

Inquadramento del lavoro e metodologia della ricerca

1. Inquadramento del lavoro

L'ultimo decennio ha registrato la presenza di una crisi strutturale che ha comportato, con particolare riferimento all'Italia, l'assestarsi di interi settori economici a livello di fatturato e ricchezza prodotta significativamente inferiori rispetto al passato.

Il fenomeno della crisi aziendale è spesso sopraggiunto in modo tempestivo e senza essere anticipato dai classici segnali premonitori. Di conseguenza, le aziende più deboli si sono trovate ad affrontare una difficoltà economica e finanziaria che, spesso, ha comportato il sopraggiungere dell'insolvenza ed, infine, del dissesto. Emerge, quindi, la necessità di individuare una serie di segnali di allerta, affinché il processo di risanamento possa essere avviato in modo tempestivo ed efficace prima che la sopravvivenza aziendale venga messa a repentaglio.

L'*obiettivo del lavoro* è quello di contestualizzare i modelli di previsione delle insolvenze aziendali più diffusi nella letteratura all'attuale situazione economica. Ciò è stato necessario in quanto i più rilevanti modelli di previsione delle insolvenze risalgono agli anni Settanta e, in particolare, sono stati creati sulla base di un contesto economico differente rispetto a quello attuale.

La *motivazione* del presente lavoro è collegata alla necessità di avviare senza indugio i processi di risanamento e/o ristrutturazione dei debiti al verificarsi dei primi segnali di crisi, prima che questa comprometta il rapporto con gli stakeholder e la continuità aziendale. Emerge, quindi, la necessità di selezionare, tra gli strumenti di previsione dell'insolvenza aziendale, quelli in grado di garantire – per il contesto economico attuale – elevati livelli di tempestività nella previsione, limitata soggettività nell'interpretazione dei risultati, facilità e limitato costo del loro utilizzo. In aggiunta, la formalizzazione di alcuni modelli aggiornati di previsione dell'insolvenza aziendale si allinea all'esigenza di strutturare una serie di procedure di allerta anche sollecitate dalla “Legge di

riforma delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza" n. 155 del 19 ottobre 2017 pubblicata in *Gazzetta Ufficiale* il 30 ottobre 2017, seguita dalla bozza dei decreti di attuazione della Legge predisposti dalle Commissioni ministeriali incaricate (ad oggi, non ancora approvati dal Parlamento).

La letteratura in materia di modelli di previsione delle insolvenze aziendali si è focalizzata marcatamente sulla definizione e modalità di funzionamento degli stessi. I modelli sono stati distinti in due differenti categorie: *non model based* (ossia modelli empirici) e *model based* (ossia modelli teorici). La prima categoria identifica lo stato di default facendo ricorso ai dati di bilancio delle imprese insolventi, osservati sotto gli aspetti patrimoniali, finanziari ed economici. Più nello specifico, tali modelli individuano una serie di variabili utili per la previsione dell'insolvenza, seppur con la consapevolezza che esistono differenze significative tra aziende in condizioni normali di operatività e aziende insolventi.

Al contrario, la seconda categoria comprende i modelli teorici di previsione dell'insolvenza aziendale, ai quali fanno parte sia i modelli strutturali sia quelli in forma ridotta. Se i modelli strutturali permettono di evidenziare la probabilità di default dell'azienda tenendo in considerazione l'evoluzione della struttura patrimoniale, quelli in forma ridotta considerano lo stato di insolvenza aziendale come un evento esterno rispetto alla sua struttura patrimoniale, finanziaria ed economica, attribuendo la ragione del default a questioni che riguardano il mercato.

I modelli esistenti nella letteratura (*model based* e *non model based*) ed analizzati nella loro versione originale si caratterizzano per un modesto grado di affidabilità se applicati al contesto attuale, poiché essi sono stati creati in specifici ambiti spazio-temporali non allineabili alla corrente situazione economica. Infatti, essi sono stati costruiti sulla base dei bilanci di aziende americane di medio-grandi dimensione degli anni Settanta.

L'opera si articola in cinque capitoli. Il primo capitolo fornisce un inquadramento del fenomeno della crisi d'impresa, alla luce del mutato concetto del fenomeno e del suo processo di normalizzazione nella vita aziendale. In aggiunta, l'analisi dei tipici sintomi della crisi, di natura qualitativa e quantitativa, ha permesso di delineare una panoramica dei segnali di allerta che può favorire il processo di previsione delle insolvenze aziendali.

Il secondo capitolo è dedicato all'analisi degli strumenti di previsione della crisi. La classificazione dei modelli ha permesso di abbinare ogni singolo strumento di previsione al sintomo rilevato, collocando il ragionamento alle differenti fasi di maturazione di una circostanza di crisi.

Il terzo capitolo, invece, compie una approfondita trattazione teorica dei modelli di previsione delle insolvenze aziendali, esaminandone le peculiarità, nonché i punti di forza e di debolezza di ognuno.

L'indagine empirica, invece, viene posta in essere nei capitoli quattro e cinque. In particolare, il capitolo quattro indaga l'efficacia e i limiti dei modelli di previsione dell'insolvenza aziendale e, successivamente, giunge ad una proposta di miglioramento del modello di Altman (1983) – tra i più diffusi nella letteratura – applicato ad un campione di aziende italiane operanti nel settore manifatturiero. La metodologia implementata ha consentito l'ottenimento di una buona capacità predittiva sui campioni di riferimento.

Il capitolo quinto, invece, estende l'indagine empirica con l'obiettivo di verificare la bontà della metodologia impiegata nel capitolo quattro in una logica settoriale e geografica. Infatti, la versione adattata ed aggiornata del modello di Altman (1983) – formulata per il settore manifatturiero nel capitolo quarto – viene applicata a settori economici italiani differenti da quello della manifattura e a Paesi europei diversi dall'Italia.

2. Orientamento metodologico

La metodologia della ricerca ha compreso, in primo luogo, un'analisi della letteratura e, in secondo luogo, un'analisi *in the field* sulle aziende italiane ed europee.

I principali modelli di previsione delle insolvenze aziendali (nella loro versione originale) sono stati testati usando i bilanci disponibili nel database Aida Bureau Van Dijk. I modelli sono stati applicati, nella loro versione originale, ad un campione iniziale costituito dalle aziende manifatturiere italiane esistenti alla data del 31 dicembre 2014, debitamente selezionate affinché ad esse fosse possibile applicare i modelli selezionati (28.460 aziende).

I risultati che ne sono derivati hanno mostrato una limitata capacità predittiva dei modelli stessi. Di conseguenza, tali modelli sono stati riformulati, sia aggiornando i modelli (ossia considerando le specifiche caratteristiche del campione esaminato), sia adattando gli stessi (ossia modificandone alcune delle variabili) al fine di incrementare il grado di efficacia. Successivamente, i nuovi modelli ottenuti sono stati testati nel rispetto delle regole di una corretta analisi campionaria.

L'analisi è stata poi estesa ad altri settori dell'economia italiana (nello specifico, il commercio – 19.204 aziende – e quello delle costruzioni/immobiliare – 6.470 aziende) e al settore manifatturiero francese (10.077 aziende) e spagnolo (9.400 aziende), al fine di verificare la bontà della metodologia in contesti diversi dal punto di vista sia settoriale sia geografico.

L'approccio impiegato nella ricerca si basa sulla *Grounded Theory*, secondo la quale la teoria viene formalizzata per stadi successivi sulla base dell'ana-

lisi condotta e impatta continuamente sulle modalità di raccolta dei dati attraverso l'attività di codifica tipica del modello¹. Più nello specifico, i dati raccolti *in the field* vengono destrutturati, confrontati ed analizzati, evidenziando in tal modo una serie di elementi utili per costruire alcuni modelli aggiornati di previsione dell'insolvenza aziendale, che rappresentano l'obiettivo del presente lavoro.

Data l'attualità delle tematiche discusse, il volume può avere molteplici target di riferimento. In primo luogo, le aziende, i loro consulenti, gli istituti bancari e tutti coloro che sono interessati ad utilizzare strumenti di previsione delle insolvenze aziendali. Si pensi alla proprietà ed al management di un'azienda, così come l'area Crediti e quella Risk management delle banche e degli enti finanziari. In aggiunta, il volume può essere indirizzata agli studenti di Lauree Magistrali in discipline economico-aziendali delle università italiane, così come di Master in ambito amministrativo-finanziario.

¹ Per approfondimenti sulla Grounded Theory, si rimanda al contributo di B. Glaser, A. Strauss, *The discovery of Grounded Theory*, Aldine Publishing Company, Chicago, 1967 e, più di recente, a quello di P. Corbetta, *La ricerca sociale: metodologia e tecniche – III. Le tecniche qualitative*, Il Mulino, Bologna, 2005.

1.

Il fenomeno della crisi d'impresa: definizione, sintomi e approcci di studio¹

1.1. La manifestazione del fenomeno di crisi d'impresa

La vita dell'impresa è caratterizzata da un alternarsi di circostanze positive e negative che, manifestandosi con un certo grado di intensità², possono deteriorare le condizioni di economicità dell'azienda³. La presenza non eccezionale di una circostanza di crisi nella vita aziendale porta ad una certa “normaliz-

¹ Di Elisa Giacosa.

² R. Alas, J. Gao (2010), “The Impact of Crisis on Enterprise Life-cycle”, *Problems and Perspectives in Management*, n. 8(2), p. 9 ss.; E. Cazdyn (2007), “Disaster, Crisis, Revolution”, *South Atlantic Quarterly*, n. 106(4), p. 647; E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, p. 15 ss., p. 53 ss.; E. Giacosa (2016), *Il fenomeno della crisi aziendale. Modello di percezione della crisi d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, p. 5 ss.

³ Il concetto di economicità è stato oggetto di una ricca letteratura. Seppur in modo non esaustivo, per un maggiore approfondimento, si fa riferimento alle seguenti opere. A. Amaduzzi (1949), *Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettive del suo equilibrio*, Signorelli, Roma; C. Bianchi (1993), *Il modello aziendale come modello di economicità*, Edizioni Kappa, Roma; G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, p. 198 ss.; E. Giannessi (1998), *Le aziende di produzione originaria. Volume primo – Le aziende agricole*, p. XIV; F. Magli, A. Nobolo (2015), *Dal soggetto economico alla corporate governance: ridefinizione o evoluzione?*, Rirea, Roma; P. Onida (1960), *Economia d'azienda*, Utet, Torino, p. 57 ss.; A. Paolini (2014), *Le condizioni di equilibrio aziendale*, in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 481; F. Ranalli (1988), *Considerazioni sul tema dell'economicità aziendale*, Clua Editrice, Pescara; G. Zappa (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, p. 65; G. Zanda (2015), *Fondamenti di economia aziendale*, Giappichelli, Torino; G. Zanda (2006), *Lineamenti di economia aziendale*, Kappa, Roma; G. Zanda (1974), *La grande impresa: caratteristiche strutturali e di comportamento*, Giuffrè, Milano; P.P. Biancone (2000), *L'economia delle imprese di fast food*, Giuffrè, Milano.

zazione”⁴ del fenomeno di crisi: in altri termini, la crisi viene spesso intesa come un evento ricorrente nella vita aziendale e non straordinario⁵.

L’alternanza tra fasi negative e fasi positive nella vita aziendale può avere luogo in modo temporale (o ciclico nel tempo) oppure essere strutturale nella sua manifestazione⁶.

Le fasi negative di natura temporale o ciclica sono caratterizzate da un ritmo periodico nella vita aziendale che vede l’alternarsi di fasi positive a quelle negative⁷. Un’azienda capace di reagire ha la possibilità di superare la fase ciclica; per tale ragione, la situazione delle aziende strutturate non viene generalmente messa a repentaglio e vi è un ritorno alla normalità, grazie alla robustezza ed all’impiego di opportuni strumenti di programmazione. Ciò non è valido per quelle aziende non dotate degli elementi strategici atti a superare la complessità aziendale, che spesso sono costrette a cessare l’attività.

Diversamente, le circostanze di crisi possono essere strutturali, se caratterizzate da un cambiamento profondo e radicale del contesto aziendale, tanto da necessitare una serie di modifiche alla strategia aziendale. Per tale ragione, le crisi strutturali costituiscono quelle maggiormente pericolose per ogni azienda, sia per quelle più robuste sia, a maggior ragione, per quelle più deboli.

Nel proseguo del lavoro, l’attenzione viene focalizzata sulle circostanze ne-

⁴J. Kadarova, J. Markovic, J. Mihok (2015), *Corporate Management in the Conditions of Crisis*, Panova, Gliwice, p. 26 ss. J. Kadarova (2010), “Contemporary Business Crisis”, *Annals of Faculty Engineering Hunedoara – International Journal of Engineering*, 3(8), p. 65 ss.; F. Holmgren, K.R. Johansson (2015), *Crisis Management: The nature of managing crises*, JIBS, Business Administration, Jönköping University, Jönköping International Business School, Torba, Sweden; W. Gcaza, B. Urban (2015), “Beyond the crisis: corporate entrepreneurship in the South African mining industry”, *Journal of Contemporary Management*, 12, p. 20 ss.; E. Giacosa, A. Mazzoleni (2011), “Survival and Recovery Planning of Crisis in Firm: The Recent Italian Experience”, *EBS Review*, 28, p. 8. E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell’impresa in crisi*, cit., p. 17.

⁵G. Bradley (1978), “Self-serving biases in the attribution process: a reexamination of the fact or fiction question”, *Journal of Personality & Social Psychology*, 36, p. 56 ss. J. Kadarova (2010), “Contemporary Business Crisis”, cit., p. 65 ss.; P. Lagadec (1991), *La gestion des crises: outils de décision à l’usage des décideurs*, Mc Graw-Hill, Paris. M. Pollifroni, G. Militaru, T. Socaciu (2014), “Economic crises and the counter-cyclical profile of the Non-Profit Organisations: some empirical evidences from the Italian context”, *Economics, Management and financial markets*, 9(1), pp. 303-311. M. Pollifroni (2012), “Global crisis: searching the origins by Business Economics”, *Revista Economica*, 4-5(63), pp. 199-212.

⁶P. Bastia (1996), *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Giappichelli, Torino, p. 11; L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, p. 15 ss.

⁷L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, cit., p. 15 ss.

gative di carattere strutturale, in quanto particolarmente interessanti ai fini del presente lavoro e, più nello specifico, maggiormente allineate all'obiettivo dello stesso⁸.

Le suddette circostanze negative di natura strutturale si distinguono per differenti gradi di intensità di manifestazione⁹:

a) esse possono avere luogo in modo graduale nel tempo: la circostanza di crisi si forma progressivamente ed è, in genere, anticipata da una fase di declino. Nonostante la letteratura sia compatta nell'affermare che il declino costituisca la fase intermedia tra una circostanza di successo ed una di insuccesso¹⁰, la separazione tra fase di declino e fase di crisi non è così netta, a maggior ragione quando non emerge una marcata discontinuità tra declino e crisi. In aggiunta, nelle sue fasi iniziali, una circostanza di crisi può atteggiarsi come un declino reversibile e ciò rende difficoltosa l'identificazione delle singole fasi: è il caso di una situazione caratterizzata da assenza di investimenti di natura immateriale e materiale che, come tale, non ha comportato impegni finanziari, posticipando al futuro eventuali problematiche finanziarie¹¹.

Il declino impatta negativamente sulla vitalità aziendale¹², portando ad un suo deterioramento, nonché all'erosione delle condizioni di equilibrio aziendale. Se non contrastato, il declino può creare le condizioni per il sopraggiungere

⁸ Il framework di riferimento dell'opera è rappresentato dal volume Giacosa e Mazzoleni (2016), che ha avuto come obiettivo quello di analizzare l'efficacia dei diversi strumenti utilizzabili per la previsione della crisi d'impresa. In particolare, esso ha inteso il fenomeno della crisi aziendale come un evento ricorrente nella vita aziendale, focalizzando particolare interesse sulle circostanze negative di carattere strutturale.

⁹ E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., p. 53 ss.; E. Giacosa (2016), *Il fenomeno della crisi aziendale. Modello di percezione della crisi d'impresa*, cit., p. 60 ss.

¹⁰ G. Bertoli (2000), *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Egea, Milano, p. 14 ss.; G. Forestieri (1997), *Aspetti aziendali e finanziari della crisi d'impresa*, in D. Masciandaro, F. Riolo (a cura di), *Crisi d'impresa e risanamento. Ruolo delle banche e prospettive di riforma*, Edibank, Milano, p. 33 ss.; E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., p. 15 ss.; L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, cit., p. 15 ss.; J. Kadarova, J. Markovic, J. Mihok (2015), *Corporate Management in the Conditions of Crisis*, cit., p. 22 ss.; S. Slatter, D. Lovett (2004), *Corporate Recovery*, BeardBooks, Washington, p. 14; C. Sottoriva (2012), *Crisi e declino dell'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 3 ss.

¹¹ L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, cit., p. 110 ss.

¹² C. Roux-Dufort (2005), *A passion for imperfections: revisiting crisis management*, Academy of Management Meetings, Organization and Management Theory Division, Hawaii, August 5th-10th 2005, ISSN 0183-259X. N. Tichy, D.O. Ulrich (1984), "The Leadership Challenge: A Call for the Transformational Leader", cit., p. 59 ss.

di una situazione di crisi. La circostanza di declino è generalmente anticipata da una serie di sintomi premonitori che possono manifestarsi con una certa intensità, generalmente progressiva. Tali segnali, se opportunamente interpretati e tempestivamente affrontati con i necessari interventi correttivi, possono coadiuvare la risoluzione della problematica aziendale. A seconda della circostanza nella quale i sintomi si manifestano, essi assumono vesti differenti (come si dirà nel paragrafo seguente). In particolare, i sintomi che precedono il declino hanno generalmente natura qualitativa e vengono indicati con il termine “decadenza”, e richiedono una serie di ragionamenti affinché la circostanza negativa non degeneri¹³.

La fase di declino è, quindi, di grande interesse, in quanto la sua analisi permette di identificare tempestivamente ed efficacemente eventuali sintomi della crisi e/o ogni circostanza di crisi in divenire, nonché di porre in essere gli opportuni interventi correttivi. Al contrario, l'assenza di efficaci e consoni interventi correttivi può arrecare il manifestarsi metodico e irreversibile di flussi reddituali negativi, oltre ad una riduzione sistematica dei flussi reddituali positivi. Ciò genera un deterioramento della capacità reddituale dell'azienda, oltre ad una incapacità di raggiungere gli obiettivi prefissati e ad una riduzione del valore del capitale economico.

La fase di declino può generalmente richiedere:

– l'adozione di un processo di turnaround¹⁴ che – comportando una discon-

¹³ L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, cit., p. 18; R. Heath (1998), *Crisis Management for managers and executives: business crisis, the definitive handbook, readlines, response, and recovery*, Financial Times Management, London, p. 90 ss.; R. Passeri (2009), *Finanza straordinaria per la crisi d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, p. 92; R.S. Sloma (2000), *The Turnaround manager's handbook*, BeardBooks, Washington, p. 139 ss.

¹⁴ A. Gilardoni, A. Danovi (2000), *Cambiamento, ristrutturazione e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, p. 42 ss.; P. Picocchi (2003), *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità*, Giapichelli, Torino, p. 60 ss.; L. Sicca, F. Izzo (1995), *La gestione dei processi di turnaround*, ESI, Napoli, p. 73 ss. Il concetto di turnaround è stato oggetto di una ricca letteratura nazionale ed internazionale. Seppur in modo non esaustivo, si citano le seguenti opere: AA.VV. (2001), *Harvard Business Review on Turnaround*, Harvard Business School Press, Boston, p. 55 ss.; D.B. Bibeault (1982), *Corporate Turnaround*, McGraw-Hill, Milano, p. 81 ss.; L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, cit.; T. Lenahan (1996), *Turnaround, Shutdown and Outage Management*, Elsevier, Burlington, 2006; S. Salvemini (1997), *Gestire la crisi partendo dal futuro: tre casi di turnaround*, Egea, Milano; R.S. Sloma (2000), *The Turnaround manager's handbook*, BeardBooks, Washington, p. 11 ss.; J.E. Schrager (2003), *Turnaround Management: a Guide to Corporate Restructuring and Renewal*, Institutional investor, New York; M.L. Shucman, J.S. White (1995), *The Art of The Turnaround*, Amacon, New York; J.O. Whitney (1999), *Taking Management Guide to Troubled Companies and Turnarounds*, BeardBooks, Washington, p. 191; S. Slatter, D. Lovett, *Corporate Recovery*, p. 1. An-

tinuità aziendale – generalmente interessa tutte le categorie di stakeholder. Il turnaround è generalmente caratterizzato da un insieme di interventi posti in essere durante il declino, ma in tempo utile affinché la crisi non si sia ancora conclamata;

– quando, invece, il declino è caratterizzato da una certa intensità – e ciò deriva generalmente in caso di assenza di interventi correttivi oppure di inefficacia degli stessi – tale circostanza può trasformarsi in crisi¹⁵. Essa è generalmente preceduta da sintomi di natura quantitativa, che vengono definiti “squilibrio”. La crisi si caratterizza per una serie di rilevanti perdite economiche e di valore del capitale, di ripercussioni sui flussi finanziari, e di perdita di fiducia nei confronti degli stakeholder. Al manifestarsi della crisi, le possibili alternative sono la cessazione dell’attività aziendale, se l’equilibrio aziendale è ormai compromesso, oppure un percorso di risanamento aziendale¹⁶. In questo ultimo caso, se le condizioni di economicità vengono ristabilite, dal processo di risanamento può derivare un percorso di turnaround;

b) le circostanze negative possono avere luogo in modo improvviso nel tempo: la situazione di normale operatività viene sostituita da quella di crisi,

che a livello nazionale, gli studiosi hanno animatamente approfondito la questione del turnaround, tra i quali si citano i seguenti: A. Amadio, U. Paparelli (2009), *Turnaround plus+: un metodo innovativo per la ristrutturazione, il risanamento e il rilancio delle aziende in crisi*, FrancoAngeli, Milano; M. Fazzini, M. Abriani (2011), *Turnaround management: affrontare, gestire e risolvere la crisi d’impresa*, Ipsoa, Milanofiori Assago; A. Foglio (2009), *Turnaround: ripensare e reinventare l’impresa*, FrancoAngeli, Milano; M. Masciocchi (2007), *Turnaround management: come recuperare e rilanciare le aziende: tecniche, comportamenti, casi*, Il Sole 24 Ore, Milano.

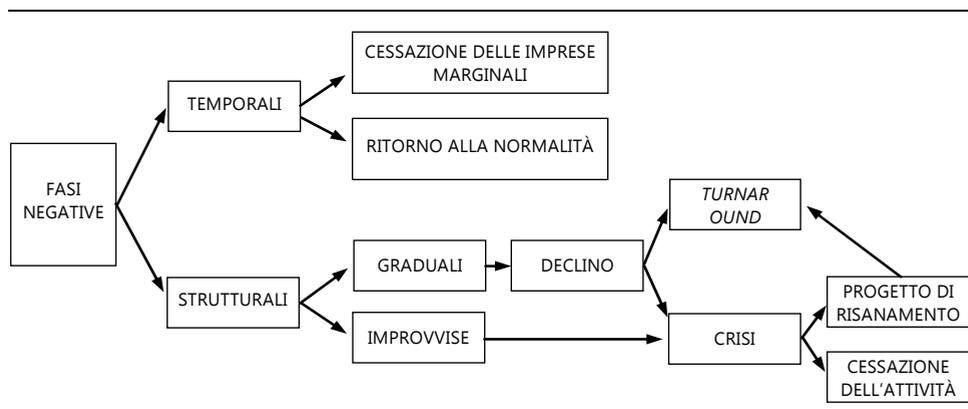
¹⁵ R. Alas, J. Gao (2010), “The Impact of Crisis on Enterprise Life-cycle”, *Problems and Perspectives in Management*, 8(2), p. 9 ss.; E. Cazdyn (2007), “Disaster, Crisis, Revolution”, *South Atlantic Quarterly*, 106(4), p. 647 ss.; R. Heath (1998), *Crisis Management. Financial Times Professional*, Financial Times Professional, London, p. 10.

¹⁶ Per un maggiore approfondimento sul processo di risanamento aziendale, si vedano le seguenti opere: A. Costa (2013), *La crisi d’impresa: la procedura di concordato preventivo*, Cacucci, Bari; A. Danovi, A. Quagli (2015) (a cura di), *Gestire la crisi d’impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Ipsoa, Milano; M. Fazzini, N. Abriani (2011), *Turnaround management: affrontare, gestire e risolvere la crisi d’impresa*, cit.; E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell’impresa in crisi*, cit.; P. Capaldo (1997), “Crisi d’impresa e suo risanamento”, in *Banche e Banchieri*, 5; A. Danovi, A. Quagli (a cura di) (2008), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano; M. Galardo (2012), *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Risanare l’impresa*, Maggioli Editore, Rimini; A. Quagli (2016), “Il concetto di crisi d’impresa come incontro tra la prospettiva aziendale e quella giuridica”, *Crisi d’Impresa e Fallimento*, n. 2; G.D. Mosco (2009), “Concordato preventivo e piani negoziali per il risanamento dell’impresa”, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 1, p. 473 ss.; R. Tiscini (2013), “Il ruolo dell’attestatore dei piani di risanamento”, *Il Fisco*, 1(1).

senza che il declino abbia origine oppure il declino si manifesta in modo alquanto rapido. Pertanto, i consueti sintomi premonitori non hanno luogo. Le alternative possibili possono essere la cessazione dell'attività d'impresa, quando gli equilibri di gestione sono ormai compromessi, o il risanamento aziendale.

Di seguito, viene schematizzato il percorso preso in esame (Figura 1.1).

Figura 1.1 – *Il percorso di sviluppo delle fasi negative*

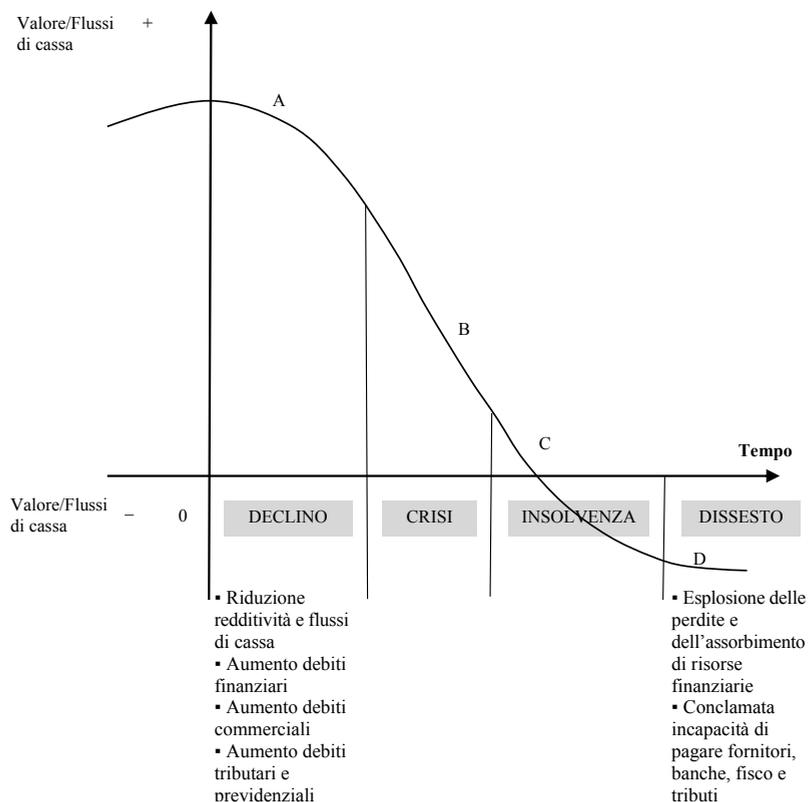


Fonte: E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento aziendale*, cit., p. 56.

1.2. Le fasi di deterioramento dell'economicità d'impresa: sintomi qualitativi e quantitativi

Le fasi di deterioramento dell'economicità dell'impresa sono rappresentate nel grafico seguente e descritte attraverso l'impiego di una serie di indicatori sullo stato di salute dell'azienda, che variano nel tempo (Figura 1.2a 1.2). In particolare, nella figura, per "Valore/Flusso di cassa" si è intesa la capacità dell'azienda di generare risorse finanziarie nette positive e, quindi, valore. Tale capacità risulta sensibilmente influenzata dalla fase di vita dell'azienda.

Figura 1.2 – Fasi di deterioramento dell'economicità dell'impresa



Fonte: E. Giacosa, A. Mazzoleni, *La previsione della crisi d'impresa: strumenti e segnali di allerta*, cit., p. 10.

Il fenomeno della crisi si manifesta (preceduto o meno dalla fase di declino) quando viene a generarsi uno squilibrio economico-finanziario che permane nel tempo, non adeguatamente contrastato attraverso opportuni interventi di risanamento. Esso, quindi, comporta uno stato di insolvenza e, successivamente, di dissesto, quando lo squilibrio patrimoniale è irrisolvibile¹⁷.

¹⁷E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., p. 46 ss.; S. Sciarelli (1995), *La crisi d'impresa*, Cedam, Padova, p. 4 ss. La letteratura si è soffermata sulla differenza tra stato di insolvenza e stato di dissesto. Lo stato di insolvenza si caratterizza per l'incapacità dell'azienda di soddisfare gli impegni finanziari, utilizzando le liquidità disponibili. Al contrario, lo stato di dissesto si riferisce ad una situazione patologica nella quale le passività non riescono ad essere rimborsate dalle attività. Non sempre la situa-

Il grafico mostra una serie di indicatori legati allo stato di salute dell'impresa. L'indagine tempestiva di tali indicatori risulta fondamentale affinché l'azienda possa porre in essere in modo tempestivo ed efficace una serie di interventi correttivi volti ad arginare l'aggravamento delle circostanze di crisi.

Se si considera che il tempo intercorrente tra l'avvio della crisi e l'esecuzione degli interventi correttivi influenza la possibilità di riuscita degli stessi, è possibile affermare che tali interventi correttivi siano generalmente più agevoli nella fase di declino (A) o di crisi (B), facendo utilizzo al turnaround da declino o al turnaround da crisi. Al contrario, gli interventi correttivi sono più difficili o impossibili nella fase di insolvenza (C) e di dissesto (D).

In aggiunta, è possibile analizzare e distinguere le suddette fasi (declino, crisi, insolvenza, dissesto) attraverso una serie di caratteristiche che le rappresentano e caratterizzano, quali: la modalità di intervento necessaria per risolvere le problematiche, la tempistica di intervento, gli strumenti impiegabili, il rapporto con gli stakeholder e la necessità di un intervento pubblico (Tabella 1.1).

zione di insolvenza è legata a quella di dissesto, ma una grave tensione finanziaria può rappresentare un segnale di dissesto potenziale. Ciò avviene perché una circostanza di insolvenza può non durare nel tempo se l'azienda è in grado di fronteggiare le passività con le liquidità disponibili o attraverso le riserve di liquidità e lo smobilizzo dei beni. G. Bertoli (2000), *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, p. 15; P. Capaldo (1997), "Crisi d'impresa e suo risanamento", L. Guatri (1985), "Il fronteggiamento delle crisi aziendali", *Finanza marketing e produzione*, 3. L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, p. 108; C. Rossi (1988), *Indicatori di bilancio, modelli di classificazione e previsione delle insolvenze aziendali*, Giuffrè, Milano, p. 3.

Tabella 1.1 – *Modalità di intervento per prevenire/risolvere la crisi*

<i>Fasi della vita aziendale</i>	<i>Declino</i>	<i>Crisi</i>	<i>Insolvenza</i>	<i>Dissesto</i>
<i>Modalità di intervento</i>	<ul style="list-style-type: none"> ● Riposizionamento strategico ● Analisi della redditività dei prodotti e variazione del mix commerciale/produttivo ● Ridefinizione dei costi di struttura 	<ul style="list-style-type: none"> ● Ridefinizione dei programmi ● Riduzione o eliminazione delle perdite ● Valutazione dei costi 	<ul style="list-style-type: none"> ● Gestione e monitoraggio della tesoreria in un'ottica di breve o brevissimo termine ● Accordo con i creditori affinché la continuità e il rispetto dei gradi di privilegio siano mantenuti 	<ul style="list-style-type: none"> ● Interruzione di ogni pagamento nei confronti dei creditori
<i>Tempistica necessaria per intervenire</i>	Medio termine (2-3 anni)	Breve termine (1 anno)	Brevissimo termine (6 mesi)	Brevissimo termine (6 mesi)
<i>Strumento adottato per l'intervento</i>	Piano industriale e piano economico-finanziario	Progetto di risanamento di un'azienda in continuità	Progetto di risanamento di un'azienda in continuità in o liquidazione	Liquidazione dell'azienda
<i>Relazione con gli stakeholder</i>	Tale relazione è da monitorare anche se non mostra criticità	Tale relazione è da gestire poiché emergono delle situazioni di tensione	Tale relazione è da gestire poiché emergono elevate tensioni con gli stakeholder	Tale relazione diventa non gestibile
<i>Intervento da parte dello Stato</i>	Nessun intervento	Nessun intervento nel caso di piano attestato ex art. 67 Legge fallimentare. Modesto intervento nel caso di accordo omologato ai sensi dell'art. 182 bis	Modesto intervento nel caso di accordi di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182 bis. Significativo intervento nel caso di concordato preventivo di continuità (o di liquidazione)	Elevato intervento con il concordato preventivo o il fallimento

Fonte: E. Giacosa, A. Mazzoleni (2016), *La previsione della crisi d'impresa: strumenti e segnali di allerta*, cit., p. 11.

Considerando la specifica modalità di intervento volto a ripristinare le normali condizioni di operatività, l'intervento è caratterizzato da una certa tempistica di intervento che rende più o meno efficace lo stesso. In particolare, esso deve essere posto in essere in un periodo temporale che diminuisce all'aumentare del grado di degenerazione delle condizioni di economicità dell'impresa.

Ogni fase è poi caratterizzata da specifici strumenti giuridici utilizzabili dall'azienda, che meglio collimano con la circostanza da affrontare. Anche gli interventi dell'autorità pubblica possono differire. La relazione tra l'azienda e gli stakeholder viene, poi, marcatamente influenzata da una serie di condizioni legate alla fase esaminata.

In tale contesto di circostanze negative di natura strutturale (sia quelle graduali nel tempo, sia quelle improvvise), soltanto un'azienda sufficientemente robusta nei suoi equilibri di gestione può essere in grado di superare tali fasi, tornando ad una situazione di normalità. A tal fine, l'azienda deve porre in essere un atteggiamento correttivo strutturato prima che la crisi si trasformi in insolvenza o dissesto, affinché la vitalità aziendale e la sua sopravvivenza nel lungo termine possano essere ripristinate¹⁸. Al contrario, un mancato riconoscimento della circostanza in divenire, o un riconoscimento inefficace e non tempestivo, può compromettere la vitalità aziendale. Infatti, quando l'azienda non è in grado di rispondere efficacemente alle circostanze negative di natura ciclica, la sua sopravvivenza potrebbe risultarne compromessa e, nelle circostanze più gravi, portare alla cessazione dell'attività d'impresa.

Risulta, quindi, indispensabile sia l'identificazione sia il riconoscimento tempestivo dei sintomi che possono successivamente alterare i meccanismi di funzionamento dell'azienda. Essi, se sottovalutati e non gestiti in modo efficace, possono portare ad una situazione di crisi. In quest'ottica, l'individuazione repentina dei sintomi della crisi può favorire un processo decisionale tempestivo ed efficace volto a contrastare le circostanze di crisi. In tale contesto, l'adozione anticipata di adeguati strumenti volti a prevedere lo stato di insolvenza favorisce la produzione di una serie di segnali di allerta in grado di evidenziare l'esistenza di un progressivo deterioramento delle condizioni di economicità¹⁹.

¹⁸ I.I. Mitroff, C.M. Pearson (1993), "From crisis prone to crisis prepared: a framework for crisis management", *Accademy of management Executive*, p. 48 ss.; N. Tichy, D.O. Ulrich (1984), "The Leadership Challenge: A Call for the Transformational Leader", *Sloan Management Review*, 26(1), p. 59 ss.

¹⁹ P. Andrei (1996), "La prevenzione dei dissesti aziendali: alcuni spunti di riflessione", in AA.VV., *Crisi di impresa e procedure concorsuali*, Giuffrè, Milano; S. Appetiti (1984), *L'utilizzo dell'analisi discriminatoria per la previsione delle insolvenze; ipotesi e test per un'ana-*

Più nello specifico, volendo individuare i principali sintomi sopra citati, è opportuno effettuare una distinzione tra quelli qualitativi e quelli quantitativi. I sintomi qualitativi – i quali generalmente precedono il declino e rappresentano gravi sintomi di decadenza – sono individuabili nei seguenti²⁰:

– in primo luogo, la tensione finanziaria che viene a crearsi nei confronti dei fornitori di differenti fattori produttivi, quali il sistema bancario e finanziario, i fornitori di beni e servizi e i prestatori di forza lavoro. Quando i fornitori sono interessati da un atteggiamento di sfiducia nei confronti del progetto aziendale, viene a crearsi sia una difficoltà nell’ottenimento di nuovi fattori produttivi, sia un inasprimento delle condizioni di approvvigionamento dei fattori stessi²¹. Con specifico riferimento alla forza lavoro, anche la migrazione del personale più qualificato e dei manager, oltre al peggioramento dei rapporti con i dipendenti, è sintomatico di una circostanza di decadenza. L’impossibilità di poter contare su tali risorse umane, oltre al danno di immagine dell’azienda, arreca un impoverimento delle risorse immateriali a disposizione, con una ricaduta sul consenso degli *stakeholder* nei confronti del progetto aziendale²²;

– in secondo luogo, anche i difetti nel disegno strategico possono rappresentare segnali di decadenza. Ciò avviene quando la strategia aziendale non viene individuata con chiarezza e precisione, oppure quando il management o

lisi dinamica, Servizio Studi di Banca d’Italia, Roma; A. Arcari (2004), *Prevenire la crisi e gestire il turnaround nelle PMI attraverso le analisi economiche*, Università degli Studi dell’Insubria, Varese; A. Danovi, A. Quagli (a cura di) (2015), *Gestire la crisi d’impresa. Processi e strumenti di risanamento*, Ipsoa, Milano; M. Daubie, N. Meskens (2002), *Business failure prediction: a review and analysis of the literature*, Working Paper, Department of Productions and Operations Management, Catholic University of Mons (Belgium), pp. 1-15; L.R. Gilbert, K. Menon, K.B. Schwartz (1990), “Predicting Bankruptcy for Firms in Financial Distress”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Spring, pp. 61-171; N. Lucido (2011), “Le metodologie e gli strumenti di diagnosi nella crisi d’impresa”, in E. Bozza, L. Bozza, M. Bozza, N. Lucido, R. Marcello, *La crisi d’impresa*, Esselibri, Napoli; F. Poddighe, S. Madonna (2006), *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*, Giuffrè, Milano.

²⁰ L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, cit., p. 60 ss.; E. Giaccosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell’impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, p. 57 ss.; S. Slatter, D. Lovett (2004), *Corporate Recovery*, BeardBooks, Washington, p. 9.

²¹ S. Coronella (2003), *Il credito commerciale nell’economia dell’azienda: profili gestionali e di bilancio*, Giuffrè, Milano.

²² P. Tartaglia Polcini (2003), *L’interpretazione economico-contabile delle risorse immateriali: problematiche rappresentative e valutative nell’informazione esterna d’impresa*, Giappichelli, Torino; A. Quagli, *Introduzione allo studio della conoscenza in Economia Aziendale*, cit., p. 19.

la proprietà effettuano continui cambiamenti della stessa senza dare una continuità nel tempo. Allo stesso tempo, l'assenza di condivisione degli obiettivi strategici con le risorse umane può arrecare una serie di problematiche sia nel breve sia nel medio termine, che danno luogo ad evidenti segnali di decadenza.

Al contrario, i principali sintomi quantitativi – che precedono la crisi e rappresentano gravi sintomi di squilibrio – possono essere ricollegati ad una serie di elementi di natura economica, produttiva e finanziaria:

– più nello specifico, sotto il profilo economico, una serie di aspetti sono sintomatici di un peggioramento delle condizioni di competitività, quali la riduzione della quota di mercato a cui si accompagna, spesso, il calo del fatturato (fatta eccezione per le circostanze di adozione di una politica dei margini), la modificazione del mix produttivo, con selezione di prodotti di più basso margine, e la riduzione dei prezzi di vendita²³. In particolare, una flessione della quota di mercato, sia nazionale sia internazionale, diventa un chiaro segnale di squilibrio, poiché essa permetta l'avanzamento dei concorrenti, così come una flessione della redditività operativa e globale, che si ripercuote sulla produzione di ricchezza per effetto della gestione;

– sotto il profilo produttivo, la diminuzione della produttività, osservata sia in termini assoluti sia di benchmark nei confronti dei concorrenti, può generare una riduzione di competitività. A monte, possono esserci svariate ragioni, quali l'assenza o l'inefficacia di attività di ricerca e sviluppo, la presenza di una struttura produttiva obsoleta, e la mancata stimolazione delle risorse umane;

– sotto il profilo finanziario, una serie di elementi sono di utile valutazione. In primo luogo, la riduzione dei flussi di cassa. Salvo i casi di investimenti rilevanti (che comportano inizialmente flussi di cassa negativa), la diminuzione dei flussi di cassa può comportare delle tensioni finanziarie, poiché l'azienda potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari in modo tempestivo. Esistono circostanze caratterizzate dalla presenza di perdite d'esercizio, seppur i flussi di cassa siano positivi; ciononostante, tale circostanza è degna di attenzione e monitoraggio, in quanto diventa indispensabile intervenire in modo tempestivo ed efficace sulle sottostanti cause di decadenza. In secondo luogo, anche il deterioramento della struttura finanziaria può rappresentare

²³ D. Depperu (2004), *Crescere all'estero: come progettare e costruire un piano di sviluppo internazionale*, Il Sole 24 Ore, Milano; D. Deperru (2006), *Competitività internazionale delle imprese: determinanti, misure, percorsi di successo*, Il Sole 24 Ore, Milano; R. Passaro (1996), *Competenze manageriali e fattori di competitività internazionale della piccola impresa*, Albano, Napoli; F. Rubino (2003), *Strategie di internazionalizzazione delle imprese e globalizzazione dei mercati: aspetti teorici ed evidenze empiriche*, Università della Calabria, Dipartimento di organizzazione aziendale e amministrazione, Arcavacata di Rende.

un sintomo quantitativo, sia in un'ottica di equilibrio tra fonti di finanziamento esterne ed interne, sia di presenza di differenti tipologie di fonti esterne. Più nello specifico, l'incremento dei debiti oltre un certo limite giudicato accettabile arreca dipendenza nei confronti dell'esterno, arrecando un indebolimento dell'azienda. In terzo luogo, anche maggiori perdite sui crediti commerciali sono sintomo di debolezza commerciale, ossia di un limitato potere contrattuale nei confronti dei clienti, sia in termini di dilazione nell'incasso, di prezzi di vendita e di servizi aggiuntivi, sia di una limitata selezione della clientela. La combinazione di tali elementi genera una serie di segnali tipici di squilibrio, soprattutto se essi non interessano l'intero settore di appartenenza.

1.3. Il fenomeno della crisi d'impresa: cause e approcci di analisi

L'identificazione dei sintomi della crisi è utile sia per diagnosticare le cause della crisi, sia per agire in modo tempestivo ed efficace. Con riferimento alle cause della crisi, l'analisi delle stesse necessita l'impiego di una combinazione di approcci, volti a verificare l'esistenza di ragioni di natura interna o esterna all'azienda interessata. L'accuratezza di tale indagine è altresì necessaria data la complessità che viene a crearsi quando le cause della crisi si combinano, senza che sia possibile comprendere il ruolo e la responsabilità di ognuna di esse²⁴.

La letteratura ha individuato due approcci di indagine: un approccio soggettivo ed uno oggettivo. Una attenta diagnosi delle problematiche sottostanti alla crisi favorisce la tracciatura della strategia da seguire, andando ad identificare obiettivi, tempistiche, politiche ed interventi da adottare. Allo stesso tempo, è importante non confondere i segnali della crisi con le cause della stessa²⁵.

²⁴G. Amoroso, D. Bagaglia, M. Bramieri, G. Rubboli (2009), *La crisi d'impresa nelle PMI*, Egea, Milano, p. 11 ss.; P. Bastia (1996), *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, p. 12 ss., p. 116 ss.; R.D.B. Bibeault (1999), *Corporate Turnaround: how managers turn losers into winners*, cit., p. 36 ss., p. 49 ss.; G. Bradley (1978), "Self-serving biases in the attribution process: a reexamination of the fact or fiction question", *Journal of Personality & Social Psychology*, 36, p. 56 ss.; L. Guatri (1986), *Crisi e risanamento delle imprese*, cit., p. 13 ss.; L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, cit., p. 113 ss., p. 150 ss.; R. Passeri (2009), *Finanza straordinaria per la crisi d'impresa*, cit., p. 109 ss.; P. Piciocchi (2003), *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità*, cit., p. 24 ss.; S. Sciarelli (1995), *La crisi d'impresa*, Cedam, Padova, p. 15.

²⁵G. Brugger (1984), "Gli interventi professionali nelle situazioni di crisi d'impresa", *Finanza marketing e produzione*, n. 2; E. Comuzzi (1995), *L'analisi degli squilibri d'impresa*,

Entrambi gli approcci sono accumulati dalla necessità di indagare l'impatto della crisi sul vantaggio competitivo aziendale²⁶, il quale può essere influenzato sia da fattori interni sia da quelli esterni all'azienda. Di seguito, vengono esaminati i due approcci di indagine, volti a definire le cause della crisi.

1.3.1. *L'approccio soggettivo alla comprensione del fenomeno della crisi aziendale*

Gli studiosi hanno identificato le cause della crisi come derivanti dal comportamento e responsabilità dei soggetti interni all'azienda, la cui eliminazione potrebbe favorire la soluzione di eventuali inefficienze e deficienze interne²⁷. In particolare, il management, i detentori del capitale a pieno rischio, i lavoratori e gli stakeholder vengono ritenuti responsabili del cattivo andamento della gestione.

Con riferimento al management, un "bad management" o "poor management"²⁸ è spesso inteso come la causa principale di una crisi aziendale, in termini di composizione inadeguata, di inefficace controllo degli aspetti finanziari o di utilizzo delle risorse, di mancato allineamento tra strategia ed obiettivi prefissati, di incapacità organizzativa, di sterilità nei confronti di un approccio innovativo, di assenza o inefficace condivisione delle scelte strategiche ed operative con i dipendenti, di eccesso di burocratizzazione delle procedure, ecc. Inoltre, quando il management non è allineato alla mutevolezza del contesto ambientale, anche tale rigidità può contribuire al verificarsi di circostan-

Giappichelli, Torino, p. 62 ss.; L. Guatri (1986), *Crisi e risanamento delle imprese*, cit., p. 14 ss.; R. Passeri (2009), *Finanza straordinaria per la crisi d'impresa*, cit., p. 112 ss.; P. Piciocchi (2003), *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità*, cit., p. 34 ss.; S. Sciarelli (1995), *La crisi d'impresa*, cit., p. 15; S. Slatter, D. Lovett (2004), *Corporate Recovery*, cit., p. 21 ss.

²⁶ A. Caldarelli (2003), *ABM e Benchmarking*, Giappichelli, Torino, p. 9; G. Corbetta (a cura di) (1999), "La gestione strategica", in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano, p. 77; M.E. Porter (1987), *Il vantaggio competitivo*, Edizioni di Comunità, Milano, p. 17 ss.; P. Russo (a cura di) (1999), "Le strategie competitive di base", in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano, p. 134 ss.

²⁷ E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., p. 66 ss.; L. Guatri (1985), "All'origine delle crisi aziendali: cause reali e cause apparenti", *Finanza, Marketing e Produzione*, 1, p. 13.

²⁸ D.B. Bibeault (1999), *Corporate Turnaround: how managers turn losers into winners*, cit., p. 36 ss., p. 49 ss.; L. D'Alessio (2005), "La comunicazione etico-sociale nella piccola e media impresa", in L.G. Migliaccio (a cura di), *Le "rivoluzioni" contabili di inizio millennio*, FrancoAngeli, Milano, p. 43; S. Slatter, D. Lovett (1999), *Corporate Turnaround*, cit., p. 19 ss.

ze negative²⁹. Infatti, un'azienda non in grado di aggiornarsi al contesto economico ha più probabilità di essere sfavorita nella sfida competitiva, così come un'azienda non innovativa rischia di essere limitata nello sfruttare attivamente le opportunità derivanti dall'esterno³⁰, anche in un'ottica prospettica. Allo stesso tempo, anche una serie di scelte non etiche³¹ possono compromet-

²⁹ J. Argenti (1983), *Predicting Corporate Failure*, Accountants Digest, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London, 138, p. 2 ss.; J. Argenti (1986), "Spot Danger Signs Before it's too late", *Accountancy*, July, p. 101; V. Coda (1984), "Le tappe critiche per il successo dei processi di ristrutturazione aziendale", in AA.VV., *Crisi d'impresa e strategie di superamento*, Giuffrè, Milano, p. 8 ss.; V. Coda (1983), *Crisi e risanamenti aziendali, Sviluppo e Organizzazione*, n. 75, p. 30 ss. R. Tiscini (2014), "La gestione aziendale", in AA.VV., *Economia aziendale*, Egea, Milano. R. Tiscini (2014), "La strategia aziendale", in AA.VV., *Economia aziendale*, Egea, Milano.

³⁰ C. Brugnoli (2003), *La nuova impresa innovativa: ambiente, formazione, gestione e finanziamento*, Giappichelli, Torino; F. Donato (2002), "Correlazioni tra qualità e controllo nelle aziende sanitarie", in L. Anselmi (a cura di), *L'equilibrio economico nelle aziende sanitarie. Elementi di management e dinamica aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 191; G. Girone (2003), *Tecnologia, innovazione e gestione aziendale*, Dipartimento di studi aziendali e giusprivatistici dell'Università di Bari, Bari; C. Lipari (1991), "Alcune annotazioni sulla categoria e sulla funzione "creatività" nei sistemi aziendali", in AA.VV., *Creatività e sviluppo dell'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 231; M. Milone (1992), *Innovazione tecnologica, dimensione e strategia aziendale*, Cacucci, Bari; S.U. Pagnano (1975), "I costi dello sviluppo nei processi di espansione delle imprese", in AA.VV., *Scritti in onore di Ugo Caprara*, Vallardi, Milano, Tomo IV, p. 93 ss.; A. Riccaboni, C. Busco, M.P. Maraghini (a cura di) (2005), *L'innovazione in azienda: profili gestionali e cognitivi*, Cedam, Padova; M. Saita (1971), *I costi di qualità nelle imprese industriali*, Isedi, Milano, p. 83; A. Sinatra (1988), "Da manager a imprenditore interno", in G. Invernizzi, M. Molteni, A. Sinatra, *Imprenditorialità interna: lo sviluppo di nuove attività nelle imprese*, Etas, Milano, p. 7 ss.; G. Sirleo (2009), *La crisi d'impresa e i piani di ristrutturazione*, Aracne, Roma, p. 22; A. Tessitore (2006), "Documenti predisposti a supporto del gruppo di lavoro sulla cultura aziendale", in AA.VV., *Appunti per un dibattito sulla cultura aziendale*, Sidrea, Firenze, p. 32; G. Valotti (1994), *Economicità e innovazione nelle imprese di servizi locali*, Egea, Milano.

³¹ E. Borgonovi (1990), "Il comportamento economico della persona", in E. Borgonovi (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano, p. 3; V. Dell'Atti (2003), *Etica ed economia aziendale: schema di studio*, Cacucci, Bari; P. Di Toro (1995), *Il controllo sull'assunzione delle decisioni strategiche e sulla definizione delle politiche d'impresa: la dimensione etica*, Copinfax, Siena; G. Farnetti (1997), *Economia d'Azienda*, cit., p. 7; R. Ferraris Franceschi (2002), "Etica ed economicità", in E. Cavalieri (a cura di), *Economia ed etica aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 24 ss. A. Pavan, P. Modica (2016), "L'etica nella teoria e negli strumenti aziendali", *Rivista italiana di ragioneria e di Economia aziendale*, 66(1), pp. 343-351. A. Pavan, P. Modica (2014), *Valori etici, valore economico e controlli interni nelle aziende*, in E. Laghi, G. Zanda (a cura di), *Scritti in onore di Pellegrino Capaldo*, Egea, Milano. M. Pollifroni (2012), *Lineamenti di Etica Aziendale*, Giappichelli, Torino. M. Pollifroni (2017), *L'Etica Aziendale nei Processi di Globalizzazione dei Mercati. Paradigmi, Determinanti, Valutazioni*, Giappichelli, Torino; G. Rusconi (1997), *Etica e impresa: un'analisi*

tere l'ottenimento del consenso sociale, sfavorendo così la sopravvivenza. Se il management viene individuato come elemento scatenante della crisi aziendale, allo stesso tempo esso è ritenuto un elemento cardine nella gestione della crisi e nel successivo processo di risanamento aziendale³².

In secondo luogo, la letteratura attribuisce una responsabilità ai detentori di capitale, i quali influenzano una serie di politiche aziendali, quali quelle legate alla distribuzione dei dividendi o alla scelta del management. Quando il riferimento va all'imprenditore, anche un atteggiamento poco innovativo può generare assenza di stimoli e arrecare una diminuzione nelle opportunità di sviluppo³³.

In terzo luogo, le risorse umane operanti in azienda possono rivestire un ruolo non marginale nell'attività aziendale. Una scarsità di preparazione, addestramento e motivazione, così come un mancato spirito di solidarietà nei confronti delle sorti dell'azienda, nonché la mancata condivisione dei valori aziendali ed una forma mentis lontana dalle logiche di qualità totale, possono dare adito al manifestarsi di circostanze negative³⁴.

Come ultimo, gli altri stakeholder – intesi in linea generale – possono costituire altresì una causa o concausa di crisi. È il caso del sistema bancario, dei fornitori, degli altri creditori e dei sindacati, i quali potrebbero mostrarsi non interessati nelle varie forme di salvataggio aziendale.

Se l'approccio soggettivo tende a responsabilizzare i soggetti precedentemente identificati, essi vengono altresì concatenati ad una serie di fattori oggettivi interni ed esterni all'azienda legati al contesto circostante, poiché essi condizionano l'operato delle persone operanti in essa³⁵. È il caso dei fattori interni all'azienda, intesi come le risorse umane e di capitale a disposizione; essendo frutto di decisioni umane in merito alla loro selezione e acquisizione,

economico-aziendale, Clueb, Bologna; S. Sarcone (1997), *L'azienda*, Giuffrè, Milano, p. 27; G. Troina (2010), *Riflessioni sull'impresa tra crisi e etica*, Nuova Cultura, Roma.

³² G. Bradley (1987), *Self-serving biases in the attribution process: a reexamination of the fact or fiction question*, cit., p. 56 ss.; M. Zuckerman (1979), "Attribution of success and failure revisited or: the motivational bias is alive and well in attribution theory", *Journal of Personality & Social Psychology*.

³³ P. Bastia (1996), *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, cit., p. 12 ss.; G. Colombo (1988), *Gli studi di imprenditorialità*, Clueb, Bologna; G. Sirleo (2009), *La crisi d'impresa e i piani di ristrutturazione*, Aracne, Roma, p. 22.

³⁴ I.I. Mitroff (2005), *Why Some Companies Emerge Stronger and Better from a Crisis, 7 Essential Lessons for Surviving Disaster*, Amacom, New York; A.L. Musserra (1990), *La generazione di creatività: problematiche e prospettive aziendali*, Cacucci, Bari; M. Saita (1991), *Economia della qualità*, Isedi, Torino, p. 20.

³⁵ P. Bastia (1996), *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, cit., p. 12 ss.

tali fattori possono essere giudicati come indirettamente soggettivi. Allo stesso tempo, anche una serie di fattori esterni all'azienda e riconducibili al suo ambiente vengono spesso giudicati solo in parte interamente oggettivi, in quanto l'uomo deve saper interpretare e gestire le loro caratteristiche. È il caso del settore e del mercato di appartenenza dell'azienda, i cui vincoli e condizionamenti debbono poter essere arginati efficacemente da parte dei soggetti operanti in azienda. Tale atteggiamento di apertura nei confronti dei fattori esterni significa che i fattori esterni marcatamente oggettivi e, come tali, incontrollabili sono in numero limitato. Si pensi alle catastrofi naturali e agli eventi socio-politici.

1.3.2. *L'approccio oggettivo alla comprensione del fenomeno della crisi aziendale*

Tale approccio attribuisce la causa della crisi ad avvenimenti e forze esterne non legate all'operato delle risorse umane, quanto piuttosto alla variabilità del contesto circostante, la cui dinamicità e turbolenza rendono necessario un approccio dinamico sia nel breve sia nel lungo periodo³⁶.

Le cause derivanti dal contesto esterno vengono, quindi, sommate a quelle identificate dall'approccio soggettivo al fine di raggiungere un quadro complessivo di cause e concause che hanno portato al fenomeno della crisi. Ciò significa che le cause di una crisi sono generalmente un connubio di eventi concatenati tra loro e difficilmente l'opera di una singola causa definita: viene a crearsi una crisi di tipo complesso³⁷. Può succedere che l'effetto congiunto di più fattori inneschi una serie di cause o concause che, sviluppandosi, porti ad una minaccia di crisi. Se non gestita in modo efficace, tale minaccia può trasformarsi in uno stato di crisi in senso stretto.

Alcuni esempi di cause derivanti dall'esterno possono essere i seguenti: l'andamento dell'inflazione, dei tassi di interesse e del tasso di cambio tra valute, gli interventi della pubblica amministrazione a sostegno del tessuto economico, l'organizzazione del sistema bancario e dei mercati borsistici³⁸. Nei

³⁶ G. Catturi (1989), *Teorie contabili e scenari economico-aziendali*, Cedam, Padova, p. 1 ss. A. Paolini (1997), "Il monitoraggio ambientale", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, p. 103; M. Saita (2005), *I fondamentali dell'economia e strategia aziendale*, Giuffrè, Milano, p. 21.

³⁷ A. Boccia (2006), "L'analisi della crisi d'impresa", *Scuola Superiore dell'economia e delle finanze, Rivista on line*, Roma, p. 3 ss. L. Guatri (1986), *Crisi e risanamento delle imprese*, cit., p. 39.

³⁸ A. Nobolo (1983), *Variabile fiscale e gestione finanziaria in tempi di inflazione*, Giuffrè, Milano, p. 3 ss.

confronti di tali variabili macroeconomiche, il management deve porre in essere una serie di controlli che tengano in considerazione, in primo luogo, il contesto generale, a seguire quello di settore e, come ultimo, di singola impresa.

2.

La previsione della crisi d'impresa: metodi e strumenti¹

2.1. La previsione della crisi d'impresa

Il processo di previsione della crisi d'impresa costituisce un elemento di grande attualità, date le circostanze di crisi che caratterizzano l'attuale contesto aziendale. Ne conseguono, quindi, delle rilevanti implicazioni teoriche e manageriali, che possono così essere delineate:

- da un lato, diventa necessario aggiornare i più diffusi modelli di previsione delle insolvenze aziendali, poiché essi sono stati elaborati a partire dagli anni Settanta sulla base di contesti economici differenti rispetto a quelli attuali;
- dall'altro, l'utilità del processo di previsione delle insolvenze aziendali e la successiva adozione di misure idonee e strumenti opportuni per il loro superamento possono stimolare la proprietà ed il management nel contrastare la crisi in modo tempestivo ed efficace. Tale affermazione è legata ad una serie di indagini empiriche effettuate dagli studiosi. A titolo esemplificativo, osservando l'esperienza di una serie di casi più o meno noti in Italia che, dal 2008, sono stati coinvolti da una crisi aziendale², sono emerse due considerazioni altrettanto interessanti. In primo luogo, l'identificazione tardiva dell'evento di crisi rappresenta la principale causa di insuccesso delle procedure attuali, con particolare riferimento al concordato preventivo. In aggiunta, le fasi di crisi sono caratterizzate da un tardivo utilizzo degli strumenti di risanamento³, an-

¹ Di Elisa Giacosa.

² Il campione di aziende è stato analizzato nell'analisi empirica del lavoro E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., p. 6 ss.

³ G. Brunetti (1974), "Il sistema dei quozienti di bilancio: alcuni caratteri strutturali e funzionali", in V. Coda, G. Brunetti, M. Bergamin, *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Compass, Milano; G. Fiori (2003), "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite

che a causa di una scarsa cultura aziendale nei confronti del processo di risanamento stesso.

Diventa, quindi, utile sensibilizzare la proprietà e il management nei confronti di un utilizzo tempestivo ed efficace degli strumenti economico-aziendali e giuridici volti alla previsione delle insolvenze aziendali⁴. Ciò è anche fortificato dalla recente normativa italiana che, con la “Legge di riforma delle discipline della crisi d’impresa e dell’insolvenza” n. 155 del 30 ottobre 2017⁵, evidenzia l’importanza dei segnali di allerta quale elemento propulsore della procedura prevista per il risanamento dell’impresa in crisi⁶. Osservando poi la questione in un’ottica di armonizzazione, tale approccio è condiviso anche in altri Stati dell’Unione Europea e negli Stati Uniti.

Concludendo, le tematiche seguenti assumono un interesse particolare sia per gli studiosi in materia economico-aziendale sia per la proprietà ed il management:

- gli strumenti di previsione della crisi aziendale, con i quali sia possibile individuare una serie di utili segnali di allerta;

- i suddetti segnali di allerta, attraverso i quali evidenziare una serie di indicatori legati alla presenza di una circostanza di crisi o al deterioramento delle condizioni di economicità;

indici”, in C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio. Strumenti per l’analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano; E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell’impresa in crisi*, cit., p 75; A. Tedeschi Toschi (1993), *Crisi d’impresa tra sistema e management*, Egea, Milano, p. 51; C. Teodori (2008), *L’analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.

⁴ A. Conca, A. Danovi, L. Riva (2015), *Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.*, SDA Bocconi, Milano; M. Ferro, P. Bastia, G.M. Nonno (2013), *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione*, Ipsoa, Wolters Kluwer Italia S.r.l., Milano; A. Mazzoleni, M. Veneziani (a cura di) (2015), *L’efficacia del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione del debito nell’esperienza dei tribunali lombardi*, Giappichelli, Torino.

⁵ La Legge deriva dallo studio di una Commissione parlamentare costituita nel gennaio 2015 con l’obiettivo di modificare la Legge fallimentare italiana, oltre ad introdurre alcuni principi/norme diventati necessari a causa della diffusione del fenomeno della crisi. La Commissione è anche definita Commissione Rordorf, dal nome del suo Presidente.

⁶ Si specifica che diversi argomenti trattati nel testo sono stati oggetto di trattazione, presentazione e discussione degli autori presso la Commissione Giustizia della Camera dei Deputati italiana durante apposita audizione da parte di esperti alla Commissione in relazione alla Riforma della Legge fallimentare. In particolare, gli autori hanno predisposto una relazione, intitolata “Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi d’impresa e dell’insolvenza”, che è stata resa disponibile alla Commissione Giustizia della Camera dei Deputati italiana nel settembre 2016.

– le procedure che possono essere seguite per affrontare tempestivamente ed efficacemente il fenomeno di crisi.

Gli strumenti di previsione della crisi aziendale sono stati successivamente classificati, in quanto tale articolazione può risultare utile per abbinare ogni singolo strumento di previsione al sintomo rilevato, collocando il ragionamento alle differenti fasi di maturazione di una circostanza di crisi.

2.2. La classificazione degli strumenti di previsione della crisi d'impresa

Gli strumenti di previsione della crisi d'impresa sono volti alla produzione di idonei segnali di allerta che, basandosi sia su informazioni storiche sia su quelle previsionali, permettono di esprimere un giudizio sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa⁷.

Si è scelto di classificare gli strumenti di previsione della crisi in relazione alla combinazione dei seguenti criteri di osservazione, in quanto essi permettono di effettuare una chiara e completa mappatura degli stessi e sono, inoltre, criteri di ampia diffusione e semplice comprensione (Tabella 2.1)⁸:

- a) la possibilità di impiego dello strumento da parte di utilizzatori sia esterni sia interni all'azienda;
- b) il grado di analiticità ed articolazione dei risultati ottenuti.

⁷ V. Agarwal, R.J. Taffler (2007), "Twenty-five years of the Taffler z-score model: Does it really have predictive ability?", *Accounting and Business Research*, 37(4), pp. 285-300; E.I. Altman (1968), "Financial ratios. Discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *Journal of Finance*, 23(4), pp. 589-609; S. Alvarez, A. Mòdica (2012), "Combining structural models and accounting based models for measuring credit risk in real estate companies", *International Journal of Managerial Finance*, 8(1), pp. 73-95; R.H.G. Jackson, A. Wood (2013), "The Performance of Insolvency Prediction and Credit Risk Models in the UK: A Comparative Study", *British Accounting Review*, 45, pp. 183-202.

⁸ E. Giacosa, A. Mazzoleni (2016), *La previsione della crisi d'impresa: strumenti e segnali di allerta*, Giuffrè, Milano, p. 16 ss.