



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**GLI INDICATORI DI BILANCIO NELLA VALUTAZIONE
DELLA CRISI DI IMPRESA: IL CASO SAIPEM S.P.A.**

***FINANCIAL RATIOS IN CORPORATE CRISIS EVALUATION:
THE CASE OF SAIPEM S.P.A.***

Relatore:

Prof. Guido Paolucci

Rapporto Finale di:

Caterina Spinelli

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

INTRODUZIONE	2
CAPITOLO 1: LA CRISI D'IMPRESA E IL RUOLO DEGLI INDICATORI ECONOMICO-FINANZIARI	4
1.1 DEFINIZIONE DI CRISI D'IMPRESA	4
1.2 LE CAUSE DELLA CRISI: FATTORI INTERNI ED ESTERNI	6
1.3 I PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICO-FINANZIARI	8
1.3.1 Analisi reddituale	9
1.3.2 Analisi patrimoniale.....	11
1.3.3 Analisi finanziaria	12
CAPITOLO 2: L'ANALISI DELLA CRISI DI SAIPEM (2019-2021).....	15
2.1 INQUADRAMENTO DELL'IMPRESA E DEL SETTORE ENERGETICO	15
2.2 ANDAMENTO ECONOMICO E SEGNALI DI DETERIORAMENTO	18
2.3 STRUTTURA FINANZIARIA E DINAMICA DELL'INDEBITAMENTO	20
2.4 ANALISI DELLA LIQUIDITÀ E DELLE TENSIONI FINANZIARIE	22
CAPITOLO 3: LE STRATEGIE DI RISANAMENTO E IL PIANO DI RILANCIO (2022-2025).....	25
3.1 IL PIANO STRATEGICO 2022-2025 E IL NUOVO MODELLO OPERATIVO	25
3.2 LA MANOVRA DI RAFFORZAMENTO PATRIMONIALE: L'AUMENTO DI CAPITALE	26
3.3 IL RIPRISTINO DELLA CONTINUITÀ AZIENDALE E LE PROSPETTIVE DI RILANCIO	27
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	29

INTRODUZIONE

Il concetto di crisi d'impresa ha subito negli ultimi anni una profonda trasformazione. Se in passato veniva identificata quasi esclusivamente con il momento terminale del dissesto, oggi la Dottrina e il Legislatore la descrivono come un fenomeno dinamico, caratterizzato da un processo graduale che può essere individuato e corretto prima che diventi irreversibile. In un panorama economico caratterizzato da repentini cambiamenti, la capacità di un'azienda di sopravvivere non dipende solo dai volumi di vendita, ma dalla bravura dei manager nel monitorare costantemente gli equilibri interni e dalla rapidità con cui eventuali scostamenti da essi vengono individuati.

L'obiettivo di questo Elaborato è dimostrare come gli strumenti dell'analisi di bilancio fungano da sistema di allerta tempestiva per la continuità aziendale. L'indagine non si limita ad illustrare quozienti matematici, ma si sviluppa interpretando la storia di un'impresa per prevederne il futuro, integrando dati storici (backward-looking) con una visione prospettica (forward-looking).

Per dare concretezza all'analisi è stato preso in esame il caso Saipem S.p.A., un'importante realtà del settore energetico che, nel triennio 2019-2021, si è trovata ad affrontare una crisi sistemica di elevata complessità.

L'Elaborato è suddiviso in tre capitoli:

- Il primo capitolo delinea il quadro teorico della crisi d'impresa, analizzandone le cause interne ed esterne e descrivendo gli indicatori di redditività, solidità patrimoniale e liquidità;
- Il secondo capitolo entra nel merito dei numeri di Saipem, ricostruendo il passaggio da un apparente equilibrio a una situazione di crisi di liquidità.

- Attraverso lo studio degli indici viene messo in luce come l'erosione del patrimonio netto abbia reso inevitabili manovre di intervento straordinarie;
- Il terzo capitolo si concentra sulla reazione del Gruppo alla crisi, partendo dalla cessione di rami di business meno redditizi sino ad arrivare all'aumento di capitale da 2 miliardi di euro. L'analisi si conclude esaminando come il nuovo modello operativo e le scelte strategiche del management abbiano permesso di ripristinare la continuità aziendale.

CAPITOLO 1: LA CRISI D'IMPRESA E IL RUOLO DEGLI INDICATORI ECONOMICO-FINANZIARI

1.1 DEFINIZIONE DI CRISI D'IMPRESA

La nozione di crisi d'impresa viene generalmente definita, nella prassi professionale, come l'incapacità attuale dell'azienda di generare flussi di cassa, presenti e futuri, necessari a garantire l'adempimento delle obbligazioni già assunte e di quelle programmate.

In quest'ottica, la crisi non deve essere interpretata come un evento improvviso, ma come una condizione che può essere analizzata anche in chiave prospettica, attraverso valutazioni di tipo probabilistico. Essa si colloca infatti in una fase antecedente rispetto all'insolvenza, rappresentando un momento in cui l'impresa manifesta segnali di difficoltà, pur conservando margini di recupero.

È opportuno, dunque, distinguere tra crisi e insolvenza, poiché esse si caratterizzano per un diverso grado di gravità: la crisi rappresenta una situazione di difficoltà temporanea e potenzialmente reversibile, mentre l'insolvenza costituisce lo stadio finale di una crisi divenuta irreversibile, in cui l'impresa non è più in grado, in maniera permanente, di adempiere alle proprie obbligazioni.

Accanto alla definizione elaborata dalla Dottrina economico-aziendale, anche il Legislatore italiano ha fornito una definizione formale di crisi. In particolare, il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza definisce la crisi come lo “stato del debitore che rende probabile l'insolvenza”, individuando quindi una situazione di squilibrio economico-finanziario che, pur non essendosi ancora tradotta nell'impossibilità di adempiere regolarmente alle obbligazioni, manifesta una concreta probabilità di evolvere verso tale condizione.

Rispetto alla vecchia Legge Fallimentare, il nuovo Codice concentra l'attenzione sulla prevenzione e sulla continuità aziendale, introducendo indicatori basati su flussi di cassa prospettici, che operano in ottica forward-looking, utili per valutare la capacità dell'impresa di garantire il rimborso dei debiti nei successivi dodici mesi.

Tuttavia, già prima dell'introduzione di tali strumenti, la valutazione della solvibilità dell'impresa si basava su specifici indicatori economico-finanziari costruiti a partire dai dati di bilancio storici. Tali indicatori, definiti di tipo backward-looking, consentono di esaminare i risultati conseguiti negli esercizi precedenti e di individuare eventuali segnali di squilibrio in termini di redditività, solvibilità e liquidità.

L'analisi congiunta delle due tipologie di indicatori permette di individuare, fin dalle prime avvisaglie, i segnali di potenziali difficoltà economico-finanziarie. La crisi d'impresa, infatti, raramente si manifesta in maniera improvvisa ma è piuttosto frutto di un processo graduale di deterioramento degli equilibri aziendali. Durante tale processo è possibile distinguere quattro fasi principali:

1. Fase di incubazione: l'impresa inizia ad avvertire i primi segnali negativi, spesso impercettibili e trascurabili;
2. Fase di maturazione: si manifestano i primi segnali di squilibrio economico e iniziano a verificarsi le prime perdite;
3. Fase di declino: la liquidità si riduce compromettendo i regolari pagamenti di fornitori e istituti di credito, la continuità aziendale viene messa a rischio;
4. Fase della crisi acuta: l'incapacità di far fronte agli obblighi finanziari porta l'impresa ad entrare nello stato di insolvenza, ledendo gli interessi di tutti gli stakeholders.

Tenendo presente il processo di crisi descritto, risulta fondamentale comprendere le cause che possono generare tali situazioni e i segnali che ne permettono l'individuazione nelle fasi iniziali. Questa analisi consente non solo di comprendere quali sono le dinamiche alla base della crisi, ma anche di intervenire attraverso strategie volte a prevenire una possibile evoluzione negativa.

1.2 LE CAUSE DELLA CRISI: FATTORI INTERNI ED ESTERNI

Per analizzare correttamente la crisi d'impresa risulta fondamentale distinguere tra le cause che ne determinano l'insorgenza e i sintomi attraverso i quali essa si manifesta. Una redditività negativa e una struttura finanziaria fragile sono, la maggior parte delle volte, i sintomi della crisi e non le cause originarie di essa (Coda, 1975). Limitarsi a intervenire su tali aspetti senza individuare e rimuovere le cause più profonde rischia di produrre risultati solo temporanei e, in alcuni casi, di aggravare ulteriormente la situazione aziendale.

Individuare con precisione le origini di una crisi aziendale può risultare complesso. Essa non è mai la risultante di un singolo avvenimento ma, al contrario, è frutto della combinazione di diversi fattori, sia interni che esterni all'impresa. Per questo motivo è possibile distinguere tra cause esterne (esogene) e cause interne (endogene).

Le cause esogene riguardano fattori derivanti dall'ambiente macroeconomico e competitivo nel quale l'azienda opera come, ad esempio, un repentino cambiamento tecnologico, una riduzione della domanda di mercato o un aumento della concorrenza, nonché eventi straordinari o cambiamenti sociali e culturali.

Le cause esterne raramente costituiscono il motivo scatenante della crisi, ma possono contribuire ad aggravare ed accelerare il declino della situazione aziendale.

Assumono invece un ruolo spesso particolarmente rilevante le cause endogene, legate al funzionamento e alla gestione dell'impresa. Riguardo ad esse, la letteratura attua una distinzione a seconda dell'approccio che si decide di utilizzare: soggettivo od oggettivo. Nel primo caso la responsabilità della crisi aziendale viene attribuita ai soggetti che guidano l'impresa e, in particolare, al management. Nell'approccio oggettivo, invece, le ragioni sono ricondotte a fattori strutturali dell'organizzazione aziendale.

Secondo quest'ultima prospettiva è possibile individuare diverse tipologie di crisi:

- Crisi da sovrapproduzione: è caratterizzata da eccessi di capacità produttiva, l'azienda produce più di quanto richiesto dal mercato;
- Crisi da decadimento del prodotto: è causata dalla perdita di competitività o da una scarsa innovazione dei beni offerti, questa forma di crisi porta ad una drastica riduzione del margine di contribuzione;
- Crisi per situazioni di inefficienza: si manifesta quando uno o più ambiti dell'attività aziendale presentano rendimenti inferiori rispetto a quelli dei concorrenti, determinando una struttura dei costi meno efficiente;
- Crisi da squilibrio finanziario e patrimoniale: deriva da una mancata correlazione temporale tra fonti e impieghi, compromettendo la capacità di far fronte alle obbligazioni a breve e lungo termine;
- Crisi da crescita eccessiva: si verifica quando l'attività economica cresce in maniera incontrollata, non adeguatamente pianificata e ad un ritmo insostenibile per la capacità produttiva del sistema.

La conoscenza delle principali cause della crisi rappresenta dunque un elemento essenziale per interpretare correttamente le difficoltà aziendali. In ambito economico-aziendale assume però particolare rilievo anche la capacità di individuare precocemente i segnali che evidenziano il deterioramento delle condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie dell'impresa. Per tale motivo, nel paragrafo successivo verranno analizzati i principali indicatori utilizzati per valutare la solidità economica, patrimoniale e finanziaria dell'impresa.

1.3 I PRINCIPALI INDICATORI ECONOMICO-FINANZIARI

Il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, entrato in vigore nel 2022, ha introdotto una profonda riforma del sistema di gestione delle situazioni di difficoltà aziendali in Italia. Esso sottolinea come, in un contesto economico caratterizzato da incertezza ed elevata variabilità, sia fondamentale per le aziende individuare in maniera tempestiva i segnali di difficoltà, così da poter intervenire prima che lo stato di crisi diventi irreversibile, adottando strategie efficaci per il risanamento dell'impresa.

In questo contesto, l'analisi di bilancio diventa uno strumento essenziale per monitorare l'andamento economico, patrimoniale e finanziario dell'impresa, essendo in grado di individuare le criticità e le inefficienze che potrebbero portare al deterioramento dell'azienda. Questo tipo di analisi si fonda sul calcolo di specifici indicatori economico-finanziari ottenuti attraverso la relazione tra i valori presenti nei documenti quantitativo-contabili dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, opportunamente riclassificati dall'analista.

Tali indicatori possono assumere le due diverse configurazioni di indici-quozienti, ottenuti dal rapporto dei valori di bilancio, o di indici-differenza, calcolati attraverso la sottrazione tra le voci di bilancio prese in considerazione.

È importante sottolineare che gli indici calcolati non devono essere considerati isolatamente, ma come parti di un sistema complesso e interconnesso. Soltanto così è possibile esprimere un giudizio completo sulla situazione aziendale.

Possiamo suddividere l'analisi di bilancio per indici in:

- Analisi reddituale;
- Analisi patrimoniale;
- Analisi finanziaria.

1.3.1 Analisi reddituale

L'analisi della redditività ha l'obiettivo di valutare la capacità dell'impresa di generare con continuità risultati economici soddisfacenti, in grado di assicurare una congrua remunerazione dei fattori produttivi impiegati nella gestione per un adeguato numero di esercizi. La capacità dell'impresa di produrre ricchezza viene misurata attraverso particolari indicatori, di redditività per l'appunto, i quali consentono di confrontare dati di bilanci di annualità diverse, nonché dati di imprese differenti operanti nel medesimo settore. Tra i principali indicatori di redditività rientrano il Return on Equity (ROE), il Return on Assets (ROA) e il Return on Sales (ROS).

Il ROE rappresenta il rendimento del capitale proprio investito dai soci, calcolato dopo la deduzione delle imposte, che deriva dall'attività di gestione dell'impresa. Poiché questo indicatore è utile per anticipare possibili situazioni di crisi aziendale, risulta importante analizzarne l'andamento nel tempo e confrontarlo con quello registrato da imprese appartenenti allo stesso settore.

La sua formula è:

$$\frac{\text{Reddito netto}}{\text{Patrimonio netto (al netto di utile o perdita d'esercizio)}}$$

Un valore elevato dell'indice indica una buona capacità dell'impresa di generare reddito per i soci. Al contrario, un valore basso o negativo può rappresentare un segnale di difficoltà economica e di inefficienza nella gestione aziendale.

Il ROA viene utilizzato per misurare la capacità di un'azienda di generare profitti utilizzando le proprie risorse complessive. È calcolato come:

$$\frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Totale attivo}}$$

Permette di valutare l'efficienza manageriale indipendentemente dalle fonti di finanziamento. Un ROA alto indica una gestione efficiente delle risorse aziendali, mentre valori più contenuti del ROA possono evidenziare investimenti errati o difficoltà nella gestione operativa.

Il ROS esprime la redditività delle vendite e consente di valutare la capacità dell'azienda di trasformare il fatturato in risultato operativo. Rapportando quest'ultimo con il valore dei ricavi di vendita realizzati dall'azienda nell'esercizio considerato si ottiene la formula del ROS. Se esso assume valore positivo l'azienda gode di una buona efficienza operativa ed è in grado di sostenere i costi operativi. Contrariamente, nel caso in cui il valore di tale indice sia negativo, siamo in presenza di una situazione di crisi, in cui i ricavi caratteristici sono insufficienti per coprire i costi della gestione caratteristica, evidenziando una possibile situazione di difficoltà aziendale.

Oltre agli indici di redditività, l'analisi di bilancio si avvale di indicatori di margine che permettono di isolare la performance della gestione operativa. Tra questi

assume particolare importanza l'EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), corrispondente al Margine Operativo Lordo (MOL). L'EBITDA esprime la ricchezza generata dall'impresa attraverso la sola gestione caratteristica, dunque, un suo valore positivo indica che i ricavi di vendita sono sufficienti a coprire i costi operativi. Al contrario, un EBITDA negativo rappresenta un segnale di crisi ed evidenzia perdite riguardanti l'attività operativa dell'azienda.

1.3.2 Analisi patrimoniale

Una struttura patrimoniale solida, caratterizzata da una buona composizione qualitativa delle fonti e degli impieghi, consente all'impresa di fronteggiare eventi inattesi e garantire la tutela dei finanziatori esterni, per il tempo necessario a ripristinare le condizioni di equilibrio economico indispensabili per la sopravvivenza dell'impresa stessa. L'analisi è condotta mediante indici patrimoniali che consentono di valutare il livello di indebitamento dell'azienda, calcolati utilizzando i dati contenuti nello Stato Patrimoniale riclassificato. Gli indicatori più comunemente usati per analizzare la struttura patrimoniale di un'impresa sono: il quoziente di indebitamento, l'indice di autonomia finanziaria e l'indice di rigidità degli impieghi.

Il quoziente di indebitamento è uno degli indicatori più importanti per misurare lo stato di salute di un'azienda e la sua formula è la seguente:

$$\frac{\text{Capitale di terzi}}{\text{Capitale proprio}}$$

Questo indice offre una visione di come l'azienda è finanziata e aiuta a verificare il livello di rischio legato alla dipendenza da fonti di finanziamento esterne. Valori

elevati indicano un maggior rischio finanziario, caratteristico di imprese ad alta leva finanziaria, mentre valori più contenuti segnalano una struttura patrimoniale più equilibrata e una maggior capacità di sostenersi attraverso le proprie risorse.

L'indice di autonomia finanziaria esprime la solidità patrimoniale di un'azienda, misurando il contributo del capitale proprio sul totale delle fonti con cui l'azienda finanzia i propri investimenti. Il livello del 50% rappresenta la condizione di equilibrio, in cui le fonti di finanziamento sono equamente divise tra capitale proprio e capitale di terzi. Se il valore dell'indice è superiore a tale soglia, l'azienda è altamente solida, al contrario, con valori inferiori, l'autonomia finanziaria diminuisce a favore della dipendenza da fonti esterne.

L'indice di rigidità degli impieghi misura l'incidenza delle immobilizzazioni, ossia dell'attivo fisso, sul totale degli investimenti aziendali. Una struttura rigida denota una scarsa capacità dell'impresa di sostituire, con rapidità e in maniera economicamente efficiente, fattori produttivi non più adatti al contesto economico in cui opera con altri più allineati alle mutate esigenze. Un valore elevato di tale indicatore indica che l'azienda possiede molte immobilizzazioni, difficilmente liquidabili nel breve termine, che rendono la struttura aziendale poco flessibile. Per contro, valori più contenuti sono rappresentativi di una struttura degli impieghi più flessibile in grado di adeguarsi più facilmente alle variazioni del mercato.

1.3.3 Analisi finanziaria

L'analisi relativa agli aspetti finanziari della gestione riguarda la mutevole relazione che si instaura nel tempo tra le risorse da impiegare per consentire lo svolgimento dell'attività imprenditoriale e le fonti dalle quali possono essere reperite. Per comprendere la solidità finanziaria di un'impresa è fondamentale

considerare non soltanto la consistenza dei flussi monetari in entrata e in uscita, ma anche le tempistiche con cui essi si manifestano. Infatti, i tempi in cui si generano le entrate possono essere più lunghi rispetto a quelli delle uscite, determinando una carenza di liquidità che necessita di essere colmata tramite il ricorso al finanziamento da terzi. La valutazione della liquidità aziendale si basa sull'utilizzo di specifici indicatori, tra cui il Quick ratio, il margine secondario di tesoreria e il capitale circolante netto.

Il Quick ratio è l'indice più significativo per verificare la situazione dell'impresa sul piano della liquidità; esso misura la capacità di un'azienda di far fronte alle passività a breve termine utilizzando le sue attività più liquide. Viene calcolato dividendo la somma delle liquidità immediate e di quelle differite per il totale delle passività correnti. Un'azienda completamente attrezzata per far fronte al pagamento di debiti a breve, senza intaccare le risorse economiche immobilizzate, avrà un valore di tale indicatore superiore a 1; viceversa, un'impresa che si trova in difficoltà nel sostenere i debiti immediati riscontrerà un Quick ratio minore di 1.

Il margine secondario di tesoreria esprime quanta disponibilità liquida rimane ancora in azienda dopo aver coperto tutte le passività correnti. Questo indicatore, dato dalla somma delle liquidità immediate e delle liquidità differite meno le passività correnti, in un'impresa in salute dovrebbe essere positivo; un valore maggiore di zero indica infatti che l'impresa possiede risorse liquide (o rapidamente liquidabili) superiori ai debiti a breve termine. Un margine negativo, pur non implicando automaticamente insolvenza, segnala una situazione di squilibrio che, se protratta, può generare tensioni finanziarie fino a sfociare in una crisi di liquidità.

Il capitale circolante netto indica quanto l'impresa sia in grado di coprire le proprie obbligazioni a breve termine, sostenere le spese relative al ciclo operativo e mantenere un flusso di cassa equilibrato. Questo indice si ottiene dalla differenza tra le attività correnti e le passività correnti; è importante che tale valore sia positivo poiché, in caso contrario, l'impresa rischia di non riuscire a coprire le proprie spese imminenti e di dover richiedere liquidità a fonti esterne, creando nuovi debiti.

CAPITOLO 2: L'ANALISI DELLA CRISI DI SAIPEM (2019-2021)

2.1 INQUADRAMENTO DELL'IMPRESA E DEL SETTORE ENERGETICO

Saipem S.p.A. è una società per azioni italiana costituita nel 1957, operante a livello globale come uno dei principali provider di servizi nel settore dell'ingegneria e delle costruzioni per l'industria energetica. L'azienda si occupa della progettazione, realizzazione e gestione di infrastrutture e impianti complessi, sia offshore che onshore. Nello specifico, le attività offshore riguardano le infrastrutture situate in mare aperto, quali piattaforme fisse e galleggianti, condotti sottomarini e parchi eolici marini. Le attività onshore si svolgono invece sulla terraferma e comprendono impianti industriali complessi come raffinerie e stabilimenti petrolchimici, oltre a infrastrutture ferroviarie e idriche.

L'assetto organizzativo aziendale si articola in diverse business line, ciascuna contraddistinta da progetti e obiettivi specifici. In particolare, la Società opera attraverso cinque segmenti:

1. Asset Based Services: legato all'utilizzo della flotta navale di proprietà;
2. Drilling and Offshore Construction: riguardante le attività di perforazione in mare aperto finalizzate alla produzione di idrocarburi;
3. Energy Carriers: focalizzato sul trasporto e la trasformazione dell'energia;
4. Offshore Wind: comprendente la progettazione e l'installazione di parchi eolici marini, fissi o galleggianti;
5. Sustainable Infrastructures: dedicato alle grandi opere civili ad alta velocità ferroviaria.

Questi cinque segmenti riflettono la diversificazione delle attività e la crescente attenzione verso la transizione energetica.

Il modello di business della Società è caratterizzato da una forte specializzazione nella realizzazione di grandi progetti e da una significativa presenza internazionale, con attività distribuite in numerosi Paesi. Tale configurazione rende l'impresa particolarmente esposta alle dinamiche del settore energetico e alle variazioni del contesto economico globale.

Negli ultimi anni, il settore di riferimento è in forte espansione, trainato dalla transizione energetica e dalle energie rinnovabili. In tale scenario, anche Saipem ha avviato un processo di evoluzione del proprio modello operativo, orientandosi verso soluzioni a minore impatto ambientale e verso lo sviluppo di tecnologie innovative.

Nonostante il progressivo adattamento al mutato contesto competitivo, nel triennio 2019-2021 l'impresa ha manifestato segnali di peggioramento delle proprie performance economico-finanziarie. Alla luce di tali considerazioni, nei paragrafi successivi verrà condotta un'analisi degli indicatori di bilancio, con l'obiettivo di evidenziare il progressivo deterioramento degli equilibri economico-finanziari e individuare le principali cause e manifestazioni della crisi aziendale.



2.2 ANDAMENTO ECONOMICO E SEGNALI DI DETERIORAMENTO

L'analisi dell'andamento economico di Saipem nel periodo considerato evidenzia il passaggio da una condizione di equilibrio, seppur fragile, a una vera e propria fase di crisi reddituale. Tale evoluzione si sviluppa in modo progressivo e riflette un indebolimento degli equilibri economici aziendali.

Il punto di partenza dell'analisi è rappresentato dall'esercizio 2019, in cui Saipem presentava ricavi per circa 9,1 miliardi di euro e un utile netto di 12 milioni. Nel 2020 l'insorgenza della pandemia da COVID-19 ha sicuramente rappresentato una causa esogena importante, determinando una riduzione del fatturato a 7,3 miliardi di euro (-19%) e una perdita netta di circa 1,14 miliardi di euro. Non è stata però la pandemia l'artefice della successiva crisi: i primi segnali di allarme si individuano soprattutto nell'incapacità di mantenere adeguati livelli di marginalità operativa, anche a causa di una struttura dei costi fissi rigida e di un contesto di mercato caratterizzato da un forte aumento dei costi delle materie prime.

Il deterioramento economico raggiunge l'apice nel 2021: nonostante una diminuzione contenuta dei ricavi, di circa il 6,4%, la marginalità operativa è diminuita notevolmente, portando l'EBITDA a un valore negativo di 1,65 miliardi di euro. Questo dato suggerisce che la crisi non sia legata soltanto a una contrazione dei volumi, ma soprattutto a una perdita di efficienza causata dall'incapacità di assorbire l'aumento dei costi delle materie prime e della logistica.

Il peggioramento della gestione operativa si riflette sul risultato netto del 2021, anno in cui Saipem ha registrato una perdita di 2,46 miliardi di euro. Un risultato di tale entità ha inciso in modo rilevante sul patrimonio netto, riducendolo di oltre un terzo del suo valore. Come previsto dalla normativa civilistica, il superamento di questa soglia ha trasformato la difficoltà in crisi acuta, rendendo

indispensabile un intervento urgente dei soci per garantire la continuità aziendale.

L'evoluzione dei principali dati economici nel periodo considerato è riassunta nella seguente tabella:

Principali grandezze economiche (mln €)	2019	2020	2021
Ricavi	9.099	7.342	6.875
EBITDA	1.146	428	-1.650
Risultato Netto	12	-1.136	-2.467

Per comprendere appieno l'entità del dissesto operativo è necessario analizzare l'andamento degli indicatori di redditività descritti nel primo capitolo quali ROS, ROA e ROE.

Indice	2019	2020	2021
ROS	5,0 %	-1,5 %	-24,8 %
ROA	3,3 %	-0,8 %	-12,7 %
ROE	0,3 %	-28,8 %	-131,2 %

Il ROS passa dal 5% del 2019 al -24,8% del 2021, segnalando una gestione operativa compromessa: in pratica, per ogni 100 euro di ricavi, l'azienda ha registrato una perdita operativa di circa 25 euro.

Altrettanto significativo è l'andamento del ROA, che crolla dal 3,3% al -12,7%. Questo indicatore misura l'efficienza dell'impresa nell'impiego delle proprie risorse patrimoniali: un valore così negativo dimostra che la struttura di Saipem non solo non è stata in grado di generare alcun rendimento, ma ha anche rappresentato un costo.

Ancora più critico è il dato relativo al ROE, che nel 2021 scende fino al -131,2%. Un valore di tale portata riflette una situazione di forte squilibrio, in cui le perdite dell'esercizio superano ampiamente il valore del patrimonio netto. Questo crollo del capitale proprio ha alterato la struttura finanziaria dell'impresa, portando il peso dell'indebitamento verso terzi ad un livello insostenibile.

Nel complesso, l'analisi evidenzia come il progressivo deterioramento dei risultati economici abbia inciso in modo diretto sulla struttura patrimoniale, ponendo le basi della crisi finanziaria che verrà analizzata nei paragrafi successivi.

2.3 STRUTTURA FINANZIARIA E DINAMICA DELL'INDEBITAMENTO

Il deterioramento dei margini operativi analizzato precedentemente ha prodotto riflessi immediati nella struttura finanziaria di Saipem, incidendo sull'equilibrio tra mezzi propri e mezzi di terzi.

In una situazione di equilibrio, il debito dovrebbe essere ripagato attraverso la ricchezza generata dalla gestione caratteristica ma, nel caso di Saipem, questo non è stato possibile, a causa dei negativi flussi di cassa operativi (EBITDA) che hanno reso il debito un onere non più supportato dalla produzione. L'azienda si è trovata dunque in una condizione di forte dipendenza da finanziatori esterni, tipica di crisi da squilibrio finanziario.

Per quantificare l'entità di tale squilibrio sono stati calcolati i principali indici di struttura descritti nella parte teorica. Il confronto triennale mette in luce la progressiva perdita di autonomia dell'impresa:

Indice	2019	2020	2021
Indice di autonomia finanziaria	33,2%	26,8%	14%
Quoziente di indebitamento	2,01	2,73	6,14
Indice di rigidità degli impieghi	64,5%	61,2%	58,4%

In primo luogo, si osserva il crollo dell'indice di autonomia finanziaria, passato dal 33,2% del 2019 fino al 14% del 2021. Come precedentemente descritto, questo valore dovrebbe collocarsi il più possibile al di sopra della soglia di sicurezza del 50%, mentre in Saipem si è allontanato ulteriormente da essa, evidenziando come la Società finanzia quasi interamente i propri impieghi attraverso il capitale di terzi.

Speculare al calo dell'autonomia è l'incremento del quoziente di indebitamento, salito da un valore pari a 2,01 nel 2019 a 6,14 nel 2021: in soli due anni il peso del debito rispetto al capitale dei soci è più che triplicato. Un simile andamento certifica la perdita di solidità di Saipem, che per ogni euro investito dagli azionisti ne deve più di sei ai creditori.

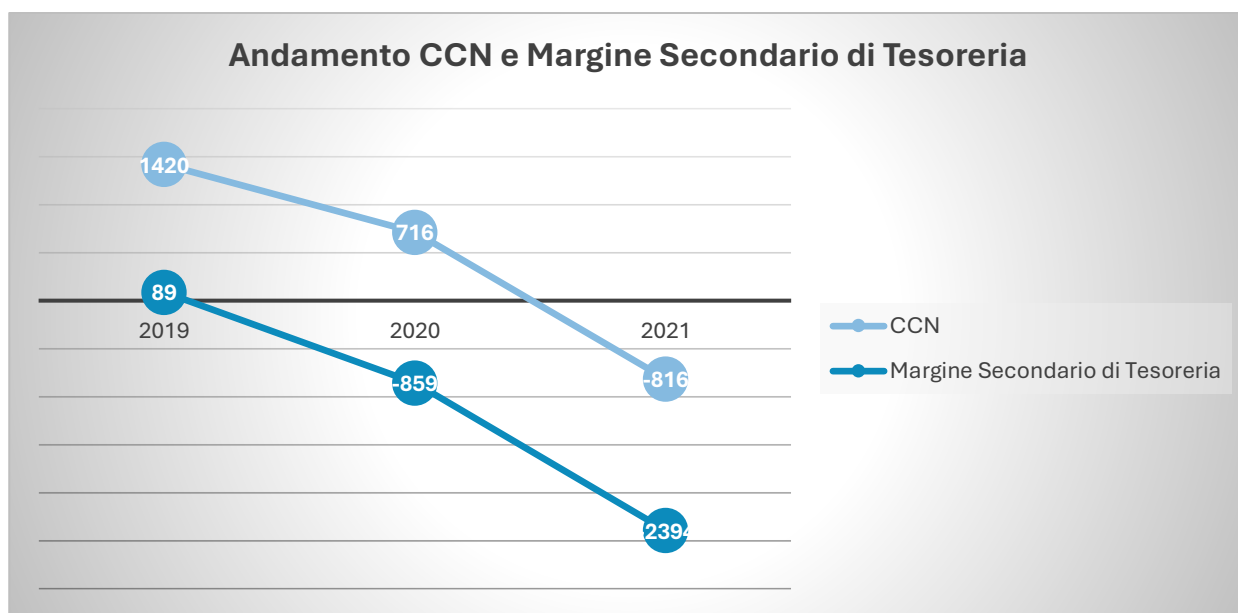
Da ultimo, l'indice di rigidità degli impieghi si mantiene su livelli elevati, senza registrare variazioni significative, sottolineando la forte incidenza delle immobilizzazioni, quali navi e impianti, sul totale degli impieghi. Una struttura aziendale così rigida ha rappresentato un limite nella gestione della crisi per l'azienda che, di fronte al crollo della domanda e alla necessità di liquidità immediata, è stata incapace di adattarsi rapidamente al mutato contesto di mercato.

In conclusione, il forte squilibrio tra mezzi propri e mezzi di terzi, insieme alla rigidità degli impieghi, ha reso la struttura finanziaria di Saipem molto fragile. Questa situazione ha generato forti tensioni sulla liquidità aziendale, rendendo necessaria l'analisi della capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni a breve termine, nel paragrafo successivo.

2.4 ANALISI DELLA LIQUIDITÀ E DELLE TENSIONI FINANZIARIE

Se l'analisi patrimoniale svolta nel paragrafo precedente ha già mostrato segnali di fragilità della Società, è con lo studio degli indici di liquidità che emerge la reale portata della crisi monetaria che ha colpito Saipem tra il 2020 e il 2021. A tal fine, si è proceduto al calcolo del Capitale Circolante Netto (CCN), del Margine Secondario di Tesoreria e del Quick Ratio. I risultati ottenuti per il triennio 2019-2021 sono riassunti nella tabella e nel grafico che seguono:

Indice	2019	2020	2021
Capitale Circolante Netto (CCN) (mln di €)	1.420	716	-816
Margine Secondario di Tesoreria (mln di €)	89	-859	-2.394
Quick Ratio	1,02	0,81	0,62



Osservando i dati, il 2019 appare come l'ultimo anno di reale equilibrio: il CCN e il Margine Secondario di Tesoreria risultavano entrambi positivi e un Quick Ratio pari a 1,02 indica la rassicurante capacità di coprire i debiti a breve senza dover per forza ricorrere allo smobilizzo delle rimanenze.

Le prime tensioni finanziarie emergono nel 2020: nonostante il CCN rimanga positivo, il Margine Secondario di Tesoreria diminuisce drasticamente fino a raggiungere -859 milioni di euro. Questa divergenza, ben visibile nel grafico, è un campanello d'allarme fondamentale: ci mostra come gran parte dell'attivo circolante risulta immobilizzata in rimanenze e lavori in corso, non liquidabili nel breve termine e quindi non utilizzabili per far fronte alle passività in scadenza. Nello stesso anno, anche il Quick Ratio scende sotto l'unità (0,81), confermando un primo deficit monetario preoccupante.

Il vero collasso si registra però nel 2021, quando il CCN diventa negativo per 816 milioni di euro. Si tratta di un segnale molto critico, in quanto sottolinea come la Società non sia più in grado di coprire le passività correnti con l'intero attivo circolante. Il Margine Secondario di Tesoreria e il Quick Ratio diminuiscono

ulteriormente, rappresentando il punto di massima criticità: a fine 2021, Saipem dispone di soli 62 centesimi di liquidità prontamente utilizzabile per ogni euro di debito in scadenza entro l'anno.

In sostanza, i dati confermano che la crisi di redditività analizzata nei paragrafi precedenti si è progressivamente trasformata in una crisi di liquidità acuta, rendendo necessario il ricorso a manovre straordinarie di ricapitalizzazione al fine di garantire la continuità aziendale.

In definitiva, l'analisi condotta nel presente capitolo dimostra come il deterioramento dei margini, unito a una struttura finanziaria troppo rigida e indebitata, abbia trascinato il Gruppo Saipem in una crisi sistemica. La perdita di oltre un terzo del capitale sociale e l'insostenibile tensione finanziaria hanno reso inevitabile l'avvio di un radicale processo di ristrutturazione. Nel capitolo successivo verranno analizzate le manovre strategiche e finanziarie adottate dalla Società nel 2022, a partire dal nuovo piano industriale e dalla massiccia operazione di ricapitalizzazione, volte al riequilibrio degli assetti economico-finanziari e al rilancio del business.

CAPITOLO 3: LE STRATEGIE DI RISANAMENTO E IL PIANO DI RILANCIO (2022-2025)

3.1 IL PIANO STRATEGICO 2022-2025 E IL NUOVO MODELLO OPERATIVO

Il Piano Strategico 2022-2025, approvato il 25 marzo 2022 in risposta alla crisi degli anni precedenti, ha segnato un punto di svolta nel processo di risanamento di Saipem e ha posto le basi per la manovra di rafforzamento della struttura finanziaria e patrimoniale. Osservando il quadriennio appena concluso, emerge come la Società abbia attuato una revisione significativa del proprio modello operativo per ripristinare la redditività e la sostenibilità futura.

Un elemento centrale nel superamento della crisi è stato il cosiddetto “de-risking” operativo, una strategia gestionale volta a ridurre l’esposizione dell’impresa a progetti con alta incertezza sui costi o margini di profitto troppo bassi, privilegiando contratti con clausole di protezione e settori tecnologicamente avanzati. In particolare, il management di Saipem, per risolvere il problema della bassa marginalità sui grandi progetti “onshore”, vista nel paragrafo 2.2, ha imposto una maggiore selettività nell’acquisizione di commesse. In altre parole, Saipem ha scelto di puntare sulla qualità dei contratti piuttosto che sulla quantità, privilegiando l’Offshore e la transizione energetica, dove la competizione è minore e i margini sono protetti da clausole migliori.

Parallelamente alla selezione dei contratti, l’impresa ha dovuto agire sulla rigidità della struttura dei costi, criticità chiaramente emersa dall’analisi del bilancio 2021. Per risolvere tale problema, Saipem ha attuato un piano di risparmi che ha portato oltre 300 milioni di euro di benefici all’anno a partire dal 2024. È stato possibile raggiungere tale risultato attraverso una riorganizzazione interna e ottimizzando la gestione della flotta navale.

Molto importante per l'obiettivo di riduzione del debito è stata la cessione del business del Drilling Onshore, finalizzata nel 2022 a favore del gruppo KCA Deutag per circa 550 milioni di dollari. Questa operazione è stata una mossa strategica che ha concesso a Saipem un doppio vantaggio: da un lato, ha permesso alla Società di incassare liquidità immediata per ridurre i debiti e, dall'altro, ha tolto dal bilancio un settore ormai poco redditizio, permettendo una maggiore focalizzazione sull'Offshore e la transizione energetica.

Tirando le somme del quadriennio 2022-2025, il nuovo piano operativo, suddiviso in cinque business line distinte, ha permesso di ristabilire l'equilibrio economico-finanziario della Società. Se si osservano i risultati raggiunti a fine piano possiamo notare il ritorno ad una redditività operativa solida, prova che Saipem ha ripreso a produrre ricchezza con il suo core business. Questo risultato segnala il superamento delle difficoltà finanziarie degli anni precedenti e l'avvio di una nuova fase di sviluppo.

Il caso analizzato dimostra, pertanto, come un'efficace strategia di risanamento, fondata su interventi mirati e tempestivi, possa consentire non solo il superamento della crisi, ma anche il rafforzamento strutturale dell'impresa nel lungo periodo.

3.2 LA MANOVRA DI RAFFORZAMENTO PATRIMONIALE: L'AUMENTO DI CAPITALE

Per dare concretezza al rilancio e rimettere in piedi la Società dopo la crisi analizzata nel capitolo precedente, Saipem ha dovuto varare un'operazione finanziaria di proporzioni enormi. L'aumento di capitale da 2 miliardi di euro, avvenuto nel luglio 2022, ha rappresentato una operazione fondamentale che ha permesso all'azienda di rimanere in vita. Come abbiamo visto analizzando il Quick Ratio, a fine 2021 la cassa era quasi vuota e senza questa enorme iniezione

di liquidità la Società non avrebbe avuto i mezzi nemmeno per gestire l'ordinaria amministrazione.

A guidare l'operazione sono stati i due soci storici, Eni e CDP Industria, che insieme coprono circa il 43% del capitale. Il resto dell'operazione è stato garantito da un gruppo di banche internazionali, a conferma del fatto che, nonostante i numeri negativi del 2021, ci fosse ancora fiducia nel potenziale dell'azienda.

Dal punto di vista tecnico, l'aumento di capitale è stato definito come "iperdiluitivo" poiché, per attirare nuovi capitali in un momento di estrema incertezza, le nuove azioni sono state emesse a un prezzo fortemente scontato rispetto al valore di borsa di quei giorni (che si assestava intorno ai 3,60 euro): appena 1,013 euro. Per i vecchi azionisti che si sono visti ridurre drasticamente il valore del proprio investimento iniziale è stato un duro colpo, ma era una scelta necessaria per raccogliere velocemente i due miliardi necessari a rimborsare i debiti bancari più urgenti.

A distanza di anni, guardando i risultati del 2026, possiamo affermare che quel sacrificio ha portato i suoi frutti. I soldi derivanti dall'aumento di capitale non sono serviti solo a pagare i creditori, ma hanno dato a Saipem l'autonomia finanziaria necessaria per ridare credibilità internazionale al Gruppo.

3.3 IL RIPRISTINO DELLA CONTINUITÀ AZIENDALE E LE PROSPETTIVE DI RILANCIO

L'intera manovra di rafforzamento patrimoniale del 2022 ha avuto come obiettivo centrale la risoluzione delle incertezze sulla continuità aziendale che erano emerse dai bilanci del triennio 2019-2021. Senza l'apporto di nuova liquidità dai soci e la rinegoziazione del debito bancario, le prospettive sulla prosecuzione dell'attività sarebbero state critiche, poiché Saipem non avrebbe avuto le risorse necessarie per coprire le passività correnti nei dodici mesi successivi. L'azienda

ha dovuto sottoscrivere, per evitare che i 2 miliardi di euro dell'aumento venissero immediatamente assorbiti dal rimborso dei vecchi debiti, un accordo con gli istituti di credito per estendere le scadenze dei finanziamenti a breve termine e trasformarli in scadenze a lungo termine.

Per ripristinare una reale continuità aziendale non basta però limitarsi a iniettare capitali o rinviare i pagamenti. La vera stabilità è stata raggiunta solo quando Saipem ha dimostrato di poter tornare a generare cassa attraverso la gestione caratteristica, invertendo il trend negativo della redditività e tornando a conseguire margini operativi positivi. Questo è stato possibile solo grazie al coraggio di abbandonare settori ormai poco redditizi, come il Drilling onshore, per concentrare le risorse su segmenti tecnologici più protetti e a maggior valore aggiunto, legati all'offshore e alla transizione energetica.

La parabola di Saipem tra il 2019 e il 2025 offre quindi una chiara lezione sulla gestione della crisi d'impresa: l'analisi di bilancio non è un semplice esercizio contabile, ma un indispensabile strumento di diagnosi precoce. Come emerso nel corso della Tesi, il collasso del 2021 non è stato un evento isolato, ma il risultato di un progressivo deterioramento della marginalità che gli indicatori avevano già iniziato a segnalare.

Al di là del caso specifico, questa analisi dimostra che la sopravvivenza di una grande realtà industriale dipende dalla capacità di saper leggere i propri squilibri prima che diventino irreversibili. Solo l'allineamento tra una struttura finanziaria solida e un modello operativo flessibile permette di trasformare una fase di crisi acuta in un'opportunità di riposizionamento strategico nel mercato energetico globale.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- ODEC TORINO: La gestione dell'impresa in crisi,
https://www.odcec.torino.it/public/elaborati/e-book_-_la_gestione_dell_impresa_in_crisi.pdf
- Vittorio Coda: L'analisi economico-finanziaria di un dissesto, 1975
- Paolucci Guido: Analisi di bilancio e finanziaria: logica, finalità e modalità applicative, VI edizione, Franco Angeli, Milano, 2023
- D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.
- Saipem S.p.A., Relazione Finanziaria Annuale 2019,
<https://www.saipem.com/sites/default/files/2020-04/Relazione-finanziaria-annuale-2019.pdf>
- Saipem S.p.A., Relazione Finanziaria Annuale 2020,
<https://www.saipem.com/sites/default/files/2023-09/relazione-finanziaria-annuale-2020.pdf>
- Saipem S.p.A., Relazione Finanziaria Annuale 2021,
<https://www.saipem.com/sites/default/files/2022-12/Saipem%20Relazione%20Finanziaria%20annuale%202021%20finale.pdf>
- Saipem S.p.A., Piano Strategico 2022-2025 e aggiornamenti,
https://www.saipem.com/sites/default/files/import/press_releases/CS%20Saipem%2025.03.2022_Piano%20Strategico.pdf
- Saipem S.p.A., Prospetto Informativo relativo all'aumento di capitale,
https://www.saipem.com/sites/default/files/import/press_releases/CS%20Saipem%2023.06.2022.pdf

