

### La valutazione di un piano economico-finanziario nell'ottica dell'attestazione del professionista: il caso di *Pietra Srl*

di Massimo Buongiorno\* e Marco Capra\*\*

*Il presente lavoro illustra un incarico nell'ambito della gestione della crisi aziendale. Si tratta, in particolare, dell'attestazione di un piano di risanamento resa dal professionista nell'ambito dell'art.67, co.3, lett. d, L.F.. Come noto, gli atti compiuti da una impresa fallita nell'ambito di tale piano non sono revocabili. Date le responsabilità in capo al professionista che attesta il piano, è importante che il giudizio sia formulato in modo articolato ed esaminando tutte le criticità dell'azienda e del piano. La descrizione delle attività svolte in un caso specifico che si riporta nella sostanza, con modifiche ai numeri e nel nome della società, vuole essere un contributo a tutti i professionisti che in questo momento di crisi si trovano ad affrontare situazioni simili.*

#### Il contesto aziendale e l'incarico conferito

La società Pietra Srl, commercializza prodotti per l'edilizia, principalmente in materiali lapidei, utilizzati sia in interno sia in esterno. Il modello di *business* seguito dall'impresa, che ha saputo garantire nel tempo crescita e marginalità, è molto semplice: la materia prima viene acquisita sia in Italia sia all'estero, lavorata per renderla il più possibile vicina all'evoluzione delle preferenze del mercato e successivamente venduta, quasi interamente all'estero, dove i prodotti della Pietra Srl sono particolarmente apprezzati e dove la società possiede una solida quota di mercato, tanto da essere considerata, pur se in un settore di nicchia, un'azienda *leader*.

I fattori di successo in questo mercato sono essenzialmente la capacità di interpretare i mutevoli orientamenti della domanda e conseguente di saper acquistare i lotti di pietra più adatti e convenienti. Le lavorazioni interne sono limitate al taglio e alla levigatura della pietra ma dal punto di vista produttivo il fattore cruciale è rappresentato dall'ampiezza dei magazzini necessari per la conservazione della pietra.

Nel 2006 Pietra Srl ha deciso di acquisire una società proprietaria di una cava di minerale particolarmente pregiato e di avviare successivamente l'attività estrattiva. Purtroppo, tale attività si è dimostrata nel tempo assai più onerosa di quanto si fosse stimato e tale da generare un significativo fabbisogno finanziario per la Pietra Srl. A fronte di tale investimento i ritorni fino al 2010 erano stati assai modesti mentre l'equilibrio finanziario di Pietra Srl veniva sempre più compromesso tanto che il preconsuntivo a chiudere per il 2010, sviluppato nel mese di novembre, evidenzia una situazione non più sostenibile.

Con il supporto di un consulente finanziario, Pietra Srl ha sviluppato un piano di ristrutturazione che richiedeva un nuovo finanziamento bancario a medio lungo termine per un importo di €3.000.000. Quale condizione necessaria per l'erogazione del finanziamento, le banche pongono l'attestazione del piano da parte di un professionista ai sensi dell'art.67, co.3., lett. d, L.F.. Tale attestazione coincide con l'incarico conferito.

#### I profili di analisi ai fini dell'attestazione del piano

Il dettato dell'art.67, co.3, lett. d, L.F. è molto sintetico e si limita a richiedere che la "ragionevolezza" del piano sia attestata da un professionista qualificato. Per meglio comprendere cosa di debba intendere per ragionevolezza è utile il richiamo all'art.2501-*bis* (operazioni di Lbo) che pure richiede al professionista di attestare "la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione" (co.4) ovvero "un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie" (co.3).

Il professionista deve, quindi, attestare la ragionevolezza del piano in merito all'equilibrio finanziario, verificando che esista in capo alla società la capacità di far fronte nel tempo agli impegni finanziari che viene ad assumere.

---

\* Docente di Finanza Aziendale, Università Bocconi, Milano e Università Cà Foscari Venezia

\*\* Dottore commercialista e Revisore legale, Partner CDR Tax & Finance

In termini più aziendalistici, si tratta di dimostrare che i flussi che la gestione aziendale andrà a produrre nel tempo saranno sufficienti per servire il debito esistente e l'eventuale nuova finanza che venga erogata all'interno del piano di ristrutturazione.

Le analisi da svolgere per esprimere compiutamente un giudizio di ragionevolezza di un piano sono riconducibili alle seguenti<sup>43</sup>:

1. ▶ verifica della correttezza formale e della fattibilità del piano;
2. ▶ verifica della congruità delle ipotesi sottostanti il modello utilizzato per la redazione del piano;
3. ▶ analisi del profilo di rischio del piano, utilizzando appropriati modelli di simulazione.

Pur se non strettamente richiesto dal Legislatore, è normalmente acquisito nella prassi che il professionista debba anche preoccuparsi di verificare la veridicità dei dati di partenza sottoponendo l'ultimo bilancio disponibile a revisione, quanto meno relativamente alle poste principali e più critiche.

Nel seguito del presente lavoro verranno descritte le analisi svolte e le considerazioni elaborate che hanno consentito di esprimere un giudizio di attestazione del piano.

### Le cause della crisi

Prima di esaminare in dettaglio i profili del piano di ristrutturazione è necessario comprendere quali sono state le cause ultime che hanno portato alla crisi dell'impresa. È evidente che un piano potrà essere giudicato sostenibile solamente se è in grado di sanare in modo soddisfacente le cause della crisi medesima. Per meglio comprendere questi aspetti è utile riportare i dati di bilancio di Pietra Srl dal 2007 al 2010.

#### ⇒ Conto Economico (2010 preconsuntivo a chiudere)

(euro)	2007	2008	2009	2010
Ricavi da vendita di servizi	17.028.652	17.277.363	17.643.738	19.007.056
Variazione delle rimanenze di prodotti finiti	432.998	1.174.957	703.288	357.533
Altri ricavi	63.951	126.212	168.476	83.388
<b>Valore della produzione</b>	<b>17.525.601</b>	<b>18.578.532</b>	<b>18.515.502</b>	<b>19.447.977</b>
Acquisti di materie prime	(8.259.263)	(8.326.971)	(8.466.631)	(8.412.598)
Variazione delle rimanenze di materie prime e semilavorati	26.598	123.952	(79.787)	75.565
Consumi totali di materie prime	(8.232.665)	(8.203.019)	(8.546.418)	(8.337.033)
Costi per servizi	(4.859.384)	(4.553.210)	(4.224.220)	(5.090.186)
Costo del lavoro	(1.802.879)	(1.980.592)	(1.860.568)	(2.068.864)
Costi per godimento beni di terzi	(296.128)	(717.643)	(1.072.046)	(1.346.585)
Oneri diversi di gestione	(98.978)	(77.166)	(84.852)	(153.669)
Svalutazioni dell'attivo circolante	(11.187)	(11.030)	(94.766)	(116.681)
Accantonamenti a fondi rischi e oneri	0	0	(46.281)	(15.490)
<b>Ebitda</b>	<b>2.224.379</b>	<b>3.035.871</b>	<b>2.586.352</b>	<b>2.319.469</b>
Ammortamenti	(192.680)	(191.325)	(191.650)	(196.706)
<b>Reddito operativo</b>	<b>2.031.699</b>	<b>2.844.546</b>	<b>2.394.702</b>	<b>2.122.764</b>
Proventi finanziari	4.459	2.036	894	481
Oneri finanziari	(611.636)	(771.305)	(652.658)	(958.906)
Perdite/utili su cambi	17.969	(13.729)	11.657	(28.632)
<b>Reddito ante imposte</b>	<b>1.442.490</b>	<b>2.061.548</b>	<b>1.754.595</b>	<b>1.135.707</b>
Imposte	(614.661)	(864.908)	(748.228)	(510.801)
<b>Reddito netto</b>	<b>827.829</b>	<b>1.196.640</b>	<b>1.006.367</b>	<b>624.906</b>

<sup>43</sup> Esiste ampia disponibilità di letteratura in merito. Tra i riferimenti principali si citano: Unifi - Cndcec - Assonime, "Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi", 2010; International Standard on Assurance Engagement (Isae) 3400 (già Isa 810) "The Examination of Prospective Financial Information"; L. Guatri, V. Uckmar, "Linee guida per le valutazioni economiche", Egea, Milano, 2009, pagg.147-168.

### ⇒ Stato Patrimoniale (2010 preconsuntivo a chiudere)

(euro)	2007	2008	2009	2010
Crediti verso clienti netti	5.206.405	4.652.411	6.519.044	7.315.122
Rimanenze	3.747.017	5.045.926	5.669.427	6.102.525
Altre attività operative nette	1.109.092	1.285.521	850.518	349.927
Debiti verso fornitori	(3.221.861)	(2.884.239)	(3.550.401)	(5.267.805)
Fondo TFR	(149.566)	(144.633)	(126.076)	(171.019)
Fondi rischi e oneri	0	0	(46.281)	(58.943)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>6.691.088</b>	<b>7.954.986</b>	<b>9.316.231</b>	<b>8.269.807</b>
Immobilizzazioni immateriali nette	60.853	29.671	13.169	5.026
Immobilizzazioni materiali nette	3.295.888	2.978.645	2.874.593	3.042.329
Immobilizzazioni finanziarie	5.086.386	5.087.641	5.540.849	10.850.913
<b>Immobilizzazioni totali nette</b>	<b>8.443.128</b>	<b>8.095.957</b>	<b>8.428.611</b>	<b>13.898.268</b>
<b>Capitale investito operativo</b>	<b>15.134.215</b>	<b>16.050.943</b>	<b>17.744.842</b>	<b>22.168.075</b>
<b>Posizione tributaria netta</b>	<b>(183.123)</b>	<b>(181.162)</b>	<b>(317.413)</b>	<b>(279.423)</b>
<b>Capitale investito netto</b>	<b>14.951.092</b>	<b>15.869.781</b>	<b>17.427.428</b>	<b>21.888.652</b>
(euro)	2007	2008	2009	2010
Debiti verso banche a breve termine	8.718.246	10.239.658	10.826.633	11.584.613
Debiti verso banche per rate scadute	0	0	0	343.832
Debiti verso banche a medio lungo termine	3.598.431	1.744.843	1.665.945	2.204.172
Debiti verso altri finanziatori	3.853	4.355	3.122	0
Debiti scaduti verso lo Stato e gli Enti previdenziali	0	0	0	2.192.028
Liquidità	(113.429)	(59.706)	(15.269)	(7.896)
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>12.207.102</b>	<b>11.929.151</b>	<b>12.480.431</b>	<b>16.316.749</b>
Capitale sociale	550.000	550.000	550.000	550.000
Riserva legale	110.000	110.000	110.000	110.000
Altre riserve	1.256.160	2.083.990	3.280.630	4.286.997
Utile netto	827.829	1.196.640	1.006.367	624.906
<b>Patrimonio netto</b>	<b>2.743.990</b>	<b>3.940.630</b>	<b>4.946.997</b>	<b>5.571.903</b>
<b>Forme di finanziamento</b>	<b>14.951.092</b>	<b>15.869.781</b>	<b>17.427.428</b>	<b>21.888.652</b>

Il Conto economico e lo Stato patrimoniale consentono di evidenziare alcuni aspetti fondamentali per lo sviluppo dell'analisi:

- ➔ i ricavi si sono mantenuti stabili nel periodo 2007-2009 e sono in crescita nel 2010, mostrando come l'azienda abbia resistito bene ad una fase di crisi economica;
- ➔ l'Ebitda è decrescente nel 2010 a causa di un incremento nei costi per servizi imputabili ai trasporti, costo significativo data l'attività svolta ma che rimane comunque apprezzabile sia in valore assoluto sia relativamente ai ricavi (12,2% nel 2010);
- ➔ il capitale circolante ha un'elevata incidenza sui ricavi (in media il 45,4%, il 43,5% nel 2010) ed è molto appesantito dai crediti con tempi medi di incasso pari a 138 giorni circa nel 2010, imputabili alla minore liquidità dei clienti. È ugualmente elevato lo stock di rimanenze, in particolare di prodotti finiti che hanno un tempo medio di rotazione sui ricavi pari a circa 104 giorni nel 2010. L'incremento delle rimanenze è frutto da un lato della scelta di acquisire lotti interessanti con buon potenziale di mercato e dall'altro della volontà di mantenere a magazzino la massima varietà di prodotti possibili per soddisfare rapidamente le richieste del mercato. Si nota, infine, un'importante crescita dei debiti verso fornitori del 2010 che, a parità di acquisti, porta a ritenere che esista un importante debito scaduto, per un importo vicino ai 2 milioni di euro, che sono assimilabili a debito bancario a breve;

- ➔ le immobilizzazioni finanziarie sono raddoppiate nel 2010 (da circa 5 milioni a 10) e sono costituite per €1.500.000 dal costo di acquisto della partecipazione, mai svalutata, e per la parte residua da crediti nei confronti della controllata. La scelta di investire nell'estrazione è assimilabile ad una diversificazione correlata più che ad una integrazione verticale, stante la profonda differenza che esiste tra i due *business* e la limitata possibilità di generare sinergie. È noto che tali strategie sono molto rischiose poiché richiedono lo sviluppo di capacità imprenditoriali diverse da quelle disponibili. Nel caso di Pietra Srl questa strategia si è rivelata disastrosa soprattutto perché i vertici aziendali non sono stati in grado di stimare correttamente il fabbisogno potenziale e il rischio di insuccesso che nell'attività estrattiva è fortemente presente (a seguito di investimenti importanti, la cava non produce pietra a sufficienza per remunerare il capitale);
- ➔ l'incremento delle immobilizzazioni finanziarie ha fortemente ridotto la redditività operativa con un crollo dei Roi dal 13,5% nel 2009 al 9,6% del 2010;
- ➔ l'indebitamento a breve termine è pari a circa €11.500.000 a fronte di un affidamento complessivo di €12.000.000. Se Pietra Srl avesse correttamente pagato i fornitori tale vincolo non sarebbe stato soddisfatto;
- ➔ l'ultima rata del debito a medio lungo termine in essere è scaduta;
- ➔ esiste un debito nei confronti dello Stato per imposte e contributi non versati per più di €2.000.000;
- ➔ il Patrimonio netto è cresciuto nel corso del periodo a seguito del reinvestimento integrale dell'utile, ma nel 2010 è solamente il 40% del capitale immobilizzato e il 25% del capitale investito lordo, mostrandosi insufficiente a sostenere gli investimenti nell'attività estrattiva.

Le cause della crisi sono prevalentemente imputabili alla strategia, dimostratasi errata, di investire nell'attività estrattiva facendo ricorso, per finanziare il fabbisogno, al debito a breve e violando quindi il principio del *matching* che vorrebbe l'attivo finanziato da passività con la stessa scadenza. Inoltre il rischio elevato di questa attività se confrontato con quella tradizionale avrebbe richiesto una forte patrimonializzazione della società. La scelta di mantenere un elevato livello di rimanenze non appare coerente con l'attuale situazione della società ed ha sicuramente aggravato la crisi, unitamente all'allungarsi dei tempi medi di incasso dai clienti.

### I profili del piano di ristrutturazione

Il piano di ristrutturazione per gli anni 2011-2015, elaborato dalla società con il supporto di un consulente specializzato nel novembre 2010, si pone il duplice obiettivo di riorientare la strategia operativa e di ritrovare un equilibrio finanziario sostenibile.

I punti, in sintesi, sui quali si regge il piano per la gestione operativa sono i seguenti:

- ➔ interruzione immediata dell'attività estrattiva e successiva vendita della controllata. Da perizie effettuate, risulta che il valore del capitale economico della controllata è pari a circa €4.500.000. Nel 2011 si prevede di imputare i crediti verso la controllata a capitale e successivamente di svalutare l'importo della partecipazione fino ad un valore coerente con quello di mercato. La vendita è ipotizzata nel 2012 sia per tenere conto della congiuntura economica sia per motivi prudenziali;
- ➔ riduzione dello *stock* di rimanenze a partire dal 2011 quando si ipotizza di fissarlo su un livello ottimale pari a circa €4.500.000 con generazione di liquidità pari a circa €1.600.000;
- ➔ riduzione dei tempi medi di incasso a 130 giorni nel 2011 e successivamente in ulteriore decrescita fino a 105 giorni in uscita di piano (2015);
- ➔ ipotesi di crescita dei ricavi del 5% per i primi tre anni e del 2% nei successivi;
- ➔ sostanziale stabilità della struttura dei costi operativi.

Le maggiori criticità riguardano l'equilibrio economico, per il quale il piano prevede da un lato di sfruttare il maggiore autofinanziamento dalla gestione operativa e dall'altro nuova finanza dalle banche e dalla proprietà in misura pressoché analoga (€3.000.000 dalle banche a medio lungo termine e €3.150.000 di aumento di capitale). Il piano non prevede il pagamento di interessi.

Tali risorse dovranno consentire di:

- ▶ pagare i fornitori, riportando il debito totale su livelli di normalità;
- ▶ pagare la rata scaduta del debito a medio lungo termine;
- ▶ estinguere il debito scaduto per imposte e contributi, comprensivo di sanzioni e interessi, e rateizzando ove possibile;
- ▶ rientrare dall'indebitamento a breve termine seguendo un piano condiviso con le banche.

La seguente tabella riporta i flussi previsionali e viene a rappresentare l'elemento centrale del piano.

### ⇨ *Dinamica dei flussi finanziari (2008-2015)*

(euro)	Storico 2008	2009	Pre-cons 2010	2011	2012	Piano 2013	2014	2015
Ebitda	3.035.871	2.586.352	2.319.469	2.436.541	2.613.066	3.249.981	3.267.573	3.281.645
Variazione nel capitale circolante netto	(1.263.898)	(1.361.245)	1.046.424	(627.432)	386.401	433.027	(164.310)	(366.543)
<b>Flusso di cassa della gestione corrente</b>	<b>1.771.973</b>	<b>1.225.106</b>	<b>3.365.893</b>	<b>1.809.109</b>	<b>2.999.467</b>	<b>3.683.009</b>	<b>3.103.263</b>	<b>2.915.102</b>
Investimento netto in immobilizzazioni materiali e immateriali	155.846	(524.304)	(356.298)	(100.478)	(316.781)	(511.372)	(237.242)	(300.000)
Variazione delle immobilizzazioni finanziarie	(1.255)	(453.208)	(5.310.064)	0	4.500.000	0	0	0
<b>Flusso di cassa dell'attività di investimento</b>	<b>155.846</b>	<b>(524.304)</b>	<b>(5.666.362)</b>	<b>(100.478)</b>	<b>4.183.219</b>	<b>(511.372)</b>	<b>(237.242)</b>	<b>(300.000)</b>
Imposte	(864.908)	(748.228)	(510.801)	(139.056)	(860.821)	(1.103.179)	(1.123.620)	(1.153.738)
Variazione posizione tributaria netta	(1.961)	136.252	(37.990)	(154.637)	1.107.521	(959.354)	(241.593)	30.902
<b>Flusso di cassa della gestione tributaria</b>	<b>(866.869)</b>	<b>(611.977)</b>	<b>(548.791)</b>	<b>(293.693)</b>	<b>246.700</b>	<b>(2.062.533)</b>	<b>(1.365.213)</b>	<b>(1.122.836)</b>
<b>Flusso di cassa a disposizione degli investitori</b>	<b>1.060.950</b>	<b>88.826</b>	<b>(2.849.261)</b>	<b>1.414.938</b>	<b>7.429.385</b>	<b>1.109.103</b>	<b>1.500.808</b>	<b>1.492.267</b>
Variazione dei debiti verso banche a breve	1.521.412	586.975	757.979	(4.864.341)	(5.758.372)	210.787	189.525	(673.562)
Variazione dei debiti verso banche a m/l per rate scadute	0	0	343.832	(343.832)	0	0	0	0
Variazione dei debiti verso banche a m/l esistenti	(1.853.588)	(78.898)	538.227	(369.235)	(672.082)	(377.201)	(785.654)	0
Variazione dei nuovi debiti verso banche a m/l	0	0	0	3.000.000	(500.000)	(500.000)	(500.000)	(500.000)
Variazione dei debiti verso altri finanziatori	502	(1.234)	(3.122)	0	0	0	0	0
Variazione dei debiti scaduti verso Stato e enti previdenziali	0	0	2.192.028	(1.187.349)	(200.936)	(200.936)	(200.936)	(200.936)
Proventi finanziari	2.036	894	481	80	80	80	80	80
Oneri finanziari	(771.305)	(652.658)	(958.906)	(800.158)	(298.076)	(241.833)	(203.823)	(117.849)
Utile/perdite su cambi	(13.729)	11.657	(28.632)	0	0	0	0	0
Aumento di capitale	0	0	0	3.150.000	0	0	0	0
Dividendi	(0)	(0)	0	0	0	0	0	(0)
<b>Cash flows dall'attività di finanziamento</b>	<b>(1.114.672)</b>	<b>(133.263)</b>	<b>2.841.888</b>	<b>(1.414.834)</b>	<b>(7.429.385)</b>	<b>(1.109.103)</b>	<b>(1.500.808)</b>	<b>(1.492.267)</b>
<b>Variazione nella liquidità</b>	<b>(53.723)</b>	<b>(44.437)</b>	<b>(7.373)</b>	<b>104</b>	<b>0</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>	<b>(0)</b>

Ai fini del giudizio di attestazione è importante evidenziare gli snodi critici del piano di ristrutturazione. Nel caso in esame gli aspetti salienti paiono i seguenti.

- ➔ L'Ebitda è sempre lievemente crescente nel periodo di piano e su livelli assimilabili a quelli del periodo storico. L'Ebitda *ratio* è compreso tra il 12% e il 14%.
- ➔ Il Capitale circolante assorbe liquidità nel 2011 poiché il pagamento degli scaduti nei confronti dei fornitori è maggiore dei benefici derivanti dalla riduzione dello *stock* di magazzino e dalla contrazione dei tempi di incasso. Tali azioni generano liquidità nel 2012 e 2013 mentre negli anni successivi l'incremento dei ricavi si traduce in un incremento fisiologico del circolante.
- ➔ Il flusso della gestione corrente è minimo nel 2011 per poi crescere significativamente negli anni successivi. Risulta quindi per il primo anno di piano una minore contribuzione della gestione corrente che dovrà essere coperta dalla gestione finanziaria.
- ➔ Gli investimenti previsti in immobilizzazioni immateriali e materiali riflettono le esigenze di rinnovo e sostituzione degli impianti. Non sono previsti investimenti di espansione, nonostante la crescita dei ricavi, poiché esiste capacità inutilizzata.
- ➔ La cessione della partecipazione è prevista nel 2012 per €4.500.000. Nello stesso anno sono previsti maggiori costi per servizi pari al 5% del prezzo di cessione, imputabili ai costi di transazione.
- ➔ Il Roi di piano è previsto in crescita fino al 25% circa a seguito del recupero di efficienza nel circolante e nell'azzeramento delle immobilizzazioni finanziarie non redditizie.
- ➔ Nel 2011, Pietra Srl è comunque in grado di mettere a disposizione degli investitori €1.414.938 che possono essere utilizzati per riequilibrare le fonti di finanziamento.

- ➔ Nel 2011, le risorse a disposizione per gli interventi di ristrutturazione finanziaria sono pari a circa €7.500.000 che consentono di ridurre, dopo i pagamenti previsti a fornitori, allo Stato ed alle banche a medio lungo termine, l'indebitamento a breve per €4.864.431.
- ➔ Nel 2012, gli importi derivanti dalla vendita della controllata sono indirizzati al pagamento del debito rateizzato nei confronti dello Stato, al rimborso del finanziamento ed alla ulteriore riduzione del debito a breve per €5.758.372.
- ➔ A partire dal 2013, Pietra Srl può essere ritenuta in gran parte risanata e ricondotta ad una normale operatività.

### Verifica della correttezza formale e della fattibilità del piano

Dopo avere svolto una revisione preliminare del bilancio 2009 e del preconsuntivo 2010 che ne ha confermato l'attendibilità, la prima attività svolta ha riguardato la verifica della correttezza formale del piano, ovvero che non fossero stati commessi errori materiali tali da alterarne il significato.

Pur se apparentemente inutile, tale attività è indispensabile ove si consideri che un piano è il risultato di numerose elaborazioni e dell'applicazione di modelli complessi, suscettibili di errore con molta facilità.

Nel caso in esame, non vennero rinvenuti errori significativi per cui si poté affrontare la fase successiva, che riguarda la fattibilità del piano sulla base delle ipotesi sulle quali è redatto.

Si tratta, in altri termini, di verificare che le risorse finanziarie previste siano sufficiente per far fronte agli impegni e che siano rispettati i vincoli finanziari (affidamenti, *covenant*).

Una prima analisi consiste nella determinazione del *Dscr* (*Debt Service Coverage Ratio*), ovvero di un indice frequentemente utilizzato nel sistema bancario che rapporta a numeratore il flusso disponibile per il servizio del debito e a denominatore il servizio del debito (rimborso del capitale e interessi). Questo indicatore deve essere maggiore di uno, ma solitamente le banche richiedono che sia superiore a 1,3-1,5 per garantirsi contro il rischio che il numeratore sia minore delle attese.

Nel caso di Pietra Srl, il debito da servire è il nuovo finanziamento richiesto alle banche per €3.000.000, ad un tasso fisso stimato pari al 6,5%. La tabella successiva riporta lo schema di calcolo.

#### ➔ Calcolo del DSCR

(euro)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Flusso a disposizione degli investitori</b>	<b>1.414.938</b>	<b>7.429.385</b>	<b>1.109.103</b>	<b>1.500.808</b>	<b>1.492.267</b>
<b>Impegni della gestione finanziaria</b>	<b>-2.505.493</b>	<b>-1.008.514</b>	<b>-689.890</b>	<b>-1.092.833</b>	<b>-253.705</b>
Aumento di capitale	3.150.000	0	0	0	0
<b>Flusso al servizio del nuovo debito a m/l</b>	<b>2.059.445</b>	<b>6.420.872</b>	<b>419.213</b>	<b>407.975</b>	<b>1.238.562</b>
Servizio del finanziamento	695.000	662.500	630.000	597.500	565.000
<b>Flusso residuo per la riduzione del debito a breve</b>	<b>1.364.445</b>	<b>5.758.372</b>	<b>-210.787</b>	<b>-189.525</b>	<b>673.562</b>
<b>DSCR (Debt Service Coverage Ratio)</b>	<b>2,963</b>	<b>9,692</b>	<b>0,665</b>	<b>0,683</b>	<b>2,192</b>
<b>Affidamenti a breve</b>	<b>12.000.000</b>	<b>10.000.000</b>	<b>8.000.000</b>	<b>8.000.000</b>	<b>6.000.000</b>
<b>Riserva di piano (Affidamenti - debito a breve)</b>	<b>5.279.728</b>	<b>9.038.099</b>	<b>6.827.313</b>	<b>6.637.788</b>	<b>5.311.350</b>

Gli impegni della gestione finanziaria sono costituiti da pagamenti già previsti inerenti tale gestione (finanziamenti a medio lungo termine, Stato, interessi sul debito finanziario e sulle imposte e contributi scaduti). Il servizio del finanziamento è pari alla rata fissa di rimborso del capitale (ammortamento all'italiana) e agli interessi sul debito residuo. La differenza tra il flusso disponibile e il servizio del debito rappresenta le risorse destinate alla riduzione dell'indebitamento sulla base di un dimezzamento degli affidamenti previsti da €12.000.000 a €6.000.000.

Analizzando i risultati emergono due criticità negli anni 2013 e 2014, dove il Dscr è inferiore all'unità. Ciò è dovuto al maggior peso della tassazione ordinaria sul reddito, alla crescita del circolante e a importanti investimenti da effettuare (circa €800.000 nei due anni).

Si deve, però, evidenziare che esistono importanti riserve di piano, pari alla differenza tra gli affidamenti a breve e quanto effettivamente utilizzato, abbondantemente capienti per il servizio del debito.

Al momento dell'analisi non si disponeva di una bozza del contratto di finanziamento per cui non era possibile valutare il rispetto delle *covenant* finanziarie quantitative; tuttavia la valutazione dei principali indici di sostenibilità del debito era opportuna. La tabella seguente riporta i risultati.

### ↳ *Gli indici di sostenibilità del debito*

	2007	Storico 2008	2009	Pre- consuntivo 2010	2011	2012	Piano 2013	2014	2015
<b>Struttura finanziaria</b>									
Rapporto di indebitamento	81,6%	75,2%	71,6%	74,5%	77,4%	52,5%	41,0%	28,4%	15,9%
Grado di leva finanziaria	4,45	3,03	2,52	2,93	3,42	1,11	0,70	0,40	0,19
PFN/Ebitda	5,49	3,93	4,83	7,03	5,15	2,07	1,40	1,00	0,57
Ebitda/Oneri finanziari netti	3,64	3,94	3,96	2,42	3,05	8,77	13,44	16,03	27,85

La tabella evidenzia chiaramente il profondo squilibrio raggiunto nel 2010 e il percorso di risanamento che riporta tutti gli indicatori su livelli normali. In particolare tutti gli indicatori beneficiano della riduzione della PFN da €16.316.749<sup>44</sup> nel 2010 ad una previsione di €1.881.586 in uscita di piano.

Sulla base delle analisi svolte, il piano risulta fattibile poiché le risorse previste sono sufficienti a far fronte agli impegni, rispettando i vincoli finanziari. Andrà, però, notato che ove le banche ritenessero condizione necessaria il rispetto del Dscr, il piano dovrà prevedere risorse aggiuntive che non paiono poter provenire che dalla proprietà.

### La verifica della congruità delle ipotesi

La verifica della fattibilità del piano non è sufficiente per il professionista che tale piano deve attestare. Dovrà anche verificare che le ipotesi sulle quali il piano è costruito siano ragionevoli e condivisibili.

Normalmente, le ipotesi maggiormente critiche sono quelle che consentono la maggiore discrezionalità, ovvero:

- ➔ crescita/decrecita dei ricavi;
- ➔ tempi medi di incasso;
- ➔ livello delle rimanenze;
- ➔ investimenti in immobilizzazioni.

Ai fini della valutazione, assume rilevanza anche quanto le ipotesi sono aggressive o difensive, concentrando maggiormente l'attenzione sulle prime. In tal senso, l'andamento previsto dei ricavi pare relativamente difensivo ove si consideri che le previsioni da fonti esterne ed attendibili indicano un forte incremento di domanda ponendo il settore in controtendenza rispetto all'edilizia in generale. Una crescita di €3.800.000 circa nell'arco del periodo di piano rispetto ai ricavi del 2010 pare ragionevole, anche in considerazione del solido posizionamento competitivo di Pietra Srl.

Maggiori preoccupazioni destano i tempi medi di incasso che si riducono da circa 138 giorni nel 2010 a 105 in uscita di piano. Pur riconoscendo l'entità anomala dei crediti, appare arduo ipotizzare congiuntamente tempi medi di incasso decrescenti e ricavi crescenti in un contesto di crisi di liquidità quale quello attuale.

Una maggiore efficienza nella gestione delle rimanenze è sicuramente realizzabile, anzi la mancata attenzione a questo aspetto è stata una delle cause della crisi. Le ipotesi formulate appaiono in linea con i dati medi di settore.

<sup>44</sup> Si noti che la PFN include il debito scaduto verso lo Stato ma non quello nei confronti dei fornitori. Tale scelta, giustificata dalla non onerosità del debito verso fornitori, non è pienamente giustificata ove si consideri che il pagamento normale dei fornitori si sarebbe certamente tradotto in un incremento delle passività bancarie.



Gli investimenti, come detto esclusivamente di rinnovo, sono di entità considerevole e tengono conto dell'obsolescenza prevista degli impianti e delle attrezzature.

Un ultimo profilo di analisi ha riguardato la ricostruzione del modello di piano per verificare che i risultati fossero coerenti con quelli esposti. La ricostruzione del modello è inoltre essenziale per sviluppare una simulazione.

### I profili di rischio del piano e l'analisi di simulazione

Ultimo profilo rilevante di analisi è sicuramente l'evidenziazione dei profili di rischio del piano e le conseguenti simulazioni circa l'effetto sul piano di un andamento peggiore del previsto delle variabili chiave.

Sulla base delle analisi che si sono potute svolgere, i profili di rischio rientrano nei seguenti.

- ▶ Il piano si fonda sull'ipotesi di vendita della controllata in tempi ragionevoli e per un importo che risulta da perizia, tuttavia il contesto di mercato non è particolarmente favorevole, specie se si considera che l'acquirente dovrà sostenere rilevanti investimenti per sfruttare la cava. È quindi ragionevole ipotizzare, alternativamente al piano, che la vendita possa avvenire in tempi più lunghi ed importi inferiori.
- ▶ In ragione di quanto esposto sopra, i tempi medi di incasso ipotizzati sono rischiosi rendendo anche in questo ragionevole sviluppare un'ipotesi alternativa di stabilità dei tempi di incasso rispetto al 2010 o in lieve miglioramento.
- ▶ Nel piano si ipotizza che sia rateizzabile il 55% del debito per imposte e contributi scaduti, ipotesi che può essere ritenuta ottimistica. Una ipotesi maggiormente cautelativa è quella di prevedere il pagamento dell'intero debito nel 2011.
- ▶ Nel piano si ipotizza che la proprietà che ha causato la crisi, sia anche il soggetto protagonista del risanamento sia in termini operativi sia in termini di supporto finanziario. Pur considerando gli stretti vincoli che il piano impone, questo aspetto è sicuramente critico. Da interviste fatte con la proprietà, è emersa da un lato la ferma volontà di far fronte agli impegni (essendosi anche riscontrata la disponibilità economica) e dall'altro la condivisione delle cause della crisi.

Poiché i profili di rischio sono significativi, si è proceduto a svolgere un'analisi di simulazione di tipo *worst case* ovvero verificando la stabilità del piano sotto le ipotesi peggiori.

Simulando le ipotesi più pessimistiche ai precedenti punti 1-3 (vendita partecipazione nel 2013 a €3.000.000, tempi medi di incasso a 138 giorni e debito scaduto verso lo Stato interamente pagato) si ottengono i risultati riportati di seguito.

#### ➡ Calcolo del DSCR nel worst case

(euro)	Piano				
	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Flusso a disposizione degli investitori</b>	<b>976.093</b>	<b>2.292.153</b>	<b>3.553.156</b>	<b>2.014.554</b>	<b>1.567.701</b>
<b>Impegni della gestione finanziaria</b>	<b>-3.623.009</b>	<b>-1.315.090</b>	<b>-829.386</b>	<b>-1.203.075</b>	<b>-366.668</b>
Aumento di capitale	3.150.000	0	0	0	0
<b>Flusso al servizio del nuovo debito a m/l</b>	<b>503.084</b>	<b>977.063</b>	<b>2.723.771</b>	<b>811.479</b>	<b>1.201.033</b>
Servizio del finanziamento	695.000	662.500	630.000	597.500	565.000
<b>Flusso residuo per la riduzione del debito a breve</b>	<b>-191.916</b>	<b>314.563</b>	<b>2.093.771</b>	<b>213.979</b>	<b>636.033</b>
<b>DSCR (Debt Service Coverage Ratio)</b>	<b>0,724</b>	<b>1,475</b>	<b>4,323</b>	<b>1,358</b>	<b>2,126</b>
<b>Affidamenti a breve</b>	<b>12.000.000</b>	<b>10.000.000</b>	<b>8.000.000</b>	<b>8.000.000</b>	<b>6.000.000</b>
<b>Riserva di piano (Affidamenti - debito a breve)</b>	<b>3.723.367</b>	<b>2.037.931</b>	<b>2.131.701</b>	<b>2.345.680</b>	<b>981.713</b>



Il piano si dimostra robusto anche assumendo le ipotesi più negative evidenziando solamente una criticità nel primo anno di piano, ampiamente gestibile attraverso la riserva di piano. Ulteriori analisi hanno dimostrato la solidità del piano anche assumendo una minore crescita dei ricavi che, pur non ritenuta un'ipotesi aggressiva, rimane critica in ogni piano.

Chiaramente, le ipotesi formulate portano ad un minore rimborso del debito, con una PFN in uscita di piano di €6.010.287 contro €1.881.586 previsti nel piano.

### Il giudizio finale

L'insieme delle considerazioni svolte trova un momento di sintesi nel giudizio finale, che deve essere articolato nei diversi momenti esaminati in dettaglio.

Pietra Srl è un'impresa sana, con un *business* e una gestione corrente non intaccata dalla crisi aziendale. Una strategia sbagliata di diversificazione e la decisione di finanziare a breve (essenzialmente con scoperto di conto) un investimento rischioso a medio lungo termine, oltre ad alcune discutibili scelte operative (ad esempio le rimanenze) hanno portato la società sull'orlo della crisi.

Il risanamento poggia sul consolidamento del *core business* e sull'azzeramento degli effetti dell'acquisizione. Aspetto fondamentale è la motivazione e la consapevolezza della proprietà.

Sulla base dei numeri e delle analisi svolte si è potuto quindi attestare il piano sulla base dei giudizi seguenti:

- ➔ il piano è stato redatto in modo accurato dal punto di vista formale;
- ➔ il piano è fattibile sulla base delle ipotesi formulate, con la sola eccezione formale del Dscr che può causare problemi con le banche;
- ➔ le ipotesi contenute nel piano sono in larga parte condivisibili;
- ➔ il modello è stato elaborato in modo corretto;
- ➔ l'analisi di simulazione sui profili di rischio non ha evidenziato particolari criticità.