La crisi non può infatti essere affrontata con lo stesso modello di gestione del business e tanto meno con le stesse tempistiche.

La crisi di impresa richiede un modo di ragionare diverso e innovativo e delle risposte immediate e veloci.

Di grande rilievo è l'analisi del rischio del settore e del tipo di prodotto o servizi, a cui è bene agganciare l'analisi del mercato in cui si opera, necessaria, quest'ultima, a comprendere se il comparto sovraperforma o sottoperforma rispetto al paese.

Potrebbe sembrare un'informazione di non rilievo, ma evidenziando l'andamento del mercato se viene condotta per uno spazio di tempo medio lungo, ultimi 5-10 anni, permette di comprendere come vanno le cose.

Valga la presente analisi strategica (meramente esemplificativa di un settore merceologico):

riferimenti	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	tassi var
<b>Fatturato totale</b>										
del mercato	105,1	106,2	107,3	108,4	109,2	110,1	110	111,5	113,4	107,8972
<b>Pil paese</b>	1500	1480	1470	1472	1460	1465	1471	1473	1475	98,33333
<b>numero imprese</b>							3541	3550	3560	
<b>attive</b>							3501	3510	3515	
<b>nuove iscritte</b>							21	22	26	
<b>cessate/liquidate</b>							15	15	15	
<b>fallimenti</b>							4	3	4	

Come si può vedere dalla tabella il mercato di riferimento dell'analisi è cresciuto negli anni oggetto dello studio, mentre il Pil del paese è diminuito; segno di una vitalità che non può essere trascurata. In genere questi dati sono facilmente rinvenibili dalle associazioni di settore che fanno studi economici sull'andamento delle proprie aziende (cfr Confindustria, Confcommercio, Confartigianato et simili).

Le informazioni aggiuntive, che si possono facilmente trovare nelle banche dati che attingono al registro delle imprese, mettono in risalto se nel mercato in esame ci sia stato un aumento delle imprese attive e qual è il numero dei fallimenti e delle cessazioni volontarie.

## **2.2 Un modello quantitativo semplice**

Nella pratica economica si vedono sovente dei modelli di analisi piuttosto complicati, mentre dall'osservazione di alcune specifiche voci di bilancio e soprattutto dall'analisi del loro andamento nel tempo si possono campire molte cose.

Ad integrazione delle indicazioni fornite nel paragrafo precedente, un modello semplice ed efficace, è quello di osservare i cinque indicatori di bilancio più importanti per un'impresa, fare la media degli anni precedenti e porre a confronto la media con gli anni successivi, rilevando lo scostamento dei valori.

La media deve essere fatta individuando un periodo di tempo abbastanza lungo, mediamente tra i 5 e i 10 anni, che sia espressione di una normale operatività, un trascorso in cui, in sostanza, non vi siano state particolari anomalie gestionali.

Le voci di bilancio e gli aggregati di riferimento da tenere sotto osservazione e di cui fare la media possono essere, ad esempio, i seguenti:

- valore dei ricavi voci A1 del bilancio civilistico;
- valore dell'EBIT (in assenza di una precisa riclassificazione si può prendere in considerazione la voce differenza tra valore e costi della produzione del bilancio civilistico A - B);
- valore degli oneri finanziari voce C17;
- capitale circolante netto (Rimanenze + Liquidità Immediate + Crediti a breve termine) meno (Debiti Finanziari a breve + Debiti vari a breve) tutte voci che possono essere facilmente prese dal bilancio civilistico;
- liquidità.

Fatta la media, che deve essere mobile in modo da incorporare i cambiamenti del trend e deve tenere conto delle variazioni dei prezzi, si può costruire un prospetto di questo tipo:

<b>Voci di bilancio Valori mgl</b>	<b>Media passata</b>	<b>Anno x</b>	<b>Variaz.</b>	<b>Anno x+1</b>	<b>Variaz.</b>
RICAVI	15.152	14.870	-1,86%	13.512	-10,8%
EBIT	3.521	3.014	-14,4%	2.458	-30,2%
ONERI FINANZIARI	405	805	+99%	980	+142%
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	3.411	3.136	-8,06%	2.887	-15,3%
LIQUIDITA'	1.024	883	-13,8%	541	-47,2%

Un modello come quello esposto, meglio se con più colonne e quindi con più anni a confronto, è di facile realizzazione e consente di capire l'andamento nel tempo dei valori osservati e comprendere se si sta delineando una crisi economica dovuta ad una contrazione dei ricavi o ad un aumento dei costi (riduzione dell'Ebit) o una tensione finanziaria generata da oscillazioni nel CCN e dalle variazioni negative della liquidità.

Riportando tutto in un grafico, operazione non difficile, si può intuire l'andamento delle voci nel tempo e apprezzarne la crescita o il declino.

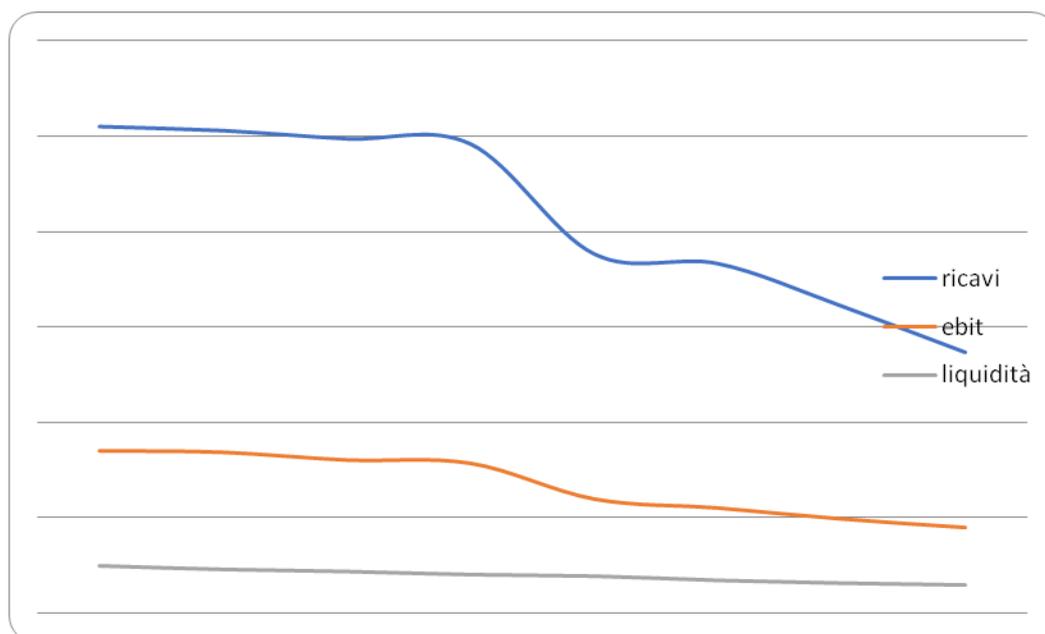
Il grafico che segue mette in luce la situazione gestionale di una società di produzione di prodotti dolciari relativamente ad un arco di 8 anni.

Il grafico è relativo ad un caso aziendale e fa comprendere bene l'andamento economico e finanziario patrimoniale registrato dall'impresa in un periodo di medio termine. La linea dei ricavi e quella dell'ebit mostrano come a metà del periodo accade qualcosa.

Tuttavia, a ben guardare era già in atto un processo di contrazione dei margini e dei ricavi ancor prima della forte riduzione del quarto anno e poi di quella che si manifesta nel sesto. La linea dei ricavi e quella dell'ebit mostravano già un'inclinazione negativa.

Anche la liquidità si riduce seppur in modo meno sensibile; del resto, spesso, le tensioni finanziarie seguono in ordine temporale le difficoltà economiche.

In un caso come questo è tardi preoccuparsi di quello che accade nel quarto anno (prima forte discesa dei valori). Le opportune analisi andavano condotte nei primi anni, andando ad investigare come mai si stavano contraendosi i ricavi e l'ebit.



Il management avrebbe dovuto cercare di verificare come mai i ricavi si stavano riducendo; ad esempio capire se stavano entrando nel mercato nuovi concorrenti o se la tecnologia aveva imposto nuovi prodotti o prodotti potenzialmente sostitutivi, etc.

Il compito di un imprenditore è di monitorare con scrupolosa attenzione ogni cambiamento del proprio business, rimandare o posticipare ogni decisione in attesa di tempi migliori può rivelarsi, infatti, fatale.

### **2.3 Il rischio degli investimenti, un altro modello quantitativo**

Uno dei motori dell'economia è l'investimento; le imprese investono per competere, per acquisire know how, per accrescere quote di mercato e profitti. Gli investimenti tuttavia sono legati alla previsione di poter essere ripagati – restituzione del capitale e degli interessi sui finanziamenti che li originano – grazie ai profitti futuri. Ma il futuro è soggetto ad incertezza e il rischio di fallimento è molto spesso connaturato ad investimenti errati.

Gli investimenti rispondono alla logica di efficientare o implementare la capacità produttiva. Le difficoltà previsionali a cui bisogna rispondere nella decisione di effettuare un investimento, e prima ancora di valutarne la redditività, sono di due tipologie:

- 1) l'acquisizione pensata e programmata sarà in grado di far acquisire un reale e tangibile miglioramento dell'efficienza? Si ridurranno i costi di produzione grazie al nuovo processo, oppure si riuscirà a produrre un prodotto migliore e nuovo? Siamo nel contesto di una analisi interna che riguarda il lato dell'offerta (recuperabilità dei costi, miglioramenti dei processi etc);
- 2) l'acquisizione di nuove immobilizzazioni ci permetterà di produrre beni o servizi graditi al mercato e ai clienti? In questo caso siamo dal lato della domanda e le imprese dovranno essere capaci di poter prevedere i bisogni dei clienti e la possibilità di assorbimento dell'aumento dei volumi di vendita (in caso di investimenti che accrescono la capacità produttiva) o dei prezzi dei nuovi prodotti (se gli investimenti permettono di lanciare un nuovo prodotto).

Uno degli errori che più spesso si nota nei business plan, che dovrebbero sorreggere la stima dei flussi attesi in seguito all'investimento, è quello di non prevedere, soprattutto per i progetti che prevedono il lancio di nuovi prodotti, la corretta stima dell'incremento del capitale circolante netto necessario ai nuovi fabbisogni per il lancio di nuovi prodotti, o agli aumentati fabbisogni in caso di aumento della produzione.

Il finanziamento è il punto critico a cui le imprese si sottopongono nello svolgimento della loro attività, perché la quantità di fondi che si possono ottenere dai finanziatori (banche o mercati) sono correlati a due elementi:

- 1) le vendite future:
- 2) la quota di fondi propri o meglio l'autofinanziamento.

I prestiti sono spesso un multiplo degli utili accantonati, e gli imprenditori per evitare di divenire insolventi devono cercare di limitare la quantità di fondi presi a prestito.

Le imprese dovranno pertanto remunerare i finanziatori che nel concedere prestiti si copriranno da due rischi: quello economico (profitti futuri inferiori a quelli previsti) e da quello finanziario (insostenibilità dell'onere sul debito).

Nel formulare delle stime è necessario ricordare che ogni imprenditore si trova di fronte a condizioni di mercato altalenanti. Conosce il prezzo dei prodotti, il costo dei fattori di produzione (lavoro, materie prime, tassi di interesse), ma è più difficile prevedere l'andamento dei prezzi futuri, soprattutto per le imprese price takers, e quindi la stima dei guadagni è soggetta all'alea, al rischio.

La stima del rischio dipende dal tipo di settore in cui si opera, dalla congiuntura nazionale e globale, dal tipo di investimento che si effettua (ad esempio tempi lunghi di recupero richiedono tassi di rischio più elevati).

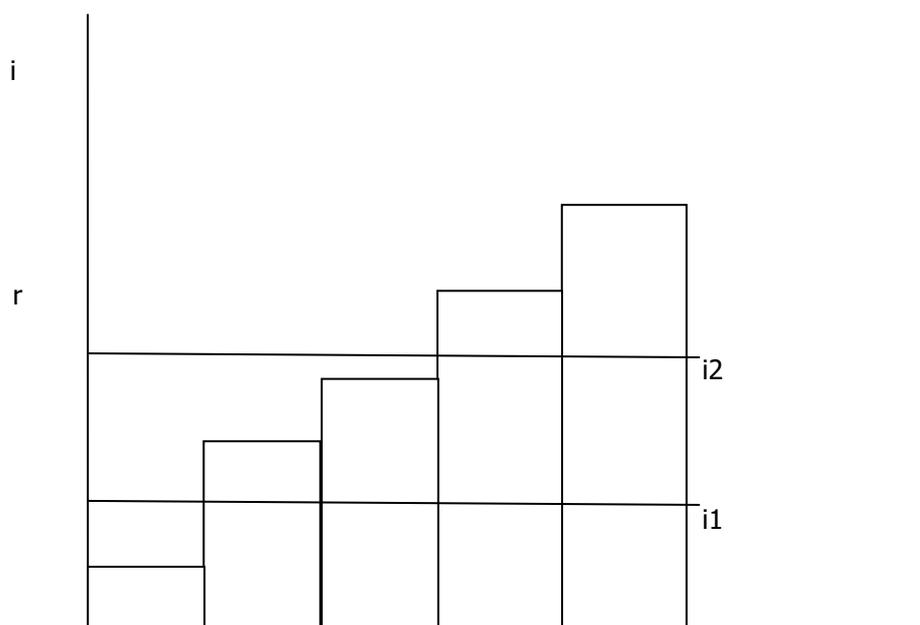
Il rischio di investimento cresce in funzione della riduzione dei profitti futuri perché questo porterà ad una contrazione dell'autofinanziamento, e cresce anche in funzione dell'aumento dell'indebitamento.

La rischiosità degli investimenti è correlata anche al tasso di interesse, sotto vari aspetti.

Più basso è il tasso di interesse più basso è il tasso di sconto per l'attualizzazione dei flussi futuri di ricavi con cui confrontare il costo dell'investimento:

$$I < \sum \text{flussi} / (1 + i)^n \quad \text{1. sommatoria di n periodi con partenza } t_0$$

Il valore attuale dei flussi attesi andrà confrontato con il costo dell'investimento. Visto che il tasso di attualizzazione dipende dal tasso di interesse più scende il tasso di interesse più scende il denominatore della 1 e quindi aumenta il flusso dei ricavi attesi scontati e questo rende più conveniente investimenti prima non accessibili. Ma possiamo vederla anche da un altro punto di vista, come nel seguente grafico:



Sull'asse ascisse è rappresentata la fattibilità dell'investimento e sulle ordinate il tasso di interesse e il tasso di rendimento. Secondo la formula che uguaglia il costo dell'investimento al rendimento:

$$I = \sum \text{flussi} / (1 + r)^n \quad \text{2. sommatoria di n periodi con partenza } t_0$$

Più è alto il tasso di interesse (che per essere confrontato con il rendimento deve comprendere il tasso di rischio dell'investimento) più in teoria è costoso e rischioso l'investimento e, quindi, è più bassa la probabilità di realizzarlo.

Sull'asse delle ascisse abbiamo rappresentato degli investimenti secondo il grado di probabilità di realizzazione che dipende dal loro rendimento.

Come si vede dal grafico se il tasso di interesse passa da  $i_2$  a  $i_1$  la variazione rende fattibile la realizzazione degli investimenti sopra la linea del tasso di interesse.

Quindi, se il tasso di interesse diminuisce diventano fattibili più piani di investimento della stessa azienda o di più aziende. Il fatto che più progetti di investimento diventano realizzabili non deve indurre l'impresa a ritenere eliminato il rischio; anzi se la riduzione del tasso di interesse dovesse portare ad intraprendere più investimenti contemporaneamente, vista la aleatorietà a cui sono sottoposte le stime che misurano il conseguimento dei flussi futuri, sarà importante monitorare attentamente le scelte di investimento e i business plan su cui questi poggiano.

Spesso, infatti, la stima dei flussi è effettuata supponendoli statici come se una volta effettuato l'investimento i flussi conseguibili non si modificherebbero rispetto a come sono stati ipotizzati e preventivati al tempo  $t_0$ ; riguardo ai tanti metodi di valutazione degli investimenti compresi quelli statistici si rimanda ai vari testi disponibili. Il compito di questo volume è quello di offrire spunti di riflessione. Quindi, gli imprenditori nella stima dei flussi attesi, che dovranno ripagare e remunerare gli investimenti programmati, devono fare attenzione alle modalità di redazione del business plan prevedendo scenari avversi, cioè cosa accade ai flussi se cambia il prezzo del prodotto venduto (perché la clientela non accetta quel livello) o se diminuisce la quota di mercato che si stima di acquisire (se i volumi dovessero essere inferiori). Si può anche ricorrere all'analisi di sensibilità che permetta di comprendere cosa accade se cambiano le variabili inserite nel BP. L'analisi di scenario, tuttavia, permette di prevedere il cambiamento simultaneo di più variabili, ed è preferibile.

## **2.4 Il livello di indebitamento ottimale**

La teoria moderna della finanza aziendale, profondamente influenzata dal teorema di Modigliani Miller (in seguito MM) e in particolare dal primo postulato, tende a ritenere che il valore dell'azienda sia positivamente influenzato dal valore del debito, il cd effetto leva finanziario dovuto all'aumento del ROE in caso di investimenti finanziati con debito.

Il teorema sostiene che il valore di un'impresa potrebbe prescindere dalla struttura finanziaria, cioè da quanta parte del capitale investito è finanziato con capitale proprio e quanto con capitale di terzi; ovviamente non è così.

Il teorema dei due economisti rispondeva a finalità prevalentemente macroeconomiche, ovvero dimostrare che in condizioni di certezza circa i rendimenti futuri delle imprese e di perfetta sostituibilità tra diversi strumenti finanziari, azioni e obbligazioni, la struttura finanziaria scelta dalle imprese non aveva implicazioni sul valore del capitale.

Le imprese potevano decidere di finanziare un investimento sia ricorrendo al capitale proprio che ai mezzi di terzi. In questo modo si creava un collegamento tra i tassi a breve e quelli a lungo periodo, risolvendo un punto debole del modello Keynesiano della sintesi neo-classica. Infatti, nel modello macroeconomico Keynesiano, in buona sostanza il modello IS – LM, esistevano quattro attività finanziarie (il debito pubblico a breve, i titoli pubblici a lungo, i depositi bancari, lo stock di capitale) ma due soli rendimenti (quello dei titoli a breve che sono sostitutivi della moneta e che è determinato a zero e il tasso di interesse sulle altre attività). I critici di questo modello sostenevano che prevedere un unico tasso di interesse per capitale, titoli obbligazionari e depositi bancari fosse un errore.

Il teorema MM dimostrò che a determinate condizioni la perfetta sostituibilità e quindi l'equiparazione tra diversi tipi di strumenti finanziari, in particolare tra obbligazioni e azioni, era ammissibile. Altro scopo del teorema, a parte la dedotta omogeneità degli strumenti finanziari, era quello di dimostrare il collegamento tra l'investimento in beni capitali, la struttura finanziaria delle imprese e il premio per il rischio che collegava la decisione di investimento alla scelta di finanziarsi con capitale di debito.

Nelle prime versioni del teorema, tra le varie assunzioni (da molti ritenute irrealistiche basta confrontare la critica avanzata da Stiglitz sull'impossibilità di considerare equivalenti le azioni e le obbligazioni, visto che quest'ultime vanno rimborsate e che in caso di fallimento concorrono al rimborso mentre le azioni perdono ogni valore) vi era l'assenza dell'imposizione fiscale; questa anomalia fu corretta in seguito.

A livello microeconomico il teorema cambiò il modo in cui la finanzia aziendale iniziò a giustificare il valore dell'azienda. La teoria tradizionale considerava come obiettivo principale del management la massimizzare dei profitti; ma il profitto, si diceva, era incerto e di difficile determinazione; il nuovo mandato divenne così la massimizzazione del valore del capitale.

Il teorema, tuttavia, considerava come postulato proprio la perfetta sostituibilità delle varie fonti di finanziamento – il capitale proprio e il debito – e questo è possibile solo se vi è certezza dei rendimenti futuri degli investimenti (ergo dei flussi che derivano dagli investimenti). Ma allora se non si poteva più ragionare in termini di massimizzazione del profitto, data la sua incertezza nel medio lungo termine, come si poteva ritenere corretta la nuova teoria che postulava la massimizzazione del valore del capitale a sua volta basata sull'attualizzazione dei flussi futuri? Cosa sono i flussi futuri se non i profitti che

l'impresa ricaverà dagli investimenti che deve finanziare? E quindi perché il profitto della teoria tradizionale era incerto mentre i flussi futuri della nuova teoria erano certi? In sostanza i flussi futuri sono i profitti futuri; questo perché anche se consideriamo i flussi come valori di cassa, sempre di profitti parliamo; del resto la cassa deriva dai profitti a meno che non si voglia dire che la cassa può derivare, in modo sostenibile dall'accensione di debiti o dalle manovre sul CCN o disinvestimenti. La cassa deriva dai profitti.

Questa è una contraddizione logica che la teoria ortodossa non ha mai messo in evidenza.

La verità è che i mercati non sono perfetti, che le obbligazioni e le azioni attribuiscono ai possessori diritti diversi e quindi non sono equiparabili, che la razionalità degli investitori non è provata (confronta ad esempio l'effetto gregge nei momenti di picco e di down delle borse), e che, soprattutto, non vi è certezza nei rendimenti futuri e che quindi spostare l'attenzione dalla massimizzazione del profitto alla massimizzazione del valore per gli azionisti, è un passaggio teorico che è stato fondato su un teorema che, seppur utile per molti aspetti, non è realistico.

A questo punto qual è il giusto mix di capitale proprio e di capitale di terzi? La verità è che non esiste una risposta precisa.

Dipende da molti fattori e in genere possiamo ritenere che il giusto livello di indebitamento:

- è diverso nella fase di start up rispetto alle normali fasi di gestione dell'impresa;
- varia molto tra le imprese industriali che investono in beni materiali e le imprese commerciali;
- dipende dalla propensione al rischio dell'imprenditore;
- dipende dal costo del capitale di debito;
- dipende dalla struttura economica e giuridica del paese (se sbilanciata sul mercato azionario o sul mercato bancario);
- dipende dal settore di impresa, le società di costruzione e quelle immobiliari hanno esigenze diverse di finanziamento rispetto ad esempio ad un'impresa di servizi di ristorazione e catering;
- dipende dalle garanzie che l'impresa e i soci possono concedere ai creditori;
- dipende dal rischio del settore in cui opera l'impresa. I settori a bassa crescita e più rischiosi hanno più difficoltà ad accedere al credito;
- dipende dallo stato di salute dell'impresa. Etc.

Un esempio può far comprendere cosa accade ad un'impresa con un livello di indebitamento più elevato nel caso di una contrazione dei ricavi.

Nello specchio che segue sono rappresentate tre imprese con lo stesso rendimento del capitale investito (ROI) con lo stesso valore del capitale (debito più capitale proprio) ma con diverse composizioni delle fonti di finanziamento.

La prima impresa ha un rapporto mezzi di terzi su mezzi propri pari a 3,55. La seconda impresa non ha debito finanziario, la terza ha un rapporto debito su capitale di 2.

Il peso degli oneri finanziari è stimato per le due imprese indebitate nella misura del 5%.

Le imprese partono con un medesimo ROI e tre ROE diversi. La società più indebitata ha un ROE più elevato (questo è ovvio perché i soci ricevono un utile non molto più basso delle altre ma hanno investito meno soldi).

Si ipotizza un investimento finanziato secondo lo stesso effetto di indebitamento. Le assunzioni del modello sono che l'investimento e il suo finanziamento avvengono al primo gennaio e che il ROI deve restare uguale. Come si vede l'impresa XX che finanzia l'investimento con la maggior parte di capitale di terzi vede aumentare il ROE dal 37% al 42%. Mentre l'impresa YY conserva lo stesso rendimento del ROI. L'impresa ZZ invece vede ridursi il ROE dal 26% al 25% visto che scende l'utile per effetto del valore degli oneri finanziari ed aumenta il capitale proprio in misura maggiore, in valore assoluto, di quanto aumenta per l'impresa XX.

Cosa accade però al ROE se le tre imprese intercettano una crisi mondiale, tipo quella del 2008 o quella generata dalla diffusione del Covid – 19, che fa contrarre il ROI del 60%? Che l'impresa YY consegue un ROE superiore alle altre due.

VOCI	XX	YY	ZZ
A. debito	19.500		16.700
B. val. capitale	5.500	25.000	8.300
leva (a/b)	4	-	2
Utile operativo	3.000	3.000	3.000
Peso oneri fin. 5%	5%	-	5%
Oneri finanziari	975	-	835
Utile netto	2.025	3.000	2.165
ROI	12%	12%	12%
ROE	37%	12%	26%
investimento	5.000	5.000	5.000
Aumento debito	4.000		3.334
Aumento capitale	1.000	5.000	1.666
A. debito	23.500	-	20.034
B. val. capitale	5.500	30.000	9.966
Utile operativo	3.500	3.500	3.500
Oneri finanziari	1.175	-	1.002
Utile netto	2.325	3.500	2.498
ROI	12%	12%	12%
ROE	42%	12%	25%
Contrazione ROI	60%	60%	60%
Utile Operativo	1.400	1.400	1.400
Oneri finanziari	1.175	-	1.002
Utile netto	225	1.400	398
Effetto sul ROI	5%	5%	5%
Effetto sul ROE	4%	5%	4%

L'esempio riportato fa riflettere sul fatto che il rendimento del capitale proprio dipende dalla struttura finanziaria, ma anche che un'impresa che ricorre in modo preponderante ai mezzi di terzi e che ha una leva finanziaria elevata è più esposta, rispetto alle imprese meno indebitate, a due tipi di rischi:

- il rischio che una forte contrazione del reddito operativo determini la crisi economica e finanziaria;
- il rischio di gestione del debito sia in termini di costo che in termini di indipendenza rispetto agli interessi dei creditori e dal controllo che questi possono imporre al management nella gestione aziendale.

## **2.5 Un modello quantitativo più elaborato**

Di seguito si espone un modello di analisi tratto dall'esperienza di Mediobanca e ripreso da un articolo che il sottoscritto, in collaborazione con la dottoressa Daniela Savi, ha scritto per Fisco e Tasse nel 2019.

Il modello come anticipato è preso da uno studio fatto da Mediobanca e riguarda l'analisi dei bilanci relativi ad un cluster di società per azioni.

La ricerca è stata pubblicata da Mediobanca nel 2015 ed è riferita a oltre 2000 società di capitali esaminate attraverso l'uso di un modello economico statistico (ripreso da uno studio pubblicato negli USA nel 1995).

Il modello è realizzato sulla base di un set di 4 indicatori tra cui:

- **X1 = CCN/CI**, un indice di flessibilità aziendale che misura l'impatto del CCN sul capitale investito; maggiore è l'indice maggiore è il peso del CCN (senza dimenticare che gli incrementi di CCN in una logica finanziaria sono indicativi di un assorbimento del flusso di cassa) E.I. Altman riteneva questo indice importante anche per un altro motivo; l'autore riteneva che una contrazione del capitale circolante rispetto al totale del capitale investito evidenziasse una potenziale riduzione dei mezzi più liquidi (andrebbe evidenziato tuttavia che tale indice può peggiorare anche in seguito ad investimenti che portano all'incremento del denominatore e che per le imprese sono spesso vitali per migliorare la propria sopravvivenza);
- **X2 = Riserve/Capitale Investito**, un indice di autofinanziamento molto importante per capire quanta parte del capitale investito è autofinanziato (indice usato da E.I.: Altman come rivelatore dell'anzianità di un'organizzazione);
- **X3 = ROI = RO/CI**. l'indice di redditività per eccellenza che mette in evidenza la redditività della gestione operativa;
- **X4 = Valore di mercato/Passività Totali** indice di indipendenza (per le imprese di piccole dimensioni che non riescono ad esprimere il valore corrente dell'attivo si può usare al numeratore il totale attivo a valori contabili e al passivo il totale dei debiti cambiando il moltiplicatore da 1,05 a 1,5).

Rispetto al modello di E. Altman si può notare che manca un quinto indicatore, che nell'approccio dello studioso statunitense è costituito dal rapporto tra vendite nette e capitale investito; questo indice mostra quante unità di ricavi sono generate da unità aggiuntive di capitale e consente di poter giudicare la produttività dell'impresa.

Tornando al modello usato da Mediobanca l'indice complessivo è così riassumibile:

$$\text{Indice Z} = 3,25 + 6,56 * X1 + 3,26 * X2 + 6,72 * X3 + 1,05 * X4$$

Lo scoring che si riporta non è completo ma evidenzia le fasce di maggior importanza ove collocare il risultato dell'elaborazione:

Per  $Z = < 1,75$  D (default); Per  $Z = \text{tra } 3,20 \text{ e } 3,75$  CCC+; per  $Z = \text{tra } 5,65 \text{ e } 5,85$  BBB-; per  $Z = \text{tra } 6,40 \text{ e } 6,65$  A-; per  $Z = \text{tra } 7,60 \text{ e } 8,15$  AA+; per  $Z = > 8,14$  AAA.

Un modello del genere ha il pregio di essere il frutto di una esperienza collaudata di chi facendo "banca" da sempre sa esaminare e leggere i bilanci e le performance aziendali.

## **2.6 le informazioni qualitative, gli indicatori previsti nell'ISA 570**

Il principio ISA in esame considera e definisce la continuità aziendale e nel farlo indica una serie di eventi e circostanze che se considerati individualmente, o nel loro complesso, sono in grado di far sorgere dei dubbi sulla possibile prosecuzione dell'attività, palesando uno stato di potenziale crisi.

Alcuni di questi indicatori si basano su analisi quantitative, ma la maggior parte sono elementi che descrivono situazioni di anomalia che possono compromettere la sana gestione delle imprese, vediamo:

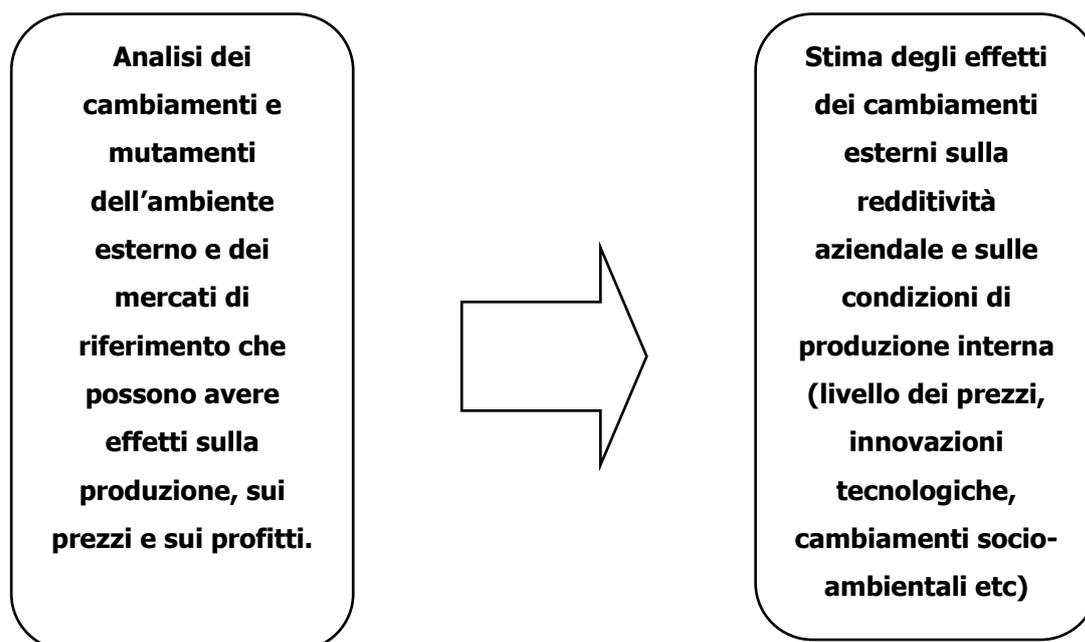
- prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso; oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine;
- indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori;
- principali indici economico-finanziari negativi;
- consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività utilizzate per generare i flussi di cassa;
- difficoltà nel pagamento di dividendi arretrati o discontinuità nella distribuzione di dividendi;
- incapacità di pagare i debiti alla scadenza;
- incapacità di rispettare le clausole contrattuali dei prestiti;
- cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori, dalla condizione "a credito" alla condizione "pagamento alla consegna";

- incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari. Indicatori gestionali
- intenzione della direzione di liquidare l'impresa o di cessare le attività;
- perdita di membri della direzione con responsabilità strategiche senza una loro sostituzione;
- perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti;
- difficoltà con il personale;
- scarsità nell'approvvigionamento di forniture importanti;
- comparsa di concorrenti di grande successo;
- procedimenti legali o regolamentari in corso che, in caso di soccombenza, possono comportare richieste di risarcimento cui l'impresa non è in grado di far fronte;
- modifiche di leggi o regolamenti o delle politiche governative che si presume possano influenzare negativamente l'impresa;
- eventi catastrofici contro i quali non è stata stipulata una polizza assicurativa ovvero contro i quali è stata stipulata una polizza assicurativa con massimali insufficienti.

Il principio in questione dà importanza agli elementi imprevedibili e ai cambiamenti nei mercati di riferimento.

Questo porta a ritenere essenziale monitorare l'ambiente esterno per comprendere le relazioni e le conseguenze negative per l'impresa.

Gli schemi che seguono consentono di apprezzare quali elementi e quali nessi causali possono innescarsi nella gestione aziendale e, inoltre, quali effetti si possono manifestare all'esito di significativi cambiamenti provenienti dall'ambiente esterno.

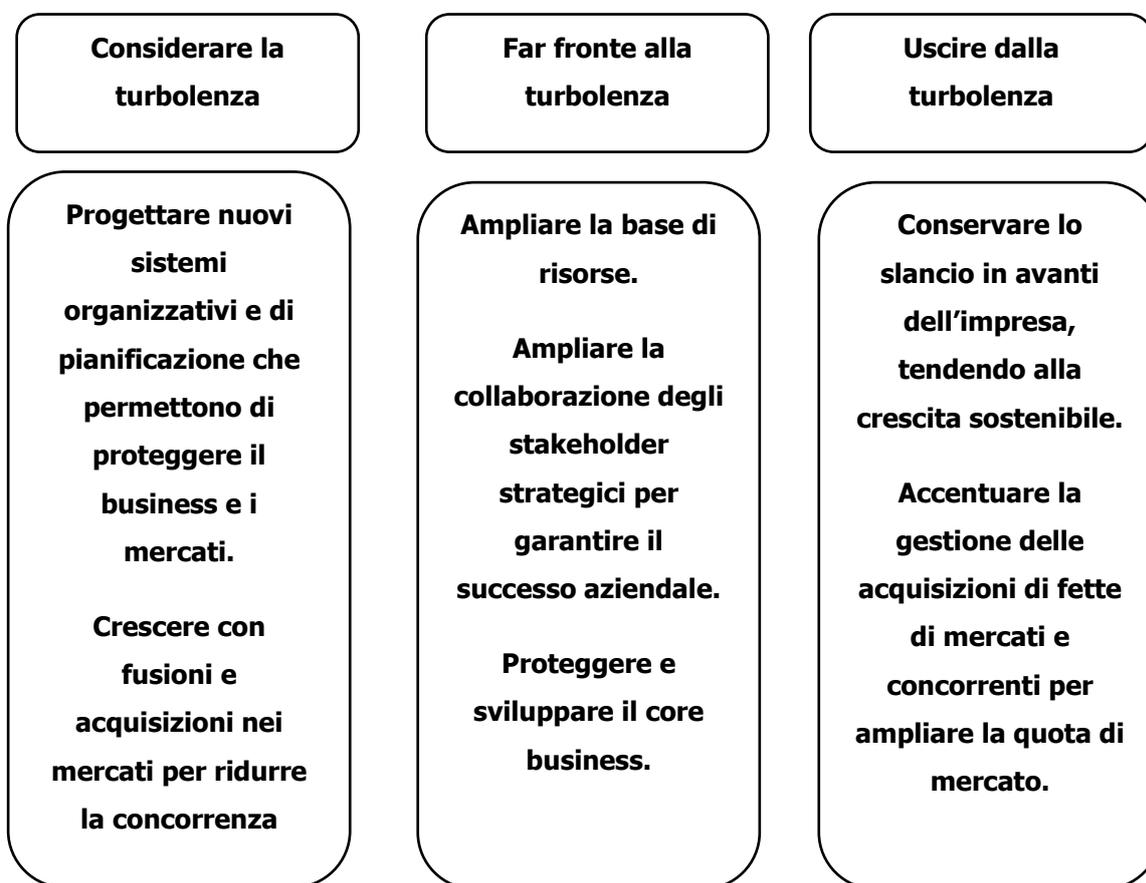


Il cambiamento del prezzo del petrolio ad esempio ha messo in crisi il modello di business di molte compagnie aeree.

Una gestione non particolarmente attenta della pandemia da coronavirus del 2020 ha generato in alcuni paesi in via di sviluppo un rallentamento della crescita accentuando il ritardo nei processi di crescita e aumentando i tassi di povertà assoluta.

La recente pandemia ha colpito, dopo l'iniziale comparsa in Cina, i paesi europei e nei mesi di aprile e maggio 2020 era ampiamente prevedibile che si sarebbe spostata in altri continenti; in America Latina è stato trascurato l'effetto che una cattiva gestione sanitaria dell'epidemia avrebbe avuto sul PIL di queste nazioni (un caso di errate previsioni o previsioni ritardate).

Philip Kotler nel suo libro "Chaotics" del 2008, affronta e suggerisce un nuovo modo di valutare e affrontare i cambiamenti repentini che possono apportare turbolenze ai mercati internazionali.



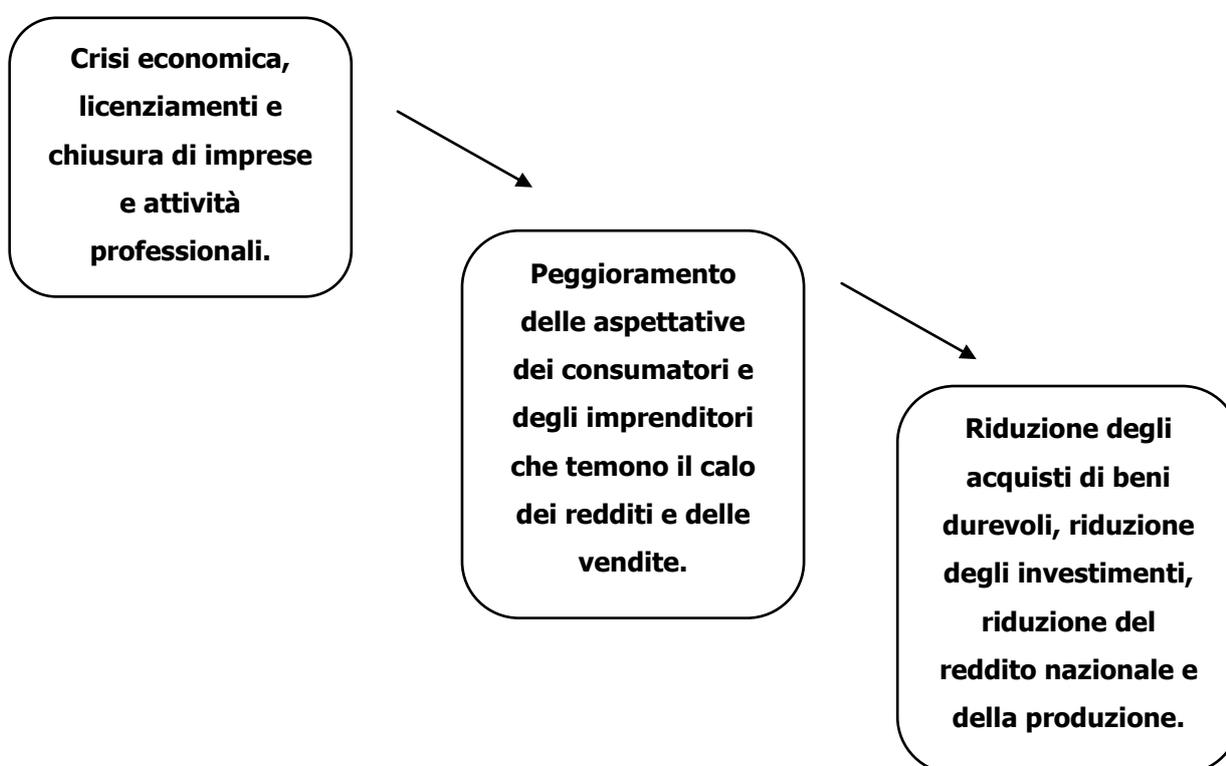
Quali elementi monitorare nelle fasi di incertezza? Le scelte dei consumatori, è dimostrato ad esempio dalla letteratura economica empirica, che risentano pesantemente dei dubbi circa il futuro.

Alle medesime conclusioni si può giungere vedendo l'andamento al ribasso che ha contraddistinto i mercati dei beni e i mercati finanziari dopo la grande crisi del 2008 e durante l'emergenza dovuta alla diffusione della pandemia causata dal coronavirus.

Nelle fasi di profonda incertezza, come anche durante i primi anni della grande crisi del 2008, le persone e le imprese tendono a rimandare consumi e investimenti.

Il reddito cala a causa dei licenziamenti, così si riduce la domanda di beni a cui le imprese normalmente fanno fronte con la loro offerta e questo determina minori flussi reddituali e finanziari, che finiscono col far rinviare agli agenti economici le decisioni di acquisto e di investimento.

La sequenza è generalmente la seguente:



Una situazione di questo tipo può compromettere la sostenibilità di molte imprese; quindi, solo delle scelte attente e un profondo e continuo esame dell'ambiente esterno può permettere di intercettare tempestivamente le fasi di crisi.

Una buona prassi, idonea a garantire la continuità gestionale, è quella di programmare e creare delle scorte di liquidità che possono, al pari delle scorte minime di garanzie dei beni circolanti (magazzino merci e materie), assicurare alle imprese di poter reagire tempestivamente ad una improvvisa e brusca crisi esogena.

La liquidità di emergenza in genere è pari al volume degli acquisti medi programmati nei 100/150 giorni successivi:

$$SL = Db * \alpha$$

Dove SL è la scorta di liquidità data dalla giacenza media dei debiti a breve termine moltiplicato per un coefficiente  $\alpha$  (un numero positivo normalmente compreso tra 0 e 1) che è calcolato e tiene conto degli impegni di ciascuna impresa.

Più tale valore si avvicina ad 1 e più è probabile che l'impresa riesca a organizzare e gestire una riserva di liquidità in grado di poterle assicurare una continuità nei pagamenti anche in situazioni di emergenza.

## **2.7 La gestione dei rischi di impresa nella prevenzione della crisi**

L'attività di impresa è per definizione rischiosa; avviare una qualunque iniziativa economica richiede almeno tre azioni, non di facile realizzazione, il cui perfezionamento non è comunque in grado di garantire all'imprenditore un successo sicuro, vediamole:

- 1) La scelta dell'attività che si vuole intraprendere richiede una attenta conoscenza della concorrenza, del vantaggio competitivo di cui si pensa di poter disporre, dell'organizzazione del mercato, della presenza di particolari normative e autorizzazioni. In questo caso possiamo parlare di rischio specifico o rischio proprio di impresa, caratterizzato da analisi economiche, giuridiche e tecniche prodromiche all'avvio di ogni business;
- 2) La scelta dei mezzi finanziari per la fase di start up necessaria a consentire l'acquisto dei fattori produttivi indispensabili alla gestione. Il giusto mix di capitale proprio e capitale di terzi, tenendo in considerazione che normalmente il costo finanziario è più elevato per le nuove imprese, che per quelle esistenti che realizzano piani di sviluppo;
- 3) La scelta della struttura organizzativa più idonea a creare una proposta che sia in grado di essere attrattiva sia sotto il profilo del valore da trasferire ai clienti, che in termini di costi e di modelli gestionali interni (capitale fisico, tecniche di produzione, logistica, capitale umano).

Ognuna di queste attività, tanto in fase di avvio che di sviluppo, presenta molti rischi, di varia natura. Il rischio è connaturato, soprattutto negli ultimi anni, all'incertezza presente nei mercati.

Un'ulteriore dimensione del rischio deriva dall'estrema difficoltà di poter prevedere gli eventi e i cambiamenti radicali che possono incidere in modo sostanziale sul modello di business delle imprese.

I primi studi sul rischio di impresa che risalgono addirittura agli anni venti del secolo scorso (cfr F. H. KNIGHT 1921 Risk, uncertainty and profit, Houghton Mifflin, Boston), evidenziavano una stretta

relazione tra l'attività economica e il rischio. Rischio che veniva associato alla condizione di naturale incertezza che non può essere misurata e dalla quale possono emergere perdite e difficoltà economiche.

Gli studi successivi assegnavano un rilievo sempre maggiore al comportamento degli agenti economici, ipotizzando delle aspettative razionali e dei mercati perfettamente funzionanti e in grado di eliminare o ridurre ogni tipo di rischio.

Negli anni settanta un settore di studi, denominato l'economia comportamentale, dimostrò che la razionalità non era la regola e che molte delle variabili economiche, soprattutto le dinamiche che ne determinavano l'andamento nel tempo, non fossero di facile previsione e che l'equilibrio generale e l'assenza di rischio non erano condizioni naturali.

La limitatezza della razionalità che muove gli agenti economici crea incertezza e l'incertezza diventa una nuova variabile che va gestita, e che nel campo delle teorie del Risk Management si è andata a sommare a tutti i rischi classici (rischio operativo, rischio finanziario, rischio organizzativo etc).

E così a partire dagli anni novanta, e in particolare nel campo della finanza, diverse prassi e alcune normative hanno suggerito alle imprese, e in taluni casi imposto, di dotarsi di strumenti di valutazione e gestione dei rischi per cercare di ridurre gli effetti sistemici della gestione dell'incertezza, oltre che per razionalizzare, per quanto possibile, la gestione aziendale.

I primi modelli di Risk Management erano in particolar modo sbilanciati sulla visione finanziaria dei rischi e sulla possibilità di copertura degli stessi.

Oggi i rischi vengono visti non solo come fonte di minaccia, e conseguentemente come un'uscita o un costo da sostenere per la loro copertura, ma anche come un'opportunità; è cercando di muoversi a partire dal concetto di incertezza che il rischio può essere valutato come un elemento positivo che spinge l'organizzazione a confrontarsi con le difficoltà, piuttosto che trascurarle e ignorarle, consentendo al management di risolverle migliorando la gestione dell'impresa. Infine, valutando e disciplinando le difficoltà, in particolare le criticità rispetto ai propri concorrenti, si può decidere di cambiare il modello di business riducendo il rischio e sfruttando nuove chance di crescita e nuovi mercati.

I sistemi di ERM (enterprise risk management) rappresentano la logica evoluzione di processi organizzativi e normativi che, anche sulla scia della grande depressione del 2008, hanno trovato sempre più spazio nei modelli di governance delle imprese.

Prevenire la crisi richiede di doversi confrontare con azioni rivolte al monitoraggio dei rischi, specialmente con quelli potenzialmente di maggiore impatto e che possiamo raggruppare, per semplicità, in tre grandi categorie: il rischio operativo, il rischio finanziario e il rischio organizzativo.

Strutturare un modello di risk management è un'attività complessa e costosa, ma seppur in modo semplificato la gestione del rischio non può non far capolino nel cruscotto degli attrezzi di un imprenditore che voglia intraprendere e sviluppare la sua azienda.

Un modello semplificato di gestione del rischio di impresa potrebbe essere integrato, ad esempio, nel modello di programmazione e controllo di gestione.

Nell'analisi dei punti di forza e debolezza, così come in quella dell'ambiente interno, l'impresa è obbligata a confrontarsi con i propri limiti ed alcuni di questi limiti, tipo quelli di capitale e quelli organizzativi, possono rappresentare dei rischi.

Un modello semplificato di ERM, da applicare alle PMI, potrebbe essere integrato nel sistema di programmazione e controllo inserendo, dopo l'analisi delle opportunità e delle minacce, un metodo di identificazione e valutazione dei principali rischi a cui l'impresa è soggetta.

In sintesi, un breve e semplificato modello di risk management può prendere avvio e spunto dalla pianificazione aziendale estendendo il modulo dell'analisi SWOT in modo da prevedere le seguenti attività:

- identificazione del rischio e sua classificazione;
- valutazione economica del rischio;
- gestione del rischio e sua attribuzione ad un centro decisionale;
- copertura del rischio se conveniente o suo monitoraggio.

L'identificazione del rischio potrebbe procedere secondo le seguenti linee operative: l'individuazione; la classificazione secondo opportuni parametri.

Per esempio se l'impresa opera sui mercati internazionali e fa acquisti di materie prime e rivendita di manufatti si troverà a dover affrontare il rischio di prezzo dei fattori intermedi. In tal senso diventa importante controllare e verificare le possibili oscillazioni nei prezzi delle materie prime, i cambiamenti della domanda, le questioni geopolitiche e il rischio paese per chi esporta, il rischio di cambio, il rischio finanziario, il rischio di cambiamenti nella struttura dei tassi di interesse.

Dopo aver individuato i rischi questi devono essere classificati secondo la loro competenza operativa, finanziaria o organizzativa.

Il rischio di variazione dei prezzi, ad esempio, è certamente annoverabile tra i rischi operativi, mentre il rischio di cambio è configurabile tra quelli finanziari.

L'individuazione potrebbe avvenire attribuendo all'evento una classe di rischio:

- 1) alto;

- 2) medio;
- 3) basso.

La definizione del grado di rischiosità dipende dalla valutazione economica e dalla probabilità che l'evento si verifichi.

Quando si entra nella valutazione economica si finisce con l'esprimere valutazioni, necessariamente soggettive e, quindi, non sempre di facile quantificazione.

Il rischio, ad esempio, di deperimento di materiali o prodotti che hanno durata limitata nel tempo e che fanno parte delle scorte di magazzino, dipende dalle modalità di conservazione e, inoltre, dalla possibilità di essere venduti prima della loro scadenza.

Il rischio è sempre dato dal prodotto della probabilità che l'evento si verifichi per il costo economico che l'impresa subirebbe:

$$R_{dm} = P_{dm} * C$$

La valutazione del rischio R, relativo nel ns caso alla situazione dm (Deperimento Merce), dipende dalla probabilità che l'evento deperimento si verifichi, moltiplicato per il costo che si dovrebbe sostenere (il costo di produzione sostenuto per il bene invenduto a cui sommare il costo di smaltimento).

Se la probabilità del deperimento della merce XE mediamente si verifica una volta l'anno, e secondo le statistiche storiche è stimabile con una probabilità del 2,5%, il costo del prodotto e quello dello smaltimento è determinabile in complessivi euro 150.000,00, avremo:

$$R_{dm} = 150.000 * 2,5\% = 3.750.$$

Come classificare il rischio dopo averlo individuato e misurato?

Intanto, è opportuno comprendere se il rischio è rilevante o meno. E per far ciò occorre determinare una soglia di rilevanza che porti ad escludere quelli che sono sotto soglia, poiché ritenuti trascurabili.

La soglia potrebbe essere determinata nel seguente modo: la media tra il 2% del valore del patrimonio netto e il 10% dell'utile. Se il rischio che nel nostro esempio ammonta ad euro 3.750 è al di sotto della soglia non deve essere fatto nulla.

Se, invece, il rischio si colloca sopra la soglia l'impresa dovrà decidere se coprirlo (magari stipulando una assicurazione, ove possibile), o implementare delle prassi organizzative per presidiarlo e attenuarlo. Nell'esempio fatto, per ridurre la probabilità di deterioramento dei prodotti, sarà necessario intensificare i controlli e mapparli classificandoli per scadenza.

Dopo aver deciso quali rischi presidiare e quale modello implementare per ridurre le criticità, che possono condurre un'impresa alla crisi, è opportuno vedere quali leve si possono attivare per aumentare la profittabilità e agire sulla competitività.

Del resto il miglior modo per prevenire la crisi è quello di avere una gestione orientata alla massimizzazione del profitto.

Il vantaggio competitivo è uno dei fattori di successo che più di ogni altro deve essere valutato e mantenuto.

## 3.

---

# L'analisi del vantaggio competitivo nella prevenzione della crisi

### **3.1 Il vantaggio competitivo**

Ci sono molte definizioni di vantaggio competitivo e alcune di queste sono abbastanza esplicative e lo definiscono come l'attitudine di un'impresa a conseguire una redditività migliore e più durevole rispetto a quella dei competitor; senza dubbio il vantaggio competitivo è in una visione qualitativa quella particolare competenza distintiva che permette ad una organizzazione di riuscire a sviluppare e mantenere nel tempo delle risorse che possono costituire la chiave del proprio successo.

Una delle caratteristiche di maggior rilievo, che soprattutto in passato veniva riconosciuta al vantaggio competitivo perché potesse generare dei differenziali di redditività, era quella di poter essere sostenibile nel tempo.

La mutevolezza del contesto e le continue e dirompenti innovazioni tecnologiche, ci fanno comprendere che è molto complicato poter mantenere nel medio-lungo periodo un vantaggio competitivo.

Interessante è il libro di Rita Gunther McGrath dal titolo "La fine del vantaggio competitivo", in cui l'autrice partendo dall'osservazione di un mercato in continuo cambiamento, ritiene che le strategie aziendali, basate sulla stabilità del vantaggio competitivo, sono da rivedere perché questo è sempre più provvisorio. Le imprese devono abituarsi a passare da un modello di business ad un altro o nei casi più avversi devono essere pronte ad uscire dal mercato di riferimento, liquidando l'attività o entrando in nuovi mercati.

Al di là della stabilità e dalla durata del vantaggio competitivo, ogni impresa per crescere e prosperare deve poterne conseguire uno.

Lanciare un nuovo prodotto ed entrare in un nuovo mercato obbliga ciascun imprenditore a doversi domandare, cosa manca ai propri beni rispetto a quelli dei concorrenti, e cosa potrebbe caratterizzare il proprio prodotto in modo da poterlo differenziare e rendere migliore di quello degli altri.

Talune volte il management può essere portato a pensare in questo modo: "se realizziamo questo prodotto la gente lo comprerà!"; ma non sempre le cose vanno per il meglio. Il successo richiede analisi

e ricerche profonde, che sono comuni ad ogni iniziativa economica e che riguardano sia la grande impresa che la piccola. Le indagini e gli studi di fattibilità sono importanti anche nelle piccole imprese.

Ad esempio, la scelta di aprire un ristorante richiede l'analisi del mercato. Non è sufficiente dirsi e ripetersi "noi cuciniamo bene e tutti apprezzeranno le nostre ricette", occorre valutare molte questioni, come: quanti ristoranti ci sono in zona; che tipo di cucina offrono; quali prezzi praticano; se prevalgono i ristoranti di carne o di pesce; se ci sono delle pizzerie; se i ristoranti sono aperti a pranzo e cena; quanti coperti hanno; se la zona è turistica; se ci sono molti residenti; se è una zona di passaggio; è utile andare a cena in ognuno di questi ristoranti e capire i loro punti di forza e di debolezza, chi è più bravo ed ha più qualità; quali offrono un buon rapporto qualità prezzo; quanti clienti hanno; quali di questi ha molte richieste ed è particolarmente apprezzato; se in zona sono previste ulteriori aperture di ristoranti; se i bar o le enoteche sono in procinto di espandere il loro business offrendo pasti a pranzo o cena; se la zona è frequentata da una clientela di giovani o di adulti; se la zona è di tipo residenziale o meno; se recentemente ci sono state delle chiusure di attività simili; se sono previsti cambiamenti nella viabilità etc. etc..

Le variabili, come visto, sono numerose e numerose sono anche le analisi da fare. Il vantaggio competitivo non nasce casualmente. A questo punto ci si deve chiedere quali sono le caratteristiche del vantaggio competitivo. Il vantaggio competitivo deve poter creare valore per il cliente e questo può avvenire fornendo un servizio o vendendo un bene di ottima qualità, oppure un bene che non ha sostanziali differenze rispetto a quelli dei competitor ma viene offerto ad un prezzo più basso.

Una delle caratteristiche per cui un vantaggio competitivo risulti stabile, seppur limitatamente nel tempo, è quella di riuscire a rendere diverso il prodotto o il servizio e soprattutto non imitabile.

Ecco come nasce il vantaggio competitivo:



**Le fonti esterne** sono in grado di generare un vantaggio; tra queste c'è sicuramente l'aumento della domanda dei consumatori. La domanda può aumentare in modo stabile o transitoriamente a seguito di mode che spingono verso l'alto il consumo di particolari beni o servizi. Pensiamo al cambiamento climatico e alla green technology che, negli ultimi anni, ha incrementato il fatturato delle imprese che producono pannelli solari. Alcuni settori possono passare da semplici nicchie di mercato a veri e propri mercati trainanti.

Il mutamento tecnologico è una di quelle fonti che più di altre possono far acquisire un vantaggio competitivo; le imprese che per prime si sono specializzate nell'information e communication technology hanno potuto beneficiare dell'ampliamento del mercato di riferimento e delle innovazioni che hanno reso più interessanti i loro prodotti.

L'aumento del prezzo del petrolio ha reso, negli ultimi anni, sempre meno conveniente il motore a scoppio, obbligando le imprese del settore automotive a lanciare nuovi veicoli. Così sono comparsi sul mercato nuovi player che hanno investito sulle tecnologie di trasporto green (Tesla).

Ai cambiamenti esterni le imprese possono reagire in modi diversi: innovando e creando i cambiamenti; oppure imitando le imprese che innovano; infine, subendo i cambiamenti senza reagire (o reagendo in modo sbagliato) finendo col rischiare di entrare in crisi ed uscire dal mercato.

Ecco perché, come spesso si è scritto in questo documento, diventa fondamentale analizzare l'ambiente esterno e cercare di capire i mutamenti e i cambiamenti all'orizzonte.

**Le fonti interne** che possono generare un vantaggio competitivo sono essenzialmente dovute all'innovazione di processo e all'innovazione di prodotto.

Le imprese che riescono a cambiare il proprio modo di lavorare innovando continuamente, sono quelle che più di altre si garantiscono profitti durevoli nel tempo.

Per poter innovare è necessario porsi la seguente domanda: in che modo potrei fare il mio prodotto, o il mio servizio, assicurando ai clienti un maggior valore rispetto a quello che offro oggi?

Un tipico esempio di innovazione organizzativa è quella delle attività circensi, in particolare del Cirque du Soleil. Il circo è una attività in crisi, ma questi artisti hanno saputo cambiare e rendere una attrazione, normalmente riservata ai bambini, uno spettacolo artistico di buon livello mettendo in scena un'esperienza multidimensionale di assoluto pregio (musica, ballo, acrobazie etc).

Un altro caso di innovazione organizzativa riguarda i giornali gratuiti offerti nelle grandi città. Questo è un classico esempio di nuovo modello di business; caratterizzato da una nuova concezione delle informazioni, facili da leggere e gratuite, con una larga diffusione e una buona raccolta di pubblicità (fonte principale di guadagno di queste imprese). Un modello che ha messo in difficoltà, insieme all'avvento di internet, i quotidiani tradizionali.

L'innovazione organizzativa è facilmente imitabile e quindi può essere superata e accantonata.

I vantaggi competitivi stabili sono legati generalmente alla tecnologia. E anche la tecnologia può essere compresa e imitata (eccezion fatta per le innovazioni brevettabili).

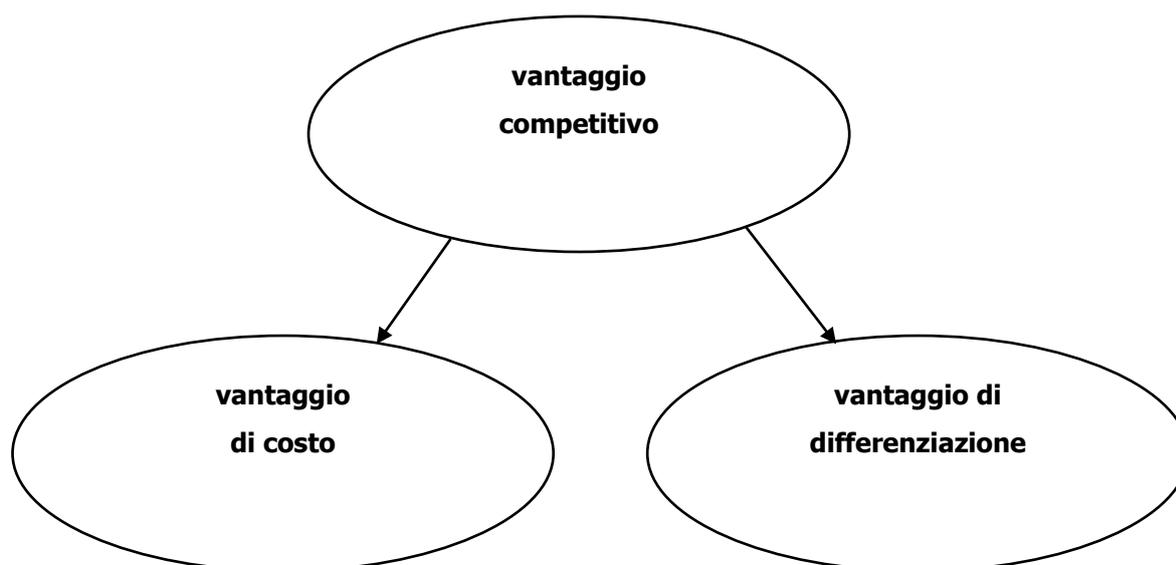
La grande pressione esercitata dalla concorrenza ha cambiato il concetto di stabilità del vantaggio in un nuova visione: quella delle ondate di vantaggi competitivi; ovvero di particolari fenomeni che generano situazioni di leadership ma per durate limitate. Appunto come un'onda marina che sale per poi discendere o addirittura infrangersi sugli scogli.

Per questo motivo bisogna saper cavalcare la prima onda e le successive passando da un vantaggio ad un altro; la strada per fare ciò è l'innovazione, il cambiamento di settore, il miglioramento continuo.

La stabilità del vantaggio competitivo dipende in larga parte dalle imperfezioni del mercato. L'economia politica ci insegna che il saggio del profitto (= profitti diviso capitale investito) tende a livellarsi perché ogni imprenditore se percepisce che in un settore c'è una sovra-rendita sarà spinto ad entrarvi; ma l'ingresso di nuovi imprenditori ridurrà le quote di mercato, ridurrà i prezzi e porterà alla riduzione dell'extra profitto.

Quindi, nel medio termine non vi sono mercati che possono assicurare vantaggi durevoli e alti profitti. Presto o tardi aumenteranno i concorrenti, il vantaggio acquisito si ridurrà e la concorrenza cambierà le cose.

I diversi tipi di vantaggio competitivo sono:

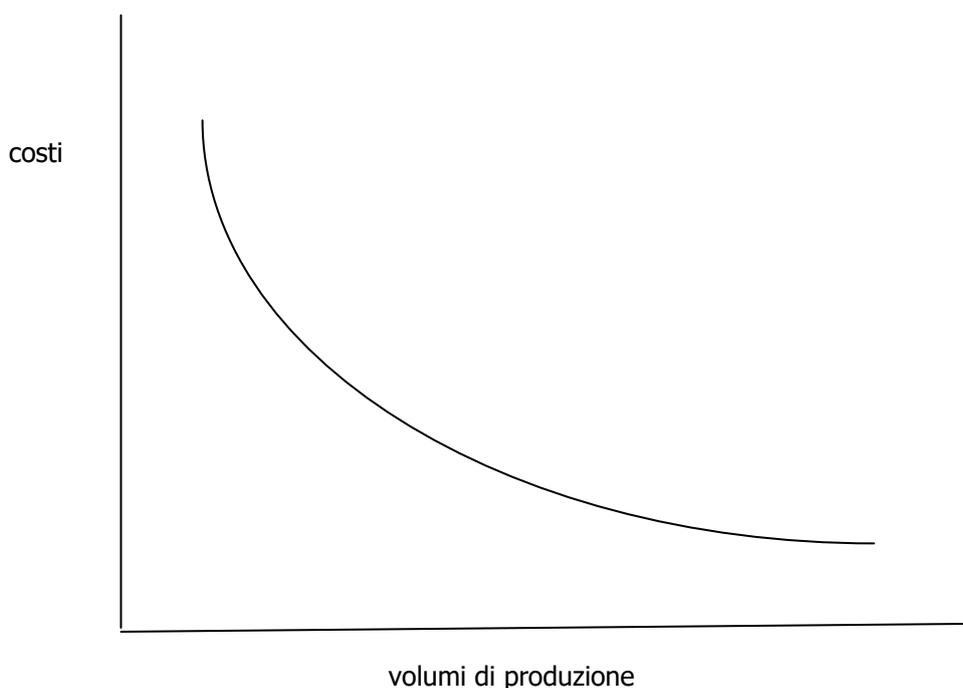


### **3.2 La leadership di costo**

La leadership di costo è difficilmente ottenibile nei mercati concorrenziali ed è più consueta dei settori caratterizzati da oligopoli.

Vista la mutevolezza del contesto economico il vantaggio competitivo che deriva dall'essere leader del mercato per la capacità di minimizzare i costi, non deve far ben sperare, almeno non troppo a lungo.

L'unica possibilità di mantenere la quota di mercato contando sull'efficienza produttiva (economie di scala interne, economie di apprendimento e di esperienza) e quindi sulla possibilità di spendere meno per produrre un bene, deriva dalla capacità di espandere la produzione riducendo i costi unitari; anche se la riduzione dei costi unitari, soprattutto quelli fissi e semi fissi, non sempre può tendere all'infinito. Valga il seguente grafico:



Presto o tardi qualche impresa potrebbe rivoluzionare il suo modello produttivo e conseguire dei risparmi che le permettono di ridurre i prezzi innescando una guerra al ribasso che farà cessare ogni rendita di posizione.

Da cosa deriva la leadership di costo. Proviamo a dare una spiegazione matematica:

- ipotizziamo un mercato del bene X soddisfatto dall'offerta di due imprese A e B;
- ipotizziamo una elevata sensibilità e attenzione al prezzo da parte della domanda dei clienti;
- ipotizziamo che il prezzo dipende dai costi di produzione.

Date queste ipotesi avremo:

$$Q = Z [ 1/N - \beta ( P_a - P_b ) ]$$

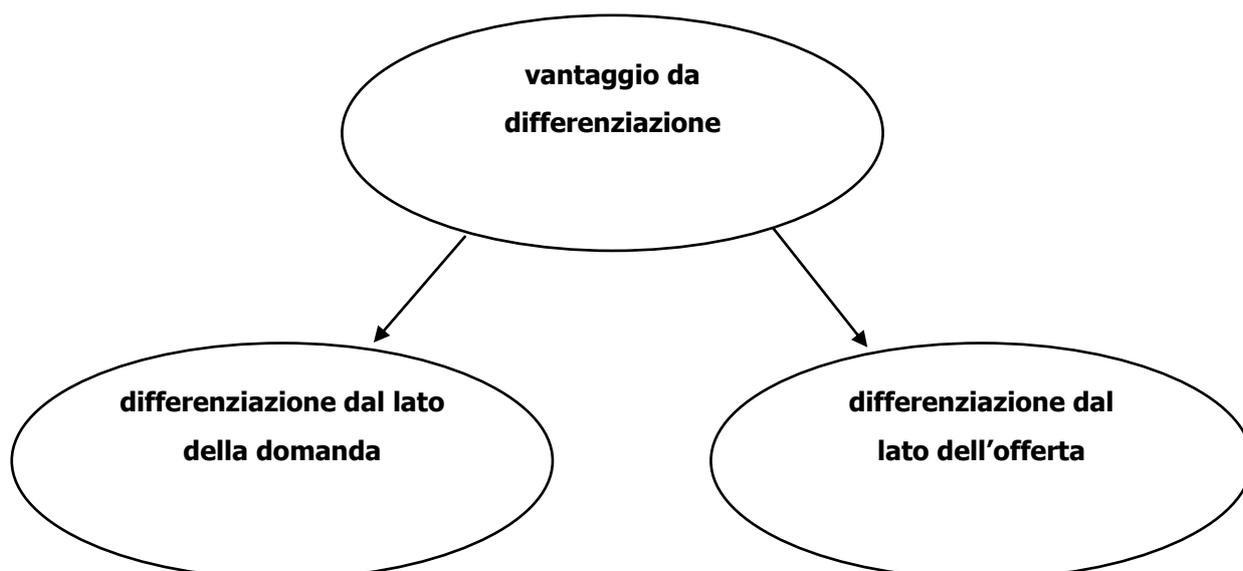
Dove Q è la quantità di beni venduti dall'impresa che dipende dalla domanda del settore espressa con Z e dalla numerosità delle imprese 1/N (più imprese ci sono meno quota di vendite avrà ciascuno); beta è un coefficiente di reazione delle vendite alla variazione del prezzo e in parentesi tonda c'è la differenza del prezzo tra i beni offerti dall'impresa A e il prezzo offerto dal concorrente B.

Nel nostro caso il rapporto 1/N non è significativo perché ipotizziamo che le imprese siano due e non entrino altre imprese.

È intuitivo che la quantità Q che l'impresa A può vendere dipende dal differenziale di prezzo che può praticare rispetto a B.

Questo vale soprattutto nei mercati oligopolistici, ma il principio governa normalmente anche i mercati concorrenziali.

### **3.3 Il vantaggio competitivo derivante dalla differenziazione**



### **3.4 L'analisi della differenziazione dal lato della domanda**

L'analisi della differenziazione della domanda obbliga le imprese a comprendere quali sono le caratteristiche del prodotto offerto che possono attrarre i clienti.

È un esercizio molto importante, e non semplice, che spinge il management a comprendere quali sono per i clienti i criteri di scelta, e una volta individuati si deve provare a posizionare il prodotto in base alle richieste e alle preferenze.

Un metodo di analisi è quello di analizzare i beni cercando di capire – spesso con delle interviste – quali sono i tratti salienti che hanno portato gli acquirenti a sceglierli.

La suddivisione dei prodotti secondo i criteri di scelta permette di capire quali sono le principali caratteristiche che ne stimolano l'acquisto.

Questo tipo di analisi è utile perché aiuta le imprese a capire quali bisogni non soddisfatti ci sono nei mercati simili, consentendo di spostarsi su segmenti diversi senza cambiare le caratteristiche del prodotto, andando ad intercettare nuovi segmenti di domanda.

Analizzare la domanda significa anche, per quanto possibile, cercare di comprendere le mode, le tendenze in atto, i costumi sociali e le preferenze che i clienti esprimono in base all'ambiente sociale di riferimento.

Non fare attente analisi delle preferenze dei consumatori trascurando i mutamenti nei costumi e nei comportamenti sociali può costare molto caro.

Ad esempio la Sony - come riporta R. G. Mc Grath nel suo lavoro "La fine del vantaggio competitivo" del 2013 - ha avuto per tanto tempo la leadership mondiale nel settore della produzione e vendita di televisori a colori. Una sorta di autocompiacimento ha impedito ai manager della Sony di controllare quello che stava accadendo nel mercato e nella concorrenza.

Da quanto riferisce l'autrice, nel testo citato, i dirigenti della Sony rimasero incuranti al lancio di nuovi televisori al plasma, ritenendo che la tecnologia Trinitron, da loro sviluppata, era di elevata qualità al punto da non dover temere alcuna forma di concorrenza.

Le cose, purtroppo, andarono diversamente. La Sony perse quote di mercato e alla fine dovette recuperare inseguendo le nuove tecnologie e le mutate preferenze dei clienti, che dimostrarono di apprezzare i televisori al plasma.

La stessa cosa è accaduta alla Nokia e alla RIM (la società che gestiva il BlackBerry). Come ricorda R. G. Mc Grath la comparsa dei primi smartphone, in particolare quelli della APPLE, non preoccuparono particolarmente la dirigenza delle due aziende, che non riteneva insidiosi i nuovi prodotti. Anche in

questo caso la storia ha avuto un esito infelice, ed entrambe le imprese sono state messe in forte crisi dalla comparsa dei nuovi cellulari e si sono trovate a dover inseguire il mercato e le tendenze.

Gli esempi sembrano eclatanti e potrebbero apparire poco adattabili al mondo delle piccole imprese. Ma non è così.

La stessa cosa potrebbe capitare all'imprenditore che gestisce il bar di quartiere.

Ipotizziamo di parlare di un bar aperto negli anni novanta in un quartiere con pochi residenti e pochi concorrenti. Il nostro imprenditore agli inizi ha un certo successo perché non aveva competitor e godeva di una posizione di vantaggio.

Puntava sulla qualità dei prodotti offerti (dolci e gastronomia) e aveva la disponibilità di molti frigoriferi che gli permettevano di vendere il latte, le bevande e i gelati, soddisfacendo la domanda dei clienti del quartiere, dove non erano presenti molti negozi di generi alimentari.

Le cose nel tempo sono cambiate; hanno aperto altri bar e dei piccoli supermercati. Le persone non entrano più così spesso nel suo bar per comprare il latte o i gelati confezionati. Il locale seppur gradevole per il suo stile vintage non è mai stato rinnovato e mostra i segni del tempo e anche la sua offerta è ferma. I bar concorrenti all'ora di pranzo servono una gastronomia interessante offrendo delle gustose insalate e dei primi piatti. Nel pomeriggio avanzato servono degli aperitivi riuscendo ad attrarre molte persone giovani e gli impiegati che sono nel quartiere e finiscono il loro turno di lavoro.

Durante l'estate i concorrenti vendono gelati artigianali avendo investito in macchine per fare il gelato, mentre il nostro negoziante continua a vendere gelati confezionati.

Cosa è accaduto a questo imprenditore che perde clienti e fatturato e che sta entrando in crisi?

Semplicemente non ha guardato oltre il proprio naso, o per meglio dire oltre la porta del proprio negozio. Non è stato in grado di rinnovarsi, di vedere quali preferenze e quali mode si stavano affermando. A continuato a fare il suo lavoro nello stesso modo, seppur il mondo e i bisogni intorno a lui erano cambiati.

Non esaminare i clienti e la concorrenza è un errore imperdonabile e spesso la crisi inizia da questa incuranza.

### **3.5 L'analisi della differenziazione dal lato dell'offerta**

La novità o l'unicità del prodotto e del servizio (o del modo di offrirlo) genera ai clienti un'importante utilità, che spesso è in grado di far conseguire un vantaggio competitivo.

Nel campo del trasporto aereo la prima compagnia che offrì ai suoi clienti un servizio di convenienza legato ai voli ripetuti fu l'American Airlines; elaborò un programma di frequent flyer che garantiva un buon servizio e degli sconti in funzione dell'uso della propria compagnia. Questo le permise di acquisire nuovi clienti.

Ben presto fu imitata e il vantaggio cessò, ma l'idea era stata buona e dimostra che per migliorare la propria capacità di penetrare il mercato si devono mettere in campo delle strategie e delle idee innovative che aiutano a differenziare la propria offerta da quella dei competitor.

L'analisi della differenziazione, tanto dal lato della domanda quanto da quello dell'offerta, impegna risorse – tempo e costi – ma è fondamentale per la riuscita di ogni business.

Inutile, avviare una attività, produttiva o commerciale che sia, se non vi è alla base una attenta analisi dei bisogni e dei prodotti dei concorrenti.

La differenziazione dal lato dell'offerta è la scelta vincente e spesso è connessa ad una puntuale identificazione delle necessità di cui il mercato ha bisogno (analisi dal lato della domanda, come si vede le cose si intrecciano).

Il vantaggio competitivo, nonostante sia sempre meno durevole nel tempo, resta una delle grandi leve di gestione aziendale; una leva che può consentire alle imprese di raggiungere e conseguire risultati economici lusinghieri, mantenendo alti profitti e "conti in ordine".

### **3.6 la catena del valore**

Uno degli strumenti che permette di poter valutare l'esistenza di un solido vantaggio competitivo è quello di comprendere e analizzare la propria catena del valore.

Le imprese producono beni e servizi e per farlo si approvvigionano di materie prime e semilavorati e quindi hanno rapporti continui col mondo esterno (i fornitori). La consegna tempestiva e la mancanza di difetti consente a qualsiasi processo produttivo di aumentare la propria efficienza; quindi, instaurare proficui rapporti collaborativi con i propri fornitori diventa un fattore di successo.

Il caso Toyota è un esempio di valida e funzionale organizzazione della catena degli approvvigionamenti, che ha consentito all'impresa giapponese insieme ad altri fattori, di avere un discreto successo nei propri affari.

Il just in time e le altre modalità organizzative che hanno spinto la Toyota verso brillanti risultati, anche a discapito dei produttori di auto statunitensi ed europei, non sarebbero stati possibili senza la fattiva collaborazione dei fornitori.

L'integrazione nei processi di qualità dell'impresa giapponese ha consentito alti livelli di efficienza produttiva grazie ad una realtà aziendale profondamente integrata con la catena del valore interna ed esterna.

È evidente che uno dei punti di forza dell'organizzazione di ogni impresa sta nel saper combinare e usare le proprie risorse, sfruttando ogni valida sinergia con l'ambiente.

Le persone e le imprese mettono a disposizione risorse e know how che possono essere impiegate nelle varie attività produttive, sia primarie che secondarie.

Ogni mansione e ogni attività svolta è in grado di produrre valore per l'impresa, soprattutto se sono ben organizzate e ben coordinate.

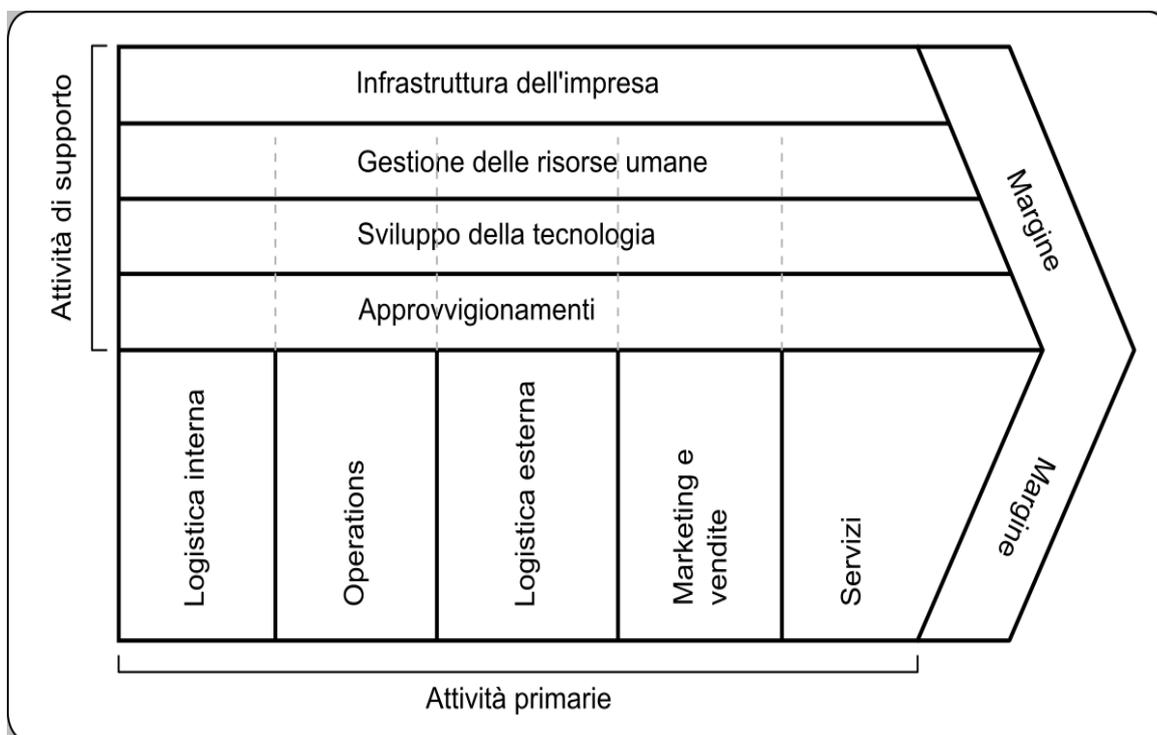
La catena del valore è proprio questo legame inscindibile che si crea con gli stakeholder e che costituisce l'ossatura del buon funzionamento di ogni sistema.

La catena del valore è quindi l'insieme di attività che un ente mette in campo per essere competitivo e per vendere i propri prodotti e servizi.

Anche la gestione delle operazioni di produzione interna sono essenziali e quindi ogni attività di gestione e di logistica possono aumentare l'efficienza aziendale.

I rapporti con la clientela e la rete commerciale sono di grande importanza e possono creare valore.

A tal proposito si veda la catena del valore di Michael Porter del 1985:



La divisione in attività principali e di supporto è forse, ai nostri giorni, non più così attuale. Il vantaggio competitivo si costruisce, gestisce e conserva solo con un attento e valido "giuoco di squadra".

Nessuna impresa può realmente produrre valore e mantenere un vantaggio competitivo senza un adeguato e importante aiuto delle funzioni secondarie che, soprattutto negli ultimi anni di turbolenze e instabilità socio-economiche, sono diventate essenziali (pensiamo alla funzione di programmazione e controllo, alla finanza, alla governance).

### **3.7 La gestione delle risorse**

Il vantaggio competitivo acquisito da un'impresa è la risultanza di più fattori, tra questi troviamo:

- valide politiche di differenziazione;
- analisi puntuale del proprio settore e dei propri prodotti;
- valorizzazione della propria catena del valore;
- attenta gestione delle risorse.

Le imprese che conseguono e difendono il proprio vantaggio possono godere di un saggio del profitto che spesso è superiore alla media del settore.

Chiaramente la concorrenza e la competizione possono ridurre tale vantaggio.

Le risorse di cui dispone un'impresa, che siano tangibili o intangibili, devono essere sfruttate e valorizzate per divenire la fonte da cui trarre un vantaggio durevole.

Le risorse devono avere le seguenti caratteristiche:

- devono essere inimitabili;
- insostituibili;
- non essere soggette ad obsolescenza o comunque devono poter essere rinnovate;
- devono poter essere accresciute ed implementate.

Solo rispettando queste condizioni le risorse potranno trasmettere valore all'impresa.

Nell'attuale economia e nel contesto sociale in cui viviamo una delle risorse più importanti è la conoscenza e la sua condivisione e disponibilità.

La conoscenza è spesso il frutto dell'esperienza ed è inscindibilmente legata al capitale umano.

L'organizzazione diventa quindi un fattore importante che può far crescere e prosperare la conoscenza acquisita, valorizzando il capitale e migliorando la gestione aziendale.

## 4.

---

# I fattori positivi e critici nella gestione organizzativa e nel governo societario

### **4.1 L'organizzazione aziendale**

L'organizzazione è la combinazione ottimale di risorse - persone, infrastrutture e mezzi - al fine di poter raggiungere un obiettivo e di farlo nel modo più efficace ed efficiente possibile.

Ogni struttura organizzativa deve convergere verso una suddivisione razionale dei compiti, dei poteri e delle responsabilità ripartendole tra le varie unità e strutture dell'impresa.

L'organizzazione, in particolar modo nelle imprese di medio-grandi dimensioni, può costituire un fattore di successo perché attribuisce all'impresa delle caratteristiche di snellezza, flessibilità ed efficienza che le facilitano il raggiungimento della propria missione.

Altre volte, invece, l'organizzazione finisce coll'essere un elemento che ostacola il rinnovamento e la crescita dell'impresa.

I più frequenti casi di criticità sono legati alla gestione del business e all'adeguamento e cambiamento che ogni organizzazione deve poter fare in seguito ai repentini mutamenti dell'ambiente competitivo.

La letteratura sul vantaggio competitivo, ad esempio, distingue tra risorse e capacità.

Le risorse di cui un'impresa dispone sono fondamentali – capitale fisico, intangibile ed umano – ma la cosa veramente importante è saperle usare e valorizzare.

Questo processo può essere innescato solo dall'organizzazione e dalla fitta rete di relazioni interne ed esterne con la filiera. Valide relazioni sono in grado di valorizzare e sfruttare il potenziale massimo di ogni risorsa.

Avere un macchinario moderno e tecnologicamente avanzato e non avere il personale adatto ad utilizzarlo, rende l'idea di come la cosa importante non sia la mera disponibilità dei beni ma il loro uso e la capacità di poterli gestire.

L'organizzazione è un processo basato sull'informazione e sulla comunicazione tra le persone e si sviluppa e consolida nel tempo, attraverso interazioni complesse.

Una capacità essenziale è quella di saper integrare, costruire e riconfigurare competenze interne ed esterne per affrontare ambienti in rapida evoluzione anticipando se possibile gli eventi.

La relazione che nasce dall'uso delle risorse nel processo di trasformazione dei fattori produttivi genera un auto apprendimento che diventa essenziale per migliorare i processi; qualsiasi strategia aziendale non può non tener conto delle capacità che nascono dall'esperienza e che diventano un'ulteriore risorsa. La formazione del personale ad esempio è alla base di ogni processo di miglioramento delle performance aziendali.

Allo stesso tempo l'organizzazione può risultare un punto di criticità, quando ad esempio:

- 1) si creano delle trappole organizzative, ovvero dei sistemi farraginosi che moltiplicano le connessioni e la documentazione tra entità e reparti, creando un ambiente troppo formale e burocratico, piuttosto che uno snello e lineare;
- 2) non si è in grado di valutare l'esplorazione di nuove possibilità organizzative e si finisce con l'essere vittima di autocompiacimento, temendo ed evitando il confronto con le novità (in genere la tecnologia) e col mondo esterno;
- 3) l'incoerenza organizzativa che si realizza quando si sceglie un modello più utile ad altre imprese, come il modello funzionale in un'impresa che lavora prevalentemente per commessa.

Le teorie evoluzionistiche ritengono che le imprese che non riescono ad adattarsi ai cambiamenti dell'ambiente rischiano di estinguersi. Per evitarlo è proprio la struttura organizzativa che deve essere in prima linea per analizzare e cogliere le novità dei mercati e attivare una reazione alle mutate condizioni.

La questione della Nokia e della RIM (la società che gestiva il BlackBerry) che è stata citata nei paragrafi precedenti ci insegna anche un'altra cosa: che spesso i manager non hanno la forza di mettere in dubbio le proprie idee e le proprie strategie e creano strutture di consenso e comportamenti che tendono a difendere lo status quo. Così si finisce con assumere posizioni autoreferenziali, e si tende ad avere difficoltà a riconoscere gli errori fatti; ad esempio l'errore di trascurare l'andamento del mercato, le sue evoluzioni, i nuovi prodotti e l'attitudine dei nuovi competitor a soddisfare meglio la domanda dei clienti.

Alcune volte le organizzazioni mostrano delle incrostazioni culturali e valoriali che per il management e la società, che ne subisce le scelte, possono essere fatali.

Del resto ogni buona strategia è fondata su tre concetti fondamentali:

- 1) studiare il passato e gli errori fatti;
- 2) posizionarsi bene nel presente per non ripetere gli errori e migliorare la propria performance;

- 3) anticipare il futuro e provare ad essere innovatori modificandolo (o adattarsi al futuro se si subiscono le innovazioni e i cambiamenti).

La leadership non è eterna e altrettanto il vantaggio competitivo: la durata media espressa in anni delle grandi aziende del listino USA Dow Jones, per esempio, era agli inizi del secolo scorso di circa 90 anni, mentre ora è di 16 anni.

Solo la General Electric è ancora quotata dalla fine dell'ottocento, cioè da quando nel 1896 il listino prese avvio.

L'organizzazione e il sistema di raccolta delle informazioni sono deputati a percepire ogni cambiamento in atto e se possibile anche quelli che si affacciano all'orizzonte; ecco perché in linea strategica una buona organizzazione è sempre alla ricerca di novità. Che sia direttamente l'imprenditore o un ufficio preposto è indispensabile andare alla ricerca di ogni indizio che può scorgere le possibili trasformazioni, in particolare quelle avverse e pericolose per il proprio business.

#### **4.2 il governo societario e la performance economica**

Visto che in questo documento si è cercato di affrontare la gestione e la prevenzione della crisi di impresa ci dobbiamo domandare se la corporate governance può migliorare o peggiorare la performance economica.

La letteratura scientifica è contrastante su questo aspetto; ci sono studi che evidenziano l'assenza di correlazione tra la performance e le pratiche di CG (vedi Bauer et al del 2003 Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance - September, 2003), mentre altri autori ritengono che un sistema di CG possa avere effetti positivi sulla valutazione economica di mercato di un media-grande impresa.

Uno degli aspetti più importanti nella governance futura, anche delle PMI, è quello di prevedere l'inserimento nei consigli di amministrazione di manager esterni all'ambito familiare e soprattutto indipendenti.

Anche gli organi di controllo e di revisione devono essere scelti accuratamente; i sindaci e i revisori devono essere realmente autonomi e in grado di poter esercitare, eventualmente, il proprio dissenso in modo libero e costruttivo.

### **4.3 La teoria economica tradizionale: i limiti del finance model**

Sulla base della teoria tradizionale dell'agenzia (Jensen, Meckling 1976), esiste una relazione positiva tra corporate-governance e prestazioni aziendali, e, per converso, una cattiva governance aumenta il rischio di impresa.

Il fondamento di questa teoria risiede nel presupposto che l'adozione di particolari modelli di governo societario, rendendo più stabile la vigilanza sul modello di business, crea le condizioni per migliori performance; in che modo? Appunto, attraverso un monitoraggio attento dell'attività di impresa la governance costringerebbe il top management ad investire in progetti con un valore attuale netto positivo e a ridurre sprechi, in modo tale che molti dei benefici ricadano sugli investitori esterni.

La teoria sostiene, inoltre, che gli addetti ai lavori delle società con modelli di governo non idoneamente congegnato hanno maggiori probabilità di adottare strategie sub-ottimali, manipolando le comunicazioni sociali per evidenziare sovra-prestazioni e resistere alle acquisizioni; in conseguenza di ciò i loro rendimenti economici sarebbero inferiori a quelli di imprese simili che hanno modelli di governo societario più estesi. (vedi. Core et al 2006). Adottando, invece, pratiche di buona governance, le imprese possono ridurre i costi di agenzia e migliorare la redditività. Per tali motivi, sulla base della teoria dell'agenzia, dovremmo riscontrare una relazione positiva tra le prestazioni delle società ed un alto rating attribuibile al modello di organizzativo implementato.

Tutti questi assunti non sono verificabili e riscontrabili dall'evidenza empirica, come hanno sostenuto molti studi internazionali. Inoltre, il supposto effetto positivo di aumentare la performance, ad esempio scoraggiando gli investimenti con un basso VAN, è spesso ottenuto, come vedremo più avanti, usando tassi di sconto troppo elevati che portano a determinare valori attuali netti negativi o ridotti, sconsigliando gli investimenti.

È opportuno che altri studi confermino l'esistenza di un legame positivo tra modelli di CG e performance aziendale.

Non essendoci un indirizzo univoco è difficile giungere ad una posizione chiara e definitiva; è evidente che un sistema di CG improntato all'implementazione di pratiche che assicurano una gestione attenta alla creazione e conservazione del valore nel medio e lungo termine e che si prodiga di promuovere il rispetto dei diritti di tutti i portatori di interesse possa, più di altri sistemi, ridurre i rischi e garantire, se non il raggiungimento di migliori performance economiche di breve periodo, certamente una conservazione del patrimonio aziendale nel tempo.

Tra i driver più rilevanti che un buon sistema di CG può introdurre nelle prassi decisionali delle aziende c'è con ogni probabilità l'attenzione dei manager e degli azionisti alla conservazione del valore dell'impresa nel futuro.

In effetti, negli anni pre-crisi molte imprese private hanno mostrato evidenti limiti di gestione strategica soprattutto nella scelta degli investimenti e delle politiche dei dividendi, entrambe spinte e votate per rispondere a logiche di breve termine.

Il rapporto di agenzia e le asimmetrie informative, che rappresentano i più rilevanti problemi nelle relazioni tra azionisti e management, hanno portato negli ultimi trent'anni, soprattutto le grandi imprese, ad una forte espansione di politiche di contrazione degli investimenti, in special modo quelli di lungo termine. Agli investimenti spesso sono state preferite attività di distribuzione dei dividendi e di riacquisto delle azioni per spingere le quotazioni trimestrali.

Strategie di questo tipo, tuttavia, minano i flussi indirizzati agli investimenti del futuro. Preferire la distribuzione dei dividendi in luogo di investimenti in attività di ricerca e sviluppo può rendere attrattiva l'impresa agli occhi di investitori speculativi ma non certo all'attenzione di quelli istituzionali.

In questo modo si raccoglie capitale, ma un capitale che non è stabile e che probabilmente si sposterà presto verso rendimenti più profittevoli e sicuri.

Le aziende dipendono, invece, dai flussi reddituali e dai flussi di cassa che conseguiranno nel futuro e questi a loro volta dipendono dagli investimenti produttivi e innovativi fatti nel presente.

Ergo, la visione di breve termine pregiudica la redditività

È interessante, in tal senso, l'analisi condotta da Andrew Haldane (capo economista della Bank of England) che insieme ad altri studiosi ha analizzato i bilanci di 624 imprese quotate in parte sull'indice britannico FTSE e in parte sull'indice S&P. Il periodo oggetto dello studio riguarda gli anni che vanno dal 1980 al 2009. Il modello usato da Haldane consentiva di individuare le politiche di short-termism, utilizzate dalle imprese target, attraverso la misurazione del tasso di sconto applicato, che in genere si è rivelato essere molto superiore a quello reale.

Un tasso di sconto elevato riduce il valore attuale netto dei flussi futuri, rendendo meno appetibile e conveniente un investimento (il costo dell'investimento eccede il VAN e quindi viene scartato).

L'autore prosegue commentando gli studi fatti da altri economisti e conclude che in Gran Bretagna come negli USA, i due paesi che hanno mercati finanziari molto sviluppati, i mancati investimenti in ricerca e sviluppo sono molto ingenti e che, mentre, negli anni novanta circa metà delle prime duecento imprese mondiali che investivano in ricerca e sviluppo erano, appunto, statunitensi o britanniche, nel 2009 la quota di imprese anglosassoni attive nelle attività di R&D era scesa di oltre il 18%.

La riduzione degli investimenti comporta una contrazione del rapporto tra capitale e produzione, una riduzione quindi della capacità produttiva, della produzione nazionale e della domanda aggregata, con evidenti effetti macroeconomici.

Le strategie di breve termine non rischiano di minare solo la solvibilità delle imprese nel lungo termine ma anche la crescita economica e la competitività dell'economia degli stati nazionali.

Affrontare la questione del governo societario assumendo come base la teoria tradizionale, basata sul finance model, apre la riflessione ad altre contraddizioni in ambito economico; il modello di governance, grazie alla teoria del valore, nelle prassi aziendali è sempre più proteso e orientato alla tutela degli interessi degli azionisti e alla massimizzazione del valore azionario.

Ma questa destinazione finalistica sembrerebbe incorporare un possibile difetto o meglio una assenza di specificazione. Di quale profitto parliamo? Quello di breve periodo o quello di medio-lungo periodo?

La distinzione non è di poco conto. Se prendiamo il risultato economico di esercizio, ci misuriamo essenzialmente con la redditività del capitale proprio, che è un concetto di fine periodo e di remuneratività del capitale di rischio; ed è in questo ambito che entra in gioco il principio dell'efficienza, che obbliga le imprese a raggiungere il miglior risultato con l'uso minore di risorse.

L'efficienza, soprattutto in periodi di crisi economica, spinge le imprese ad assumere modelli organizzativi che ragionano in termini di breve periodo puntando sul risparmio e sul taglio dei costi.

E invece, in particolare negli attuali contesti produttivi in cui l'impresa si confronta con la variabilità della domanda, la vera sfida è concentrarsi non solo sui costi – dando per acquisito il livello dei prezzi - ma sul miglior mix di processo e di prodotto che porta alla massimizzazione del valore del capitale dell'azienda.

Così si cambia il punto di vista e si passa dalla remunerazione dell'equity, alla remunerazione del capitale investito – cioè dall'ottica del patrimonio netto si trasla a quello degli investimenti – e contemporaneamente all'idea di efficienza si aggiunge quella di efficacia (raggiungimento degli obiettivi di m/l termine).

E, infatti, il risultato economico di periodo non basta ad assicurare la redditività di lungo termine, perché l'utile e quindi l'efficienza della gestione seppur necessaria è messa continuamente in discussione dalle mutate condizioni operative in cui l'impresa opera e dalla variabilità di tutti i fattori della produzione e non solo del capitale finanziario. Senza investimenti in ricerca e sviluppo e senza investimenti in capitale umano la stabilità di ogni modello di business viene compromessa.

Un ente è realmente competitivo se il suo governo è in grado di gestire e accrescere il valore delle sue risorse e competenze distintive preservandole nel tempo.

Un valore economico che tiene conto solo dell'utile di breve periodo mina alla base la sussistenza di ogni organismo economico.

#### **4.4 La stakeholder theory**

Occorre ripensare al ruolo della governance nel tema della gestione aziendale orientandosi verso un modello che tenga conto delle esigenze di ogni portatore di interesse.

La stakeholder theory può rappresentare una valida alternativa per una “sana” gestione delle società di capitali.

Essa presuppone che il management è titolare di un rapporto multifiduciario ed esclusivo, che non riguarda solo gli azionisti, ma si rivolge ad una ampia platea di portatori di interessi: gli stakeholder, appunto.

Questa teoria considera necessario che le imprese non abbiano come unica preoccupazione l’obiettivo di creazione di valore azionario; esse devono soddisfare le attese di tutti gli stakeholder.

Dunque, i processi di corporate governance comprendono, oltre agli attori interni (azionisti, capitale umano), anche quelli esterni (comunità e istituzioni di controllo etc.).

Come dovrà essere esercitata l’azione di governo?

- occorre individuare gli stakeholder;
- valutarne il peso rispetto allo sviluppo futuro della gestione della società;
- adottare la strategia idonea a creare comunanza di interessi;
- capire il modo in cui i rapporti tra società e portatori di interesse può orientare il cambiamento della gestione della società;
- valutare quali prassi possono essere messe in campo per gestire la collaborazione tra i vari stakeholder;
- gestire il feedback rispetto agli scostamenti tra azioni di governance applicate e il risultato conseguito.

Spesso accade che una struttura di governance ispirata alla stakeholder theory crei una nuova cultura di gestione aziendale, in cui l’impresa produce ricchezza e la distribuisce ai vari soggetti che contribuiscono al suo sviluppo.

La performance di impresa è condizionata dal sistema di diritti e di obblighi che la lega ad ogni stakeholder.

Le imprese che ottengono performance soddisfacenti nel lungo periodo sono quelle che riescono a creare un sistema di diritti e di obblighi che consente loro di attrarre gli stakeholder e di garantire un equilibrio tra contributi ricevuti e ricompense ristornate.

La gestione sana della società passa quindi dall'ascoltare le varie posizioni e agire cercando di tutelare gli interessi di una molteplicità di soggetti.

Una politica aziendale conforme a questi principi può:

- ridurre il rischio reputazionale derivante da violazioni di norme o da danni ambientali;
- creare un clima di fiducia che aumenta la motivazione e il senso di appartenenza;
- attenuare la conflittualità con le organizzazioni esterne di controllo e vigilanza (sindacati, enti esterni di sorveglianza).

Ormai, vi è un'opinione largamente condivisa sul fatto che l'impresa debba rispondere delle proprie scelte e partecipare alla gestione dei problemi della collettività in quanto "istituzione sociale" che trae dalla comunità le risorse, di cui necessita per lo svolgimento dell'attività, e che, tramite le sue azioni, produce effetti di varia natura (non sempre positivi) sull'ambiente che la circonda.

Gli economisti aziendali si riferiscono al concetto di socializzazione dei costi di produzione, quando l'azienda trasferisce sulla collettività parte dei costi, che devono essere sostenuti nello svolgimento dell'attività produttiva.

Del resto tra l'impresa e la società esiste una sorta di contratto implicito, da cui discendono una serie di obbligazioni della prima nei confronti della seconda.

L'impresa, in quanto appartenente ad una collettività, assume dei diritti e dei doveri verso la comunità in cui opera, a livello sia "locale", che "globale".

Secondo questa visione socio-economica l'impresa svolge un ruolo sociale, e quindi il contenuto della responsabilità aziendale si estende in misura significativa ricomprendendo anche finalità non economiche quali la riduzione dell'inquinamento ambientale, il miglioramento delle condizioni di lavoro etc.

La funzione sociale dell'impresa è complementare rispetto alla funzione economica.

L'accoglimento della visione socio-economica, che ormai appare quella prevalente, implica un nuovo concetto di gestione della società: l'assunzione di obbligazioni sociali si fonda su un rinnovato rapporto tra impresa e ambiente socio-economico, nelle sue diverse componenti. L'impresa e il suo management devono agire essendo responsabili nei confronti di tutti gli stakeholder - sia quelli "primari", sia quelli "secondari" - assumendo obbligazioni che vanno oltre l'equa ripartizione del valore economico prodotto tra tutti i soggetti partecipanti alla sua generazione (lavoratori, fornitori, clienti, ecc.): essa deve contribuire alla "creazione del "valore allargato", ovvero del valore complessivo per gli stakeholder", che si concretizza nell'aumento del benessere sociale, nel miglioramento della qualità della vita e nella salvaguardia dell'ambiente naturale.

Anche gli strenui difensori della teoria dell'agenzia, che vuole l'impresa gestita a diretto ed esclusivo vantaggio degli azionisti, riconoscono la necessità che essa si dimostri "sensibile" verso quel complesso di leggi non scritte, che sono il frutto della cultura sviluppatasi nell'ambiente in cui essa opera. In mancanza di questa sensibilità, l'impresa rischierebbe di perdere quel consenso e quella legittimazione sociale, che sono indispensabili per la sua sopravvivenza e il suo sviluppo.

Ecco quindi che una CG allargata, che prevede il coinvolgimento e l'ascolto delle posizioni di tutti i portatori di interesse, diviene uno strumento fondamentale nell'attuale contesto socio-economico, che se ben indirizzato può accrescere il valore e la sostenibilità del business nel lungo periodo, accrescendo e migliorando la reputazione aziendale.

Una corretta gestione della microeconomia (quindi delle imprese) è un veicolo per ridurre il rischio di crisi sistemiche.

Nell'ultima crisi economica i modelli di CG troppo spesso non hanno impedito comportamenti negativi contrari alle aspettative legittime dei mercati, della clientela, dei consumatori e delle istituzioni in genere.

In quest'ottica micro e macroeconomia si saldano in un'unica visione sociale.

#### **4.5 La redditività delle società che dichiarano di essere socialmente responsabili**

Da anni si sono moltiplicate le organizzazioni che valutano l'impatto sociale, ambientale ed economico delle imprese.

Un osservatorio a livello europeo ad esempio è quello di Eurosif ([www.eurosif.org](http://www.eurosif.org)). Questa organizzazione ha realizzato nel 2018 uno studio che rivela come in linea generale si assiste negli ultimi anni ad una crescita dell'implementazione delle linee di strategia legate alla sostenibilità del business delle imprese. In ambito finanziario i grandi fondi comunitari, e non solo loro, stanno orientando verso la sostenibilità ESG i propri portafogli di investimenti (aumento di circa il 60% con valori gestiti vicini ai 4 trilioni).

Le strategie di voto esercitate dai gestori dei patrimoni nelle assemblee delle società assumono un importante rilievo nell'influenzare l'adozione di politiche di sostenibilità.

I motivi che tendono ad escludere le imprese dalla gestione di portafoglio sono spesso ancorate a logiche di settore (esclusione di imprese che si occupano di armi, tabacco, combustibili fossili etc, dove l'industria del tabacco rappresenta il criterio di esclusione più ricorrente).

Si muovono anche i settori più comuni come il coinvolgimento delle imprese che operano nel commercio al dettaglio con una crescita dal 2014 che riguardava solo il 3,4% delle attività. Con un valore di rilievo raggiunto nel 2018 che ha visto un interessamento del 30% delle imprese.

Recentemente, da una notizia riportata da Bloomberg, quattro fondi pensione appartenenti a paesi OECD hanno creato una applicazione on-line specificamente rivolta agli investimenti in aziende, circa ottomila imprese, che rispettano i criteri di sostenibilità ambientali stabiliti dall'ONU.

Negli ultimi anni, e ancor di più in futuro, anche le imprese di medie dimensioni si dovranno confrontare con i temi della reputazione, della sostenibilità ambientale e sociale del proprio business.

Perché? Perché una CG orientata alla sostenibilità aumenta la performance (ad esempio crea un clima lavorativo migliore) e i consumatori sono sempre più attenti a queste tematiche.

Bisognerebbe tornare all'origine e come nota sir. Adrian Cadbury (cfr il Cadbury Code degli anni '90) far riemergere il senso di governance che ai tempi di Caucher Geoffrey significava assennatezza e responsabilità.

In questa logica la CG non andrebbe vista come il complesso di regole e meccanismi che presiedono alla direzione e al controllo delle imprese ma, piuttosto, come il processo attraverso cui le società vengono rese sensibili ai diritti degli stakeholder.

Come sempre la questione è culturale e la diffusione di una cultura aziendale protesa alla tutela di interessi generali è favorita dall'esistenza di buone regole e dalla presenza di autorità efficienti che vigilano sulla loro osservanza.

#### **4.6 La reputazione attenua il rischio di impresa**

Tornando al tema del vantaggio competitivo e delle risorse si può dire che la reputazione per un'impresa può rivelarsi una risorsa fondamentale, da gestire con attenzione perché può finire con l'essere fonte di successo o di insuccesso.

La reputazione è il tipo di opinione e di idea che i portatori di interesse hanno dell'impresa. Opinione che si fonda sulle notizie e sugli accadimenti che sono disponibili; per questo motivo una sana gestione e una trasparenza comunicativa aumentano il senso di affidabilità e di fiducia che le persone possono sviluppare verso un'impresa.

Una cattiva reputazione dovuta ad esempio ad un grave illecito ha ricadute economiche sia in termini di multe o provvedimenti sanzionatori delle autorità preposte, che in termini di caduta delle vendite.

Il caso dieselgate scoppiato nel 2015 e che ha coinvolto molte case automobilistiche, ed in particolare Volkswagen, ne è un chiaro esempio.

“Ci vogliono venti anni per costruirsi una reputazione e cinque minuti per rovinarla”. Sembra che questa frase sia stata pronunciata, all’epoca dello scandalo citato, da Warren Buffet e in qualche modo sintetizza efficacemente quello che è accaduto in quel caso.

Gli scandali reputazionali dovuti a casi di violazioni internazionali di norme sono molteplici; quello delle emissioni truccate è uno dei tanti e dimostra, semmai ce ne fosse stato bisogno, che contravvenire alle norme di legge e all’etica di impresa è controproducente e può perfino mettere a rischio la sopravvivenza di un’impresa.

Senza considerare che le scelte dei consumatori nell’acquisto delle autovetture è fortemente influenzato, negli ultimi anni in particolare, da scelte di natura ambientale.

Uno scandalo del genere ha prodotto sul colosso tedesco due macro conseguenze:

- da un lato l’ha obbligato a corrispondere consistenti risarcimenti agli acquirenti ingannati;
- dall’altro ha reso necessario riconquistare la fiducia dei consumatori virando la propria strategia sulle produzioni elettriche non inquinanti, con ingenti investimenti per convertire parte delle produzioni.

## Conclusioni

La teoria in tema di analisi economico aziendale, che la letteratura dominante suggerisce per prevenire la crisi di impresa è inadeguato e vecchio; pensare che il processo di declino della performance che porta l'impresa prima alla crisi e poi all'insolvenza debba essere intercettato dai modelli matematici è una pia illusione.

Questi modelli, essenzialmente quantitativi, che si concentrano su alcuni indicatori e ratios in grado di individuare il deterioramento dell'andamento economico, patrimoniale e finanziario della gestione (ad esempio il ROI, ROE, ROS, indice di leva, indice di indebitamento, indice di struttura etc) non hanno il dono dell'attualità, non riescono cioè a verificare se l'impresa è realmente in crisi e se può uscirne o è destinata al fallimento.

Sono modelli certamente validi; tuttavia, spesso, consentono di vedere le tensioni e i cali di rendimento solo quando sono già in atto e non dicono nulla delle cause.

Quando cala il fatturato o si riducono i margini operativi, oppure si creano delle problematiche finanziarie, è molto probabile che si siano già verificati dei fatti aziendali o che si siano manifestati dei cambiamenti nell'ambiente interno, o in quello esterno, tali da compromettere il vantaggio competitivo e la tenuta del modello di business.

La crisi insorge, quasi sempre, parecchio tempo prima del momento in cui in bilancio si manifestano i primi segnali di difficoltà, come il conseguimento di perdite di esercizio o l'aumento dell'indebitamento. Possiamo esser certi che se nell'anno X si è contratto l'utile, o gli aggregati patrimoniali mostrano cenni di criticità, qualcosa è accaduto negli anni X-1 e X-2.

E quel qualcosa ha riguardato il processo strategico e organizzativo dell'impresa; modelli e processi che evidentemente non sono più adeguati o non sono stati in grado di consentirle di cambiare, e di reagire prontamente ed in modo efficace ai mutati scenari competitivi.

Una buona strategia, seppur semplice e non eccessivamente strutturata, deve permettere alle organizzazioni di evitare l'insorgere di un processo di declino consentendo:

- un'immediata e tempestiva ristrutturazione organizzativa e produttiva che possa garantire di recuperare la competitività perduta;

- di assicurare un percorso di uscita tempestiva dal mercato, magari pensata attraverso la cessione di rami o asset non profittevoli.

Strade diverse condurranno l'impresa a conseguire perdite ed esponendola al fallimento.

Una sana gestione della crisi di impresa comincia prima che vi sia qualsiasi cenno di crisi, e, pertanto, ha inizio:

- con la buona gestione del business;
- con una analisi continua dei trend e delle tendenze in atto nel proprio settore e in generale nell'economia e nella società;
- con una costante e assidua verifica dei punti di forza e di debolezza della propria impresa;
- con una attenta analisi della concorrenza e del mercato (bisogni dei clienti);
- con politiche di investimento oculate che si rivolgono anche alle nuove tecnologie e alla ricerca e sviluppo;
- con l'uso di una leva finanziaria contenuta;
- con una buona governance societaria che prevede la presenza di manager indipendenti;
- con l'implementazione di politiche organizzative e gestionali che oltre a guardare alla massimizzazione del valore per gli azionisti rivolgono l'attenzione alla reputazione e al soddisfacimento degli interessi dei vari stakeholder;
- con la creazione di un buon clima aziendale che valorizzi il capitale umano e che sia attento alle esigenze di vita e a quelle formative dei propri collaboratori;
- con la realizzazione di una buona catena del valore che riesca ad innescare e mantenere proficui e rispettosi rapporti commerciali con i fornitori e in generale con tutti i collaboratori esterni;
- con una organizzazione che è fondata su sistemi di leadership adeguati alla modernità. Ad esempio il sistema del direttore generale e dell'amministratore delegato che decidono tutto, non solo non è più idoneo a gestire la complessità introdotta dalle pressioni competitive, ma è anche socialmente non accettabile. La leadership deve essere condivisa e pensata come un'architettura che crea indirizzi e tendenze, che successivamente sono sviluppate e implementate dal management; un management che deve godere di spazi di autonomia e deve essere investito di potere decisionale oltre che operativo.

In questo modo ogni impresa, grande o piccola, sarà capace di intercettare e gestire i cambiamenti del mercato, dell'economia e della società, prevenendo ogni possibile calo di efficienza economica.

I modelli quantitativi di controllo delle performance sono certamente utili ma insufficienti ad assicurare la continuità gestionale.

Dott. Arturo Gulinelli

## Bibliografia e sitografia e letture che si consigliano

- per i principi ISA <https://www.revisionelegale.mef.gov.it>;
- *Competitive Advantage: creating and sustaining superior Performance*, New York, Free Press, 1985. Di Michael Porter
- THE END OF COMPETITIVE ADVANTAGE HOW TO KEEP YOUR STRATEGY MOVING AS FAST AS YOUR BUSINESS BY RITA GUNTHER MCGRATH 2013;
- Robert M. Grant, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, 2016;
- Level 5 leadership, J. Collins 2001;
- *Organizations and Environments*; E. Aldrich 2007 Stanford University press;
- Moon Shots for Management by [Gary Hamel](#) from BHR - February 2009.