

Workshop



Crisi d'impresa

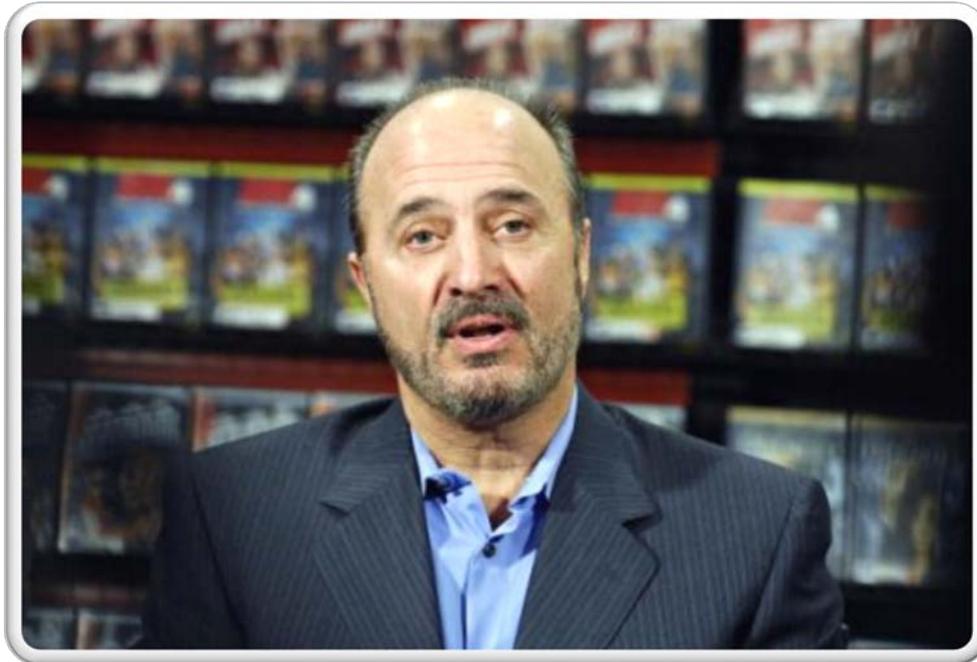
*Dall'isolamento delle cause
alla gestione*

Relatore: Ivan Fogliata

Milano | 16 giugno 2017

La crisi e le trappole «comportamentali»...

Un caso che ha fatto storia



- Sapete chi è questo signore?
- E' John Antioco
- Era amministratore delegato di Blockbuster.
- Nel 2000 Reed Hastings gli propose di rilevare Netflix per 50 milioni di dollari.

Oggi Netflix vale 71,88 miliardi di dollari...

Netflix, Inc. (NASDAQ:NFLX)

Add to portfolio

164.43 -0.75 (-0.45%)

Real-time: 11:46AM EDT
NASDAQ real-time data - Disclaimer
Currency in USD

Range	163.43 - 165.50	Div/yield	-
52 week	84.50 - 165.50	EPS	0.76
Open	165.49	Shares	431.00M
Vol / Avq.	1.78M/6.02M	Beta	0.96
Mkt cap	71.88B	Inst. own	84%
P/E	215.88		

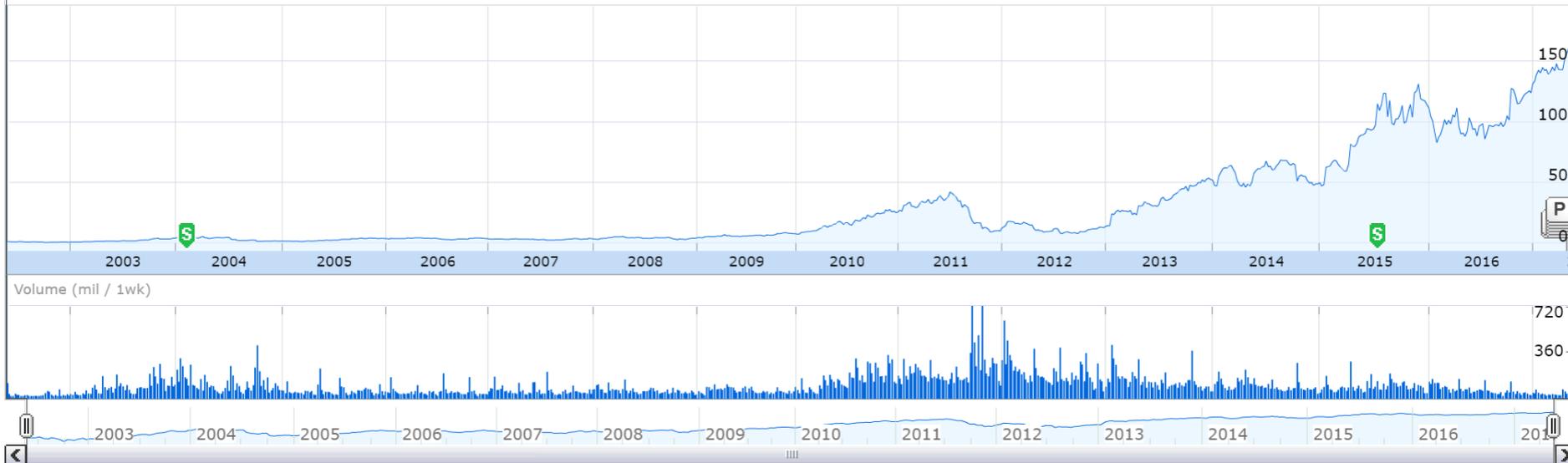
G+1 1k

Compare: Dow Jones Nasdaq FOXA BLIAQ TWX AMZN CBS VIAB OUTR

more »

Zoom: [1d](#) [5d](#) [1m](#) [3m](#) [6m](#) [YTD](#) [1y](#) [5y](#) [10y](#) [All](#)

May 31, 2002 - May 31, 2017 +161.86 (13376.86%)



Le trappole.

- *“Blockbuster was deep in his model. They never thought to question the basis on which they worked”.*
- Netflix era un’azienda di noleggio di video relativamente piccola. Era solamente da tre anni nel mercato ed il suo business model era diverso. Offriva un abbonamento e dava ai suoi clienti un ammontare illimitato di film e serie che avrebbero ricevuto on-line o per posta. Si ordinava direttamente da casa e non c'erano sanzioni penali se si restituivano i video in ritardo.
- La catena di noleggio di Blockbuster era la più grande del mondo, con migliaia di negozi e milioni di clienti. Il suo modello di affari era addebitare per affittare film ed una grande percentuale dei loro profitti arrivava dalle penali addebitate per ritardi nel restituire. Questo era il modello che funzionava.
- Per loro, quelli di Netflix erano quindi dei pazzi. Come era possibile guadagnare soldi se si eliminano le due fonti principali di reddito: il canone di noleggio del singolo film e la penale!

Il cambiamento...

- Perché Blockbuster non si è chiesta: cosa accade cosa se cambia il modo di guadagnare in questo mercato? Cosa accade se cambiano le regole? Questa è una domanda che raramente le società si pongono, specialmente se il giro di affari è buono.
- Come questi casi sono molti. Kodak è stata la prima società per avere una macchina fotografica digitale, ma la scartò perché non aiutava a guadagnare come faceva: vendendo rullini e carta fotografica.
- MySpace non capì i nuovi trend dei suoi utenti e fu sostituita da Facebook.
- Hotmail non rinnovò la sua interfaccia e non aumentò lo storage e lasciò spazio a Gmail.
- Barnes & Noble, la libreria più grande degli Stati Uniti, non diversificò la sua offerta e perse l'opportunità di puntare sull'online, lasciando spazio alla nascita di Amazon.
- E' facile quando si parla di storia, ma è difficile inventare un nuovo modello di affari, metterlo in discussione, quando sta funzionando. Il problema è che quando non funziona più può essere già tardi.

Cosa fanno i nostri imprenditori?

Il rapporto con il denaro

Dobbiamo comprare un libro

- Nel negozio sottocasa costa 50 euro
- Nel negozio in centro 30 euro (20 minuti)

QUALE NEGOZIO SCEGLIAMO?

Dobbiamo comprare un computer portatile:

- Nel negozio sottocasa costa 1.240 euro
- Nel negozio in centro (20 minuti) 1.220 euro

QUALE NEGOZIO SCEGLIAMO?

Decidere è difficile... Sbagliare è facile soprattutto se si prendono le vie mentali brevi...

Abbiamo acquistato un computer ed una stampante

- In tutto abbiamo speso 1.100 euro
- Il computer costa 1.000 euro in più della stampante

QUANTO COSTA LA STAMPANTE?

Se X Computer e Y Stampante...

$X+Y = 1.100$... proseguite voi!!

$Y+1.000+Y= 1.100$

$2Y = 1.100 - 1.000 \Rightarrow 2Y = 100 \Rightarrow Y = 50$ ed $X = 1.050$

Dissonanza cognitiva

Esempio 1: un imprenditore dopo anni è riuscito ad ottenere il permesso per aprire un nuovo negozio di elettrodomestici in centro.

Riceve dai collaboratori queste due informazioni:

1. In centro le vendite dei commercianti nel primo quadrimestre 2014 sono in aumento del 10% dopo il calo del 30% degli ultimi 5 anni.
2. La vendita di elettrodomestici nazionale è in calo del 10% e si sta spostando sul canale internet.

Esempio 2: un imprenditore del settore della produzione di lastre in gomma ha investito in un business estraneo al suo: un locale alla moda bar ristorante. Dopo i primi due anni di attività riceve queste due informazioni:

1. Il locale è alla seconda perdita consecutiva di € 50.000 annui.
2. Il fatturato del locale è passato da 150.000 € del primo anno a 200.000 € del secondo.

Dissonanza cognitiva

Una caratteristica psicologica legata alla paura del rimpianto è il desiderio di evitare la **dissonanza cognitiva**, cioè:

La tendenza a rifiutare un fatto o un'informazione se risulta in conflitto con idee preconcepite.

Se una delle due convinzioni è sostenuta dalla predilezione emotiva, il cervello cerca di evitare o di sminuire la convinzione conflittuale, ricercando sostegno per il convincimento preferito.

Effetto Gregge – Herd Behavior

La mente tende a seguire la maggioranza (follow the leader).
Essere in minoranza richiede forza e massima convinzione.

Scatta infatti un meccanismo imitativo.
Entra in gioco la paura di non cogliere opportunità che altri possono cogliere.



Se lo fanno loro

**Investo anche io nell'immobiliare?
Sottoscrivo anch'io un derivato?**



Avversione al rischio

Caso I – possiamo scegliere tra due possibili investimenti che comportano lo stesso esborso:

- **Investimento A:** Investiamo 1.000.000 € con un guadagno certo di 50.000 €.
- **Investimento B:** Investendo 1.000.000 € consente un guadagno di 70.000 € con una probabilità dell'75%, mentre con il 25% di probabilità darà guadagno pari allo 0%.
- **La maggior parte delle persone sceglie il primo investimento...**

Avversione al rischio

Caso II

- Abbiamo perso 50.000 €. Possiamo decidere di non fare nulla.
- Ci è data però la possibilità di fare un ulteriore investimento che comporta una ulteriore perdita di 20.000 € con una probabilità dell'75%, ma con il restante 25% di probabilità farebbe recuperare l'investimento ed i 50.000 € persi.
- **La maggior parte delle persone sceglie di rischiare ancora ed investire altri 20.000 €**

Avversione al rischio

Il valore atteso dei due scenari è identico ma di segno opposto:

Caso 1: **+ 50.000 con certezza versus $70.000 \cdot 0,75 = 52.500$ € con incertezza.**

Caso 2: **- 50.000 con certezza versus $- 52.500$ con incertezza.**

Quindi le due scelte sono identiche tranne che nel segno: nel primo caso si ha a che fare con dei guadagni (certi o possibili) e nel secondo con delle perdite.

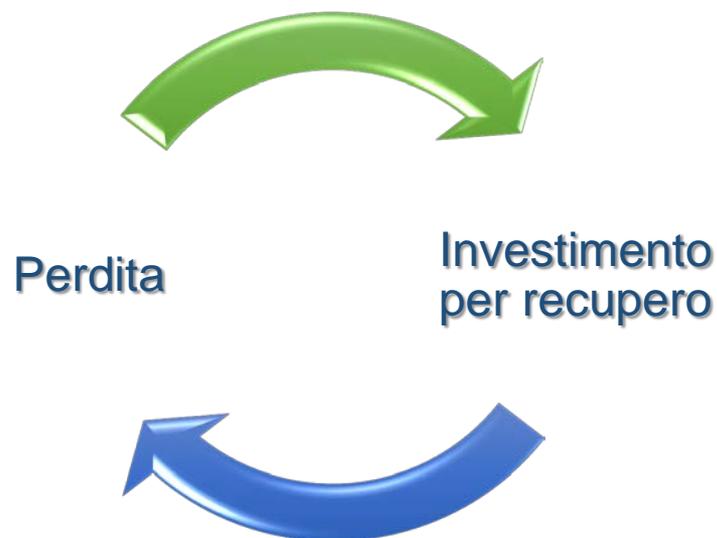
Di fronte alla possibilità di un guadagno, la maggioranza delle persone si rivela **avversa al rischio**.

Nel caso II a fronte dell'eventualità di una perdita **i soggetti si rivelano in maggioranza favorevoli al rischio (risk lovers)**.

Dagli esperimenti emerge che: **gli individui darebbero un valore quasi doppio a perdite di modesta entità rispetto ad analoghi guadagni.**

Genesi emotiva delle Crisi d'impresa

- Gli imprenditori sono quindi emotivamente incentivati a “scommettere” ancora sull'impresa in perdita perché coinvolti nel circolo vizioso:
- **Sindrome della slot machine:**



- Someone said: “I am my own worst enemy...”
- Uscire dal circolo vizioso significa assumere un atteggiamento scientifico e determinare EX ANTE i limiti di investimento nonché i sistemi di controllo e di governance es. attraverso delibera di CDA...
- Ma quante aziende formalizzano le proprie scelte in un verbale?...

Un ulteriore trappola per le imprese in crisi...

Ridurre i costi... costa!

Tornare a creare valore: una questione di break even...

- Il valore si crea nel conto economico generando **marginе operativo lordo (Ebitda)**.
- Una situazione di crisi può essere figlia del fatto che l'impresa così come è strutturata non è più competitiva per il suo settore.
- Una ristrutturazione, però, comporta dei costi che richiedono:
 - Un'adeguata attività di studio e quantificazione.
 - Una scelta di investimento in impresa spesso non indifferente (remora maggiore...).

Un esempio

- Si immagina l'impresa Alfa in questo scenario:

Alfa S.r.l. - Break Even Analysis		
Margine di Contribuzione	37,5%	MdC
Costi fissi Annui	€ 1.350.000,00	C.F.
Fatturato di Pareggio	€ 3.600.000,00	C.F./MdC
Fatturato Effettivo	€ 3.500.000,00	

- L'impresa non è in pareggio e genera perdite sia economiche che finanziarie.

L'ipotesi di ristrutturazione

Alfa S.r.l. - Piano di Ristrutturazione

Costi di ristrutturazione

1) Riduzione del Personale

Esodi incentivati	€	50.000,00
T.F.R.	€	125.000,00

2) Adeguamento Tecnologico

Chiusura Sede 1	€	75.000,00
Adeguamento sede corrente	€	100.000,00

3) Penali su contratti, consulenze, imprevisti € 50.000,00

Totale € 400.000,00

Effetti della ristrutturazione

Riduzione Costi Fissi Annui	-€	200.000,00
Rata annua finanziamento € 350.000	€	90.581,92 (5 anni, Tasso 5%)

Minori costi fissi Annui -€ 109.418,08



Back to value creation

Alfa S.r.l. - Break Even Analysis	
Post Manovra	
Margine di Contribuzione	37,5%
Costi fissi Annui	€ 1.240.581,92
Fatturato di Pareggio	€ 3.308.218,46
Fatturato Effettivo	€ 3.500.000,00

- La ristrutturazione ha consentito il recupero di marginalità e di costi fissi, anche il fatturato potrebbe poi incrementarsi...

Rimandare i problemi non contribuisce a risolverli. **Lo snow effect...**

- Il denaro raccolto tramite debito od altre forma ha un difetto: copre tutti i problemi (le tensioni di liquidità) come la neve.
- Il secondo difetto è che la neve si scioglie... Se il problema alla base delle tensioni di liquidità non è stato affrontato poi si ripresenterà normalmente in dimensioni accresciute.
- Si pensi ad un semplice esempio: sono in tensione di liquidità per un rallentamento del fatturato; l'amministrazione mi comunica che a fine mese serviranno 100.000 euro per le consuete scadenze.

Soluzioni di breve

- “Apro un finanziamento da 250.000 euro (così risolviamo anche per il mese successivo) e poi vediamo se si riprende il mercato”.
- E' chiaro che i principi su cui si basa una sana politica finanziaria di un'impresa sono diversi.
- Il principio fondamentale, che vedremo a breve, è solo uno:
- La finanza d'azienda si fa con gli attivi e non con i passivi...

Solo Toxic Assets?

Esiste anche il Toxic Debt!!!

- Il debito ha quindi la formidabile capacità di operare una trasformazione nel tempo dei problemi finanziari rinviandoli.
- Si tratta di un indebitamento da un lato richiesto e dall'altro erogato male!
- Il debito erogato male crea l'effetto neve, rimanda i problemi, incancrenisce le difficoltà...è in tutto e per tutto debito tossico da evitare accuratamente!
- In tempi di crisi è facile commettere l'errore di curare gli effetti e non le cause dei problemi finanziari.

Un esempio

- Margine di contribuzione dell'impresa: 33%

(quando vendo un euro sottratti i soli costi variabili (es. Mat. Prima) residuano 33 centesimi per coprire i costi fissi, vuol dire che per coprire 1 € di costi fissi servono 3 € di fatturato)

- Uscite finanziarie fisse annue: € 900.000

- Se il fatturato annuo fosse € 2.500.000 avrei:

- Margine spendibile $€ 2.500.000 * 33\% = € 825.000$

- **Ma $825.000 - 900.000 = - 75.000€ =$ Crisi Liquidità**

- Non sono tantissimi denari... chiediamo alla banca 100.000 € e li copriamo. E' corretto?

Attenzione: Due Cause!

- **Azienda A:**
- **900.000 uscite fisse annue**
- Di cui:
- 550.000 OPERATIVE
- 350.000 FINANZIARIE
(Leasing e mutui)

- I 75.000 € che mancano sono gestibili con il riscadenziamento del debito (“indigestione da investimenti?”)

- **Azienda B:**
- **900.000 uscite fisse annue**
- Di cui:
- 800.000 OPERATIVE
- 100.000 FINANZIARIE
(Leasing e mutui)

- I 75.000 € che mancano sebbene capienti nelle uscite finanziarie sono perdite operative!! Dovrei riscadenziare a 40 anni!

Evitare il debito tossico = rispettare la regole del debito.

Prima delle regole. Ragioniamo:
Conviene essere indebitati?

Il debito in azienda

Gli azionisti hanno interesse a che ci sia debito in azienda? Si osservi l'esempio che segue:

Reddito Operativo
prodotto netto
da Irap= 150

Ovvero ROI = 15%

C.I.N. = 1.000	Debito = 800
	Pat. Netto = 200

Tasso sul
debito bancario $i = 7\%$

Il rendimento degli azionisti:

$$150 - 800 * 7\% = 150 - 56 = 94$$

$$94 / 200 = \mathbf{47\% \text{ R.O.E.}} \text{ (Return on equity)}$$

Ma come è possibile se l'azienda rende il 15% (ROI)?

Leverage effect

- La dinamica vista è resa possibile da un semplice meccanismo:
 - I due soci che finanziano l'attivo stabiliscono regole diverse!
 - La banca comunque vada chiede il 7% sugli 800 prestati. Pensiamo però che tali 800 hanno reso il 15%...
 - Gli azionisti, essendo per loro natura postergati sulla divisione dei rendimenti, ricevono il 15% sui 200 presenti a patrimonio, nonché $15\% - 7\% = 8\%$ lasciati dal "socio banca".
 - La banca avendo finanziato 4 volte la somma immessa dagli azionisti ($800/200$) lascia 4 volte l'8% sul tavolo nell'ottica dell'azionista.
 - Infatti $15\% + 4 \cdot 8\% = 47\%$ come prima stimato.

Attenzione però...

Reddito Operativo
prodotto netto
da Irap= 40

Ovvero ROI = 4%

C.I.N. = 1.000	Debito = 800
	Pat. Netto = 200

Tasso sul
debito bancario $i = 7\%$

Il rendimento degli azionisti:

$$40 - 800 \cdot 7\% = 40 - 56 = -16$$

$$-16/200 = \mathbf{-8\% \text{ R.O.E.}} \text{ (Return on equity)}$$

L'effetto leva moltiplica anche i differenziali negativi....

Il debito conviene?

- Il debito può essere un moltiplicatore di redditività per il semplice motivo che il “socio” banca fissa a priori un rendimento minimo disinteressandosi dei risultati effettivi finali.
- Quanto visto però non significa che il debito crei maggiore ricchezza (o meglio nuovo valore); distribuire il reddito prodotto (i 150 visti in precedenza) in un modo od in un altro non contribuisce ad incrementare i 150!!!

Il debito crea valore?

Tax Shield

La risposta è sì!
E paradossalmente grazie alle imposte!

Scenario 1: interessi passivi NON deducibili

- Reddito netto da Irap: 150
- Ires = 24%
- Reddito tassato pre divisione:
 $150 - 150 * 24\% = 114$
- $800 * 7\% = 56$ Finanziatore
- $114 - 56 = 58$ Azionisti
- $ROE = 58 / 200 = 29\%$

Scenario 2: Interessi passivi deducibili

- Reddito netto da Irap: 150
- Ires = 24%
- Gli interessi sono deducibili quindi:
 - $800 * 7\% = 56$ Finanziatore
 - $150 - 56 = 94$ prima dell'Ires
 - $94 - 94 * 24\% = 71,44$
 - $ROE = 71,44 / 200 = 35,72\%$

Scudo fiscale

- Lo scudo fiscale è solamente quello che rende il debito una grandezza in grado di creare valore.
- Grazie allo scudo fiscale, infatti, il fattore produttivo capitale acquisito tramite il canale bancario costa il 24% in meno che acquisito tramite il canale equity (patrimonio netto).
- È giocoforza che per sfruttare lo scudo fiscale occorrono redditi positivi... ogni beneficio ha sempre una contropartita.

Le regole del debito

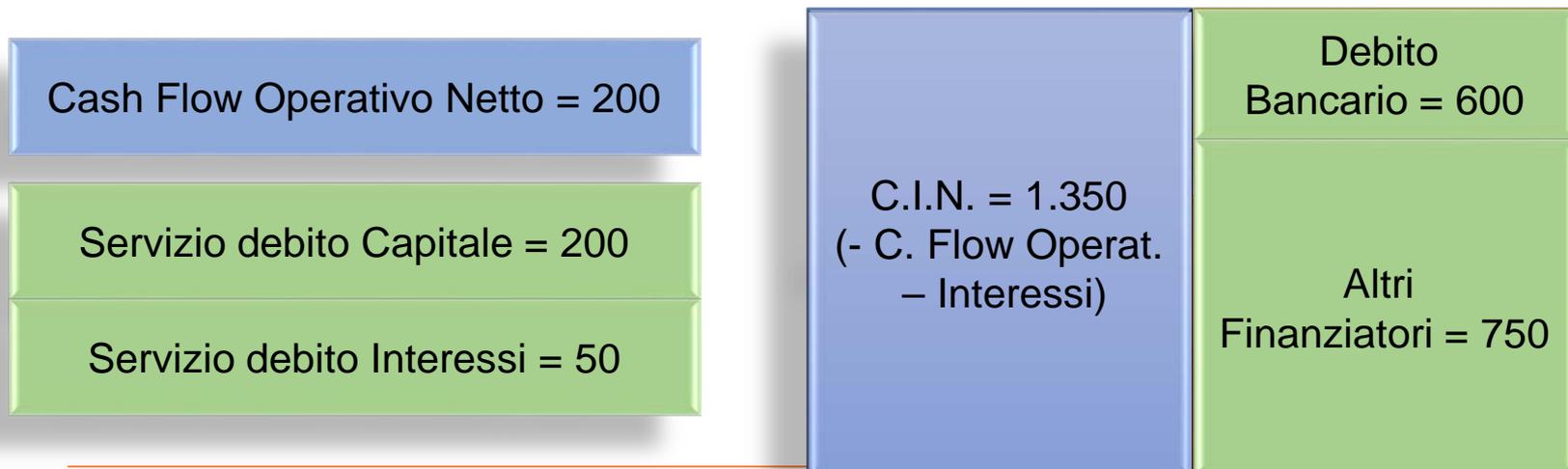
Principio di base

- Il principio di base della finanza di impresa che abbiamo visto è il seguente:
La finanza si fa con gli attivi e non con i passivi
- Questo semplice principio fornisce indicazioni in merito a tutta la politica finanziaria da adottare!

Che flussi di cassa per il servizio del debito?

1° Regola = Cash Flow Matching

- Gli impegni per il servizio del debito devono corrispondere al massimo al Flusso di Cassa operativo al netto delle imposte producibile dall'impresa.
- In caso contrario creerei i presupposti per far attingere l'impresa da altri finanziatori "impropri" quali fisco, fornitori, istituti previdenziali...



Cash Flow Matching analysis tool: Annual Debt service coverage ratio (ADSCR)

- Si tratta dell'indicatore di maggior utilizzo e diffusione nella valutazione della sostenibilità del debito.
- Si calcola come rapporto fra:

FCFO (+ lease payments) - fiscal cash flow

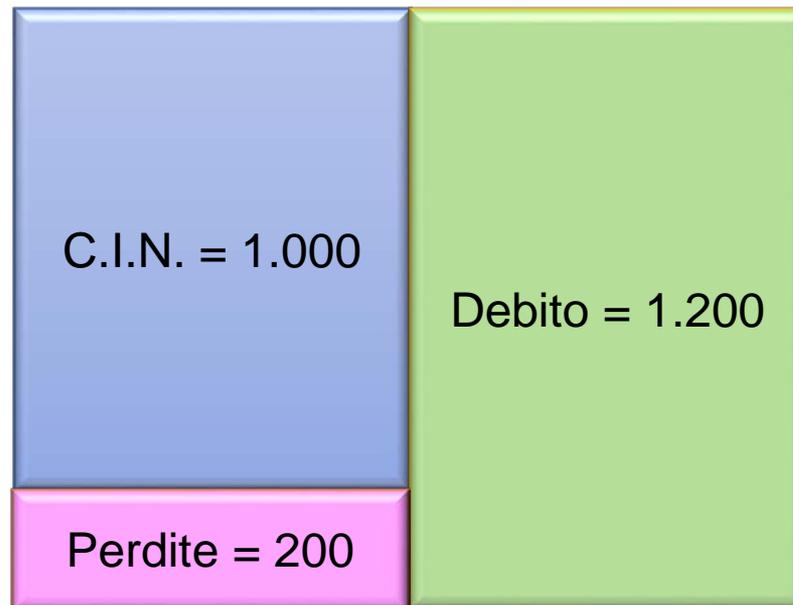
Debt service for interests, principal and lease payments

- Questo indicatore trova spesso utilizzo quale covenant in ipotesi di finanziamento.

Quanto debito?

2° Regola = Amounts Matching

- Il debito di lungo periodo massimo corrisponde al massimo all'ammortare degli investimenti di lungo periodo in essere. Se così non fosse di fatto finanziari e perdite!



Chiudere?

Assumiamo per un attimo la c.d.

“Ottica Liquidatoria”

- Ai fini della valutazione dell'amount matching occorre procedere a simulare la capacità dell'azienda di “chiudere” in un qualsiasi momento con un attivo maggiore del passivo.
- Gli attivi di bilancio hanno un difetto:
 - Gli effettivi valori di realizzo sono sempre incerti.
- I passivi di bilancio hanno un altro e peggiore difetto:
 - I valori da saldare sono sempre certi!

Abbiamo già superato il punto di non ritorno?

Alfa S.r.l. - 31.12.2013

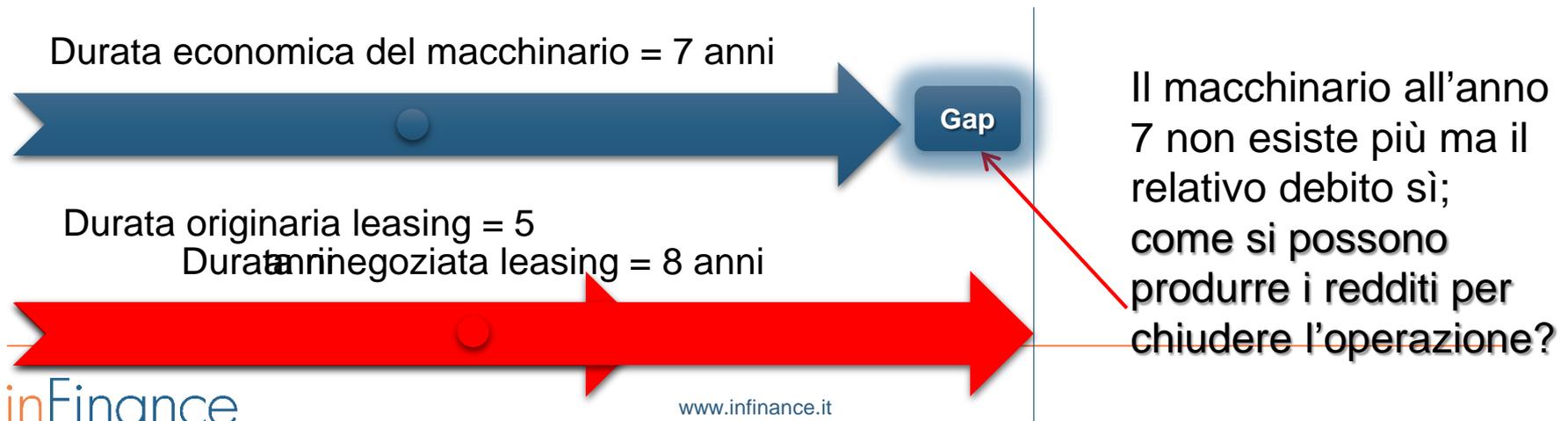
Attivo a Valori di Libro	€	1.937.311,97	
Valori da Stralciare	-€	874.567,00	(beni immateriali, migliorie su beni terzi,
Immobilie Implicito Leasing	€	900.000,00	magazzino, crediti inesigibili)
Attivo a valori di mercato	€	1.962.744,97	
Passivo a valori di Libro	€	1.937.311,97	
Debito Residuo Leasing	€	472.865,00	
Imposte Plusvalenza Leasing	€	134.120,39	
Mezzi Propri non a rimborso	-€	61.995,65	
Passivo a valori di mercato	€	2.482.301,71	
Delta Attivo vs. Passivo	-€	519.556,74	Liquidazione irrealizzabile

- L'azienda Alfa, mentendo a sé stessa sapendo di mentire lo ha già superato...
- L'ottica liquidatoria è un buon esercizio di verifica...

Quale durata del debito?

3° Regola = Duration Matching

- E' giocoforza che la durata del passivo debba essere inferiore alla durata degli attivi.
- Si pensi ad un'impresa che possieda un solo macchinario e che presenti problemi di sostenibilità del leasing sul macchinario; fatti i conti si potrebbe sostenere il leasing allungandolo di 3 anni. Si osservi la situazione seguente:



Quale forma tecnica di debito?

4° Regola = Quality Matching

- La “qualità” degli attivi è il driver della scelta della tipologia dei passivi.
- Se si potesse registrare un guadagno su un investimento che abbiamo individuato; lo lasceremmo a qualcun altro? Ovviamente no!
- Nella prassi spesso avviene il contrario; si rinuncia alla proprietà di un bene e quando su di esso è possibile incamerare una plusvalenza la incassano terzi; come si chiama questa fattispecie?
- Leasing immobiliare.
- Il principio è che se l'attivo che finanzia si svaluta nel tempo non c'è problema a spogliarsi della proprietà dello stesso. Al contrario se il bene tende a rivalutarsi è importante che resti nel controllo della mia sfera giuridica.
- Il mondo del quality matching è sempre più interessato dalla diffusione dei covenants finanziari. Si pensi ad esempio alle limitazioni di operazioni straordinarie di acquisizione sino a scadenza di uno specifico finanziamento.