



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
(ordinamento ex D.M. 270/2004)
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

**Il concordato preventivo e
le cause che favoriscono
la sua adozione. Un'analisi
empirica delle imprese
venete.**

Relatori

Ch. Prof.ssa Elisa CAVEZZALI

Ch. Prof. Ugo RIGONI

Laureando

Leonardo Resente

Matricola 847139

Anno Accademico

2017/2018

Indice

Introduzione.....	3
1 Cause e soluzioni giuridiche per la crisi d'impresa.....	5
1.1 Introduzione.....	5
1.2 Crisi d'impresa	6
1.2.1 Significato di crisi d'impresa	6
1.2.2 Cause e indicatori della crisi	10
1.2.3 Tipologie di crisi	13
1.2.4 Benefici e attori del risanamento	18
1.3 Procedure di risanamento	21
1.3.1 Tipologie di procedure perseguibili.....	21
1.3.2 Piano attestato di risanamento	25
1.3.3 Accordo di ristrutturazione dei debiti.....	28
1.3.4 Concordato preventivo.....	30
1.4 Conclusione	35
2 Analisi empirica di alcune aziende venete sottoposte a concordato preventivo o accordo di ristrutturazione dei debiti.....	37
2.1 Metodologia di costruzione del <i>database</i>	37
2.1.1 Individuazione del campione di aziende	37
2.1.2 Ricerca dei dati	38
2.1.3 Catalogazione dei dati	38
2.1.4 Creazione di un <i>database</i> iniziale	39
2.1.5 Scelta dei dati rilevanti per arrivare al <i>database</i> finale.....	47
2.2 Analisi descrittive.....	48
2.2.1 Analisi preliminari	48
2.2.2 Analisi di alcuni dati di bilancio.....	55
2.2.3 Analisi delle singole cause	59
2.2.4 Analisi a livello aggregato	70
2.3 Conclusione	77

3 Analisi empirica delle relazioni tra le cause della crisi	79
3.1 Introduzione allo studio delle cause	79
3.2 Correlazioni tra cause	80
3.3 Metodi di aggregazione	83
3.4 Analisi inferenziale tra variabili	92
3.4.1 Metodo di selezione delle regressioni lineari	92
3.4.2 Analisi inferenziali non significative	93
3.4.3 Analisi inferenziali esatte ma non significative	96
3.4.4 Analisi inferenziali esatte e significative	99
Conclusione	107
Bibliografia	111
Sitografia	113

Ringraziamenti

Un ringraziamento particolare va alla Professoressa Elisa Cavezzali e al Professor Ugo Rigoni, che mi hanno minuziosamente assistito per tutta l'elaborazione e la stesura della tesi.

Desidero inoltre ringraziare il Dottor Ludovico Maria Cocco e la Dottoressa Giorgia Simion, per avermi guidato in ogni passo di questo elaborato.

Ai miei genitori, che meritano molto più di un ringraziamento in una tesi. A come mi hanno cresciuto e ai sentimenti che mi hanno insegnato a provare, che sono quelli che rimangono.

A Eva, che è stata e sarà il mio punto di riferimento, nei momenti di gioia ma non solo, che mi conosce nel profondo più di chiunque altro.

A tutti i miei amici, nuovi e storici, che sono stati un fermo sostegno nel mio percorso universitario.

A Renato ed Angelica, che mi hanno insegnato la fatica e le soddisfazioni del lavoro.

Introduzione

Questo elaborato è volto a definire, interpretare e analizzare nel dettaglio le cause teoriche ed empiriche che possono provocare uno stato di crisi aziendale.

Il primo capitolo si sviluppa attorno alla definizione di crisi d'azienda, una lettura inizialmente generale e sistemica, per poi scendere nelle sue specificazioni più dettagliate. Successivamente vengono esaminate le procedure concorsuali volte a determinare un rilancio dell'impresa oppure una sua inevitabile, ma ordinata, cessazione. Un occhio di riguardo si è avuto per il concordato preventivo e per gli accordi di ristrutturazione dei debiti.

Il secondo capitolo affronta in modo empirico queste tematiche, esponendo una descrizione dettagliata delle cause di crisi aziendale che si sono manifestate nelle piccole e medie imprese venete tra gli anni 2011 e 2016. Il criterio discriminante si basa sul fatto che queste cause avessero comportato almeno una richiesta di concordato preventivo e/o un accordo di ristrutturazione dei debiti.

Questo capitolo è stato suddiviso in due parti: la prima riguardante l'impianto metodologico e le procedure scientifiche utilizzate per la costruzione di un campione di dati efficiente ed affidabile; nella seconda invece sono stati analizzati in modo descrittivo i dati catalogati precedentemente, cercando di individuare eventuali relazioni causa-effetto tra le variabili in gioco.

Il terzo capitolo conclude l'elaborato proponendo delle analisi più puntuali e statistiche riguardo le relazioni tra cause.

Le variabili vengono descritte con l'utilizzo di uno strumento statistico come la correlazione. Successivamente si ragiona su come sia stato possibile utilizzare le variabili in modo aggregato evitando la perdita di informazione legata ai vari processi.

Sono state effettuate diverse analisi inferenziali volte ad individuare delle misure precise con le quali le cause della crisi aziendale possano essere tra loro collegate.

I risultati ci hanno infine permesso di capire come le cause si distribuiscano non eterogeneamente, ma si concentrino principalmente in alcune categorie. La presenza di alcune cause porta quindi alla naturale esclusione di altre, in modo tale che gli effetti della crisi si propaghino soprattutto in una specifica area aziendale.

Le variabili principali analizzate sono state le problematiche riscontrate verso parti terze e verso l'area finanziaria. In entrambe le categorie si è notato questo accentrimento delle cause, dove all'aumentare della significatività di altre variabili, il peso relativo alle categorie prima citate diminuiva.

Infine, è necessario ricordare che il tema viene trattato rispetto ad aziende che sono state ammesse a procedure di risanamento alternative al fallimento, quindi ad un livello di declino inferiore. Studiare le cause che hanno portato queste aziende ad uno stato di crisi e fare quindi inferenza a livello generale è quindi una procedura che non può valere per tutte le aziende in crisi, ma deve essere ristretta alle sole imprese che hanno richiesto l'ammissione al concordato preventivo o agli accordi di ristrutturazione dei debiti.

1 Cause e soluzioni giuridiche per la crisi d'impresa

1.1 Introduzione

Decadenza, lento ma inarrestabile disfacimento. Questa è una delle definizioni di crisi.

Negli anni ne sono state introdotte diverse tipologie, ma tutte accomunate da un sentimento negativo comune.

La definizione di crisi d'impresa non è difforme. Intesa come un lento o rapido declino, si manifesta inevitabilmente dopo il picco di massima espansione economica.

L'organismo aziendale può essere facilmente accomunato all'apparato umano. Il *management* individua le direttive e gli obiettivi a breve e lungo termine, è l'organo indispensabile per una vita duratura. Le funzioni aziendali permettono il dispiegamento di forze e strumenti necessari all'ottenimento di questi obiettivi. I singoli dipendenti sono le cellule di questo organismo, specializzati o meno, con vita lavorativa estesa o a termine.

Come ogni organismo la struttura cambia nel corso del tempo, adattandosi più o meno velocemente ai mutamenti esterni, mantenendo comunque il suo genoma caratteristico.

Un'azienda soffre anche degli stessi problemi di un essere umano.

In questi periodi, legati indissolubilmente alla vita umana e d'impresa, è necessario avere al proprio fianco un buon medico ovvero gli strumenti giuridici a disposizione dell'impresa per la risoluzione della crisi.

Questi strumenti sono cambiati nel tempo e sono stati raffinati, per evitare in modo sempre più efficace di danneggiare la popolazione di *stakeholders*, che da un corpo astratto come l'azienda ne trae benefici concreti.

In questo capitolo verranno analizzate le patologie, i sintomi e le cure dell'organismo impresa.

1.2 Crisi d'impresa

1.2.1 Significato di crisi d'impresa

Alla base del moderno sistema economico vi sono due filoni principali di studi in grado di apportare diversi contributi nella teoria delle crisi.

Il primo comprende formulazioni, anche molto diverse tra loro, accomunate dalla capacità del sistema capitalistico di autoregolarsi e ricrearsi. Una sorta di funzione continua con un *trend* che può variare dal positivo al negativo, dotata di una stagionalità, ma che non viene alterata dall'intervento pubblico, se non nei limiti delle politiche dell'offerta. Con la crisi del 1929 emerge l'inadeguatezza di tali teorie, lasciando il campo a dottrine più coinvolgenti come quella keynesiana, che però non rimuovono l'assunto delle teorie precedenti, ma individuano nell'aspetto regolatore la fonte principale delle determinanti delle crisi economiche (Weber, 1977).

In modo totalmente opposto si individuano le teorie del sottoconsumo intese come l'impossibilità di rigenerazione del sistema a causa di limiti effettivi come la sopravvenuta carenza di profittabilità, in questo caso intesa non più come sintomo o effetto di altre cause, ma come determinante principale, connessa alla meccanizzazione della produzione. In questo ambito si collocano le crisi finanziarie, collegate ad aspettative su diritti futuri (Danovi A., 2014).

Grazie a questo passaggio si riesce ad identificare un collegamento tra crisi e complessità sistemica. La teoria secondo la quale la conoscenza di un sempre più ampio spettro di possibilità e quindi di tipologie di errori possibili espone il sistema a nuovi eventi non considerati o frutto dell'integrazione di nuove procedure, giustifica il fatto che le crisi vengano indotte anche dalla complessità di un sistema creato per evitarle.

La crisi sistemica, quindi, deve cercare la sua origine all'interno, magari accentuata da pressioni o eventi esterni. La complessità del sistema provoca, da un lato il superamento di determinate problematiche, dall'altro, invece, rappresenta la genesi di ulteriori danni, causati appunto dal coordinamento e dalle relazioni con altri sistemi.

“Gli studi disponibili hanno sottolineato che le interdipendenze costituiscono una leva relazionale delle prestazioni sistemiche così in situazioni favorevoli come in quelle, all'opposto, deteriorate, per via di processi propagatori, diffusivi, omologativi ed emulativi” (Danovi A., 2014).

Questo a dimostrazione della parziale inefficienza di un sistema di controlli e regolamentazioni atte a prevenire o controllare uno sviluppo negativo di tali sistemi, poiché il collegamento tra i vari ambiti sociali ne impedisce una emancipazione totale.

In questi sistemi complessi si ricercano quindi delle possibili alternative, in grado di risolvere solo parzialmente non una generale teoria delle crisi, ma la singola situazione in cui versa il campione preso in analisi.

Tabella 1.1: Principali approcci storici alle crisi.

Nome della soluzione adottata	Descrizione	Punti di forza/debolezza	Condizioni di applicabilità
Complicazione del sistema (Proietti L., Quattrocioni B., <i>Crisi e complessità dei sistemi economici e sociali: crisi e contagio</i> , 2009)	Incremento di numero e varietà di vincoli ai quali sono soggetti il sistema e i suoi agenti. Può aumentare la dispersione nel sistema dei “punti di controllo”, ma cresce la distinzione tra regolatori ed operatori.	Azione percorribile anche nel medio-breve termine, ma può risultare inefficace, oltre che inefficiente. Può inoltre fornire involontari incentivi alla replicazione.	Preferibile in caso di crisi prolungata (crisi ad L).
Complessificazione del sistema (Proietti L., Quattrocioni B., <i>Crisi e complessità dei sistemi economici e sociali: crisi e contagio</i> , 2009)	Introduzione di regole e tecnologie che inducono (non impongono) processi e comportamenti di autocontrollo e autogoverno più diffusi nel sistema.	Azione percorribile anche nel medio-breve termine, però priva di risultati sicuri (efficiente ma non necessariamente efficace).	Preferibile in caso di crisi breve ma intensa (crisi a V).
Semplificazione del sistema (riduzione della complessità) (Proietti L., Quattrocioni B., <i>Crisi e complessità dei sistemi economici e sociali: crisi e contagio</i> , 2009)	Intervento sulla cultura insita nel sistema per instillare comportamenti e convinzioni diversi, che sanino la crisi e la evitino nel futuro.	Azione solitamente efficace ma lenta e costosa (poco efficiente e tempestiva). Può modificare <i>in toto</i> il sistema, alterando la prospettiva degli osservatori.	Preferibile in caso di crisi convulsiva con cambiamenti rapidi e ripetuti (crisi a W).

Fonte: Adattamento da Danovi A., *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2014.

Queste logiche vengono attuate però con una finalità conservativa, non si tende al superamento delle condizioni di partenza o quantomeno alla riduzione delle funzioni di sistema.

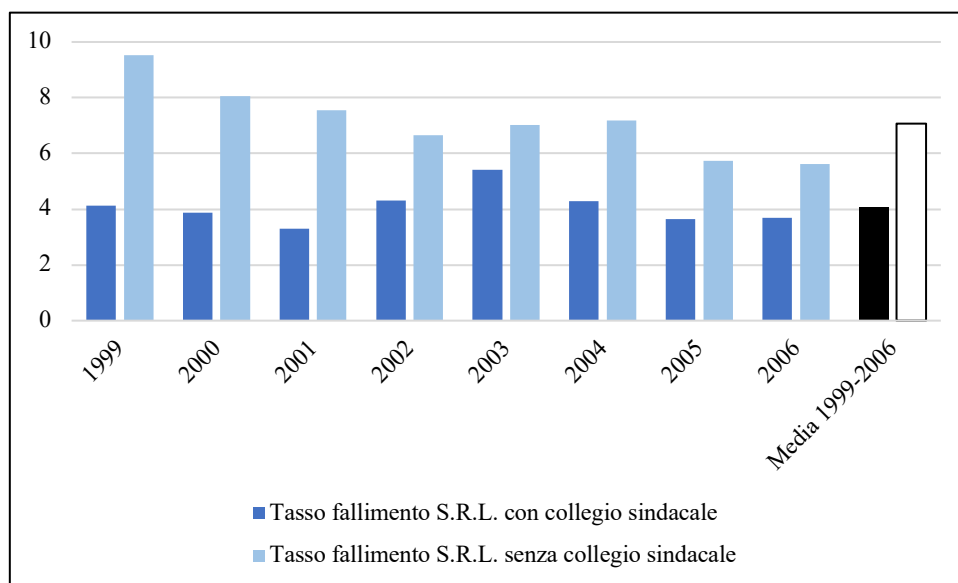
La complicazione del sistema è stata introdotta principalmente dopo la crisi del '29, la semplificazione invece tende ad un mutamento culturale, molto più profondo e radicato, la complessificazione invece richiederebbe un binomio composto da una nuova regolamentazione e nuove tecnologie, che probabilmente impatterebbero in modo sostanziale sugli equilibri esistenti.

Risulta necessario inoltre interrogarsi sul governo societario, come fatto da *Basilea II* e *Solvency II*. Successivamente alla crisi del 2007/2008 ci si è chiesti come crisi e *governance* fossero collegate tra loro, se in un rapporto di causa/effetto e se una migliore *governance* potesse influenzare in positivo l'andamento economico in un determinato periodo.

L'evidenza empirica dimostra in effetti una correlazione positiva tra livello di *governance* ed incidenza della crisi. Uno studio portato dal *Collegio dei dottori commercialisti* e dalla *Fondazione ARISTEIA* nell'ottobre 2007, di portata ridotta, ma molto esplicativo della situazione, riportato da *Cerved*, esprime nel territorio italiano la differenza in termini di fallimenti tra società strutturate e meno.¹

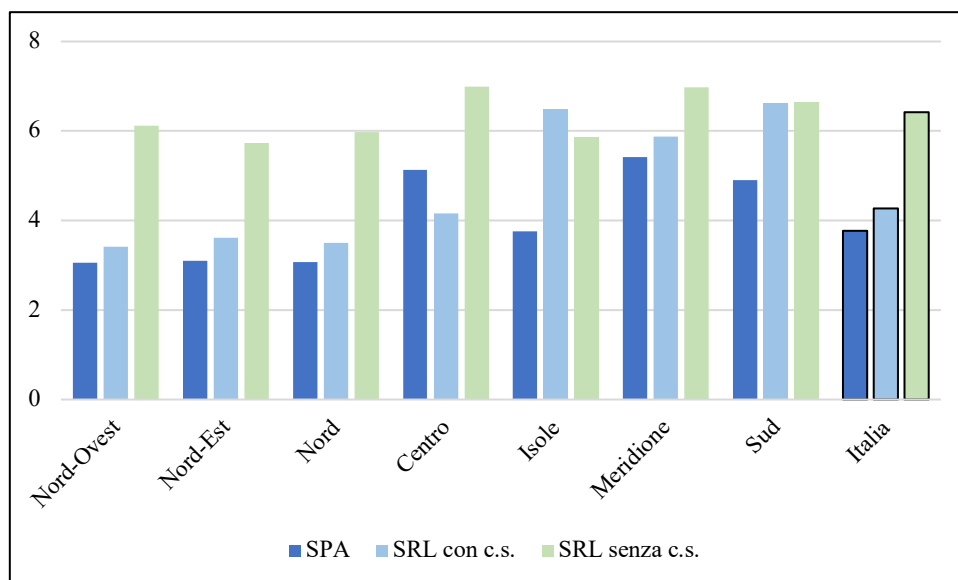
¹ Aggiornamento del report condotto nel 2003, sempre dalla *Fondazione ARISTEIA*, con inclusione dei fallimenti fino agli anni 2006 relativi ad S.p.a. ed S.r.l. rilevati da Istat e Movimprese. I dati aggiornati interessano gli anni dal 1999 al 2006.

Grafico 1.1: Numero dei fallimenti in Italia dal 1999 al 2006 divisi per forma giuridica, valori espressi in percentuale.



Fonte: Adattamento da Franchi F., Fondazione ARISTEIA, *Fallimenti e Collegio sindacale*, Fondazione ARISTEIA, 2007.

Grafico 1.2: Numero dei fallimenti in Italia dal 2002 al 2006 divisi per area geografica, valori espressi in percentuale.



Fonte: Adattamento da Franchi F., Fondazione ARISTEIA, *Fallimenti e Collegio sindacale*, Fondazione ARISTEIA, 2007.

Da questi grafici emerge la differenza sostanziale di fallimenti tra imprese dotate di una struttura più organizzata e imprese invece meno controllate. Anche nel nostro studio, seppur

molto circoscritto, emergeranno alcune differenze tra la diversa organizzazione delle aziende prese a campione.

Ovviamente vi sono da definire due tipologie di crisi collegate ad altrettante definizioni di *governance*.

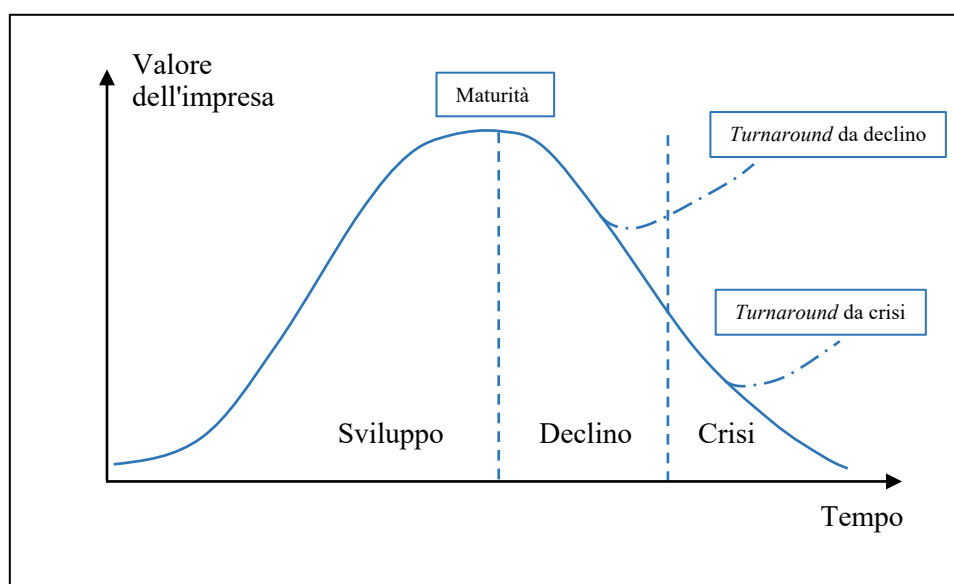
Le crisi patologiche sono quelle che iniziano dalla *governance*, in quanto strumento imperfetto o inadeguato. Molto facili da identificare dato che traggono la loro origine da comportamenti scorretti. Qui sorge un duplice problema rispetto al sistema di governo societario: il *management* ed il sistema esterno risultano entrambi inadeguati, uno rispetto l'indirizzo strategico da impartire all'azienda, l'altro rispetto la protezione dei soggetti più deboli.

Le crisi fisiologiche invece sono meno univoche verso il comportamento della *governance* aziendale, in quanto radicate nell'evoluzione culturale dell'ambiente economico globale.

1.2.2 Cause e indicatori della crisi

La vita delle imprese, nel tempo, ha in genere, natura ciclica (Tedeschi Toschi A., 1993). Si intuisce quindi che le imprese di maggiori dimensioni e più organizzate riescano ad attuare in modo più adeguato politiche efficaci di *risk management*, cercando di coprire più ambiti possibili, anche circostanze inaspettate.

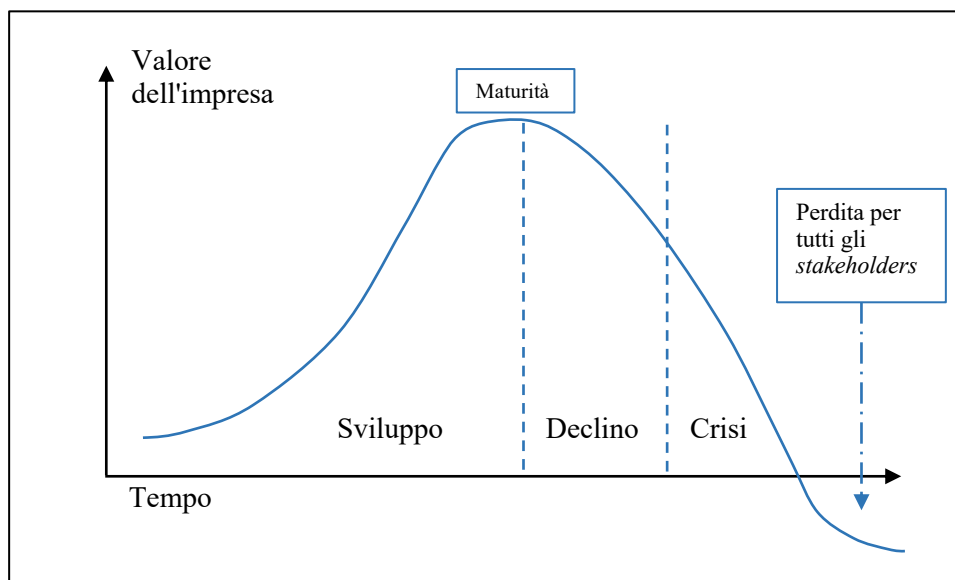
Grafico 1.3: Valore dell'impresa in funzione del tempo.



Fonte: Adattamento da Danovi A., *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2014.

Il compito di stimare questa curva è affidato sostanzialmente al management. Questa è solamente una delle rappresentazioni possibili della vita di un'impresa, viene illustrata come caso generale, ma non bisogna dimenticarsi dell'eventualità in cui la curva del valore d'impresa diventi negativo.

Grafico 1.4: Valore dell'impresa in funzione del tempo, nel caso di perdita per gli stakeholders.



Fonte: Adattamento da Danovi A., *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2014.

Nel caso evidenziato precedentemente, qualora l'impresa si assuma debiti troppo elevati per essere ripagati, a perdere capitale non è solamente l'impresa stessa, ma tutti gli *stakeholders* che da essa dipendono o con i quali l'impresa intrattiene relazioni (banche, fornitori, dipendenti, etc.).

Per questo, negli ultimi anni, si sono sviluppate misure di quantificazione del rischio generali e che siano in grado di accomunare specificazioni di rischio molto diverse tra loro. Questo processo, partito dalle banche in quanto parte essenziale della loro remunerazione, si sta espandendo in qualsiasi tipologia di azienda. Il regolatore sta sviluppando l'idea secondo la quale alle imprese è concessa maggiore flessibilità per quanto riguarda la possibilità di investimento, ma è necessario che si dotino di un patrimonio necessario a prevenire situazioni di dissesto che non intacchino solamente l'imprenditore (che per definizione si accolla il rischio d'impresa), ma anche la platea di creditori dell'azienda stessa.

In questo modo si apre uno spettro di investimenti molto più ampio, basta identificarne la tipologia per accantonare una somma necessaria a coprire il rischio che ne deriva. Le imprese

più sviluppate e comunque molto più grandi hanno già adottato o iniziano ad adottare una logica del genere, mentre le micro o le piccole imprese non ancora.

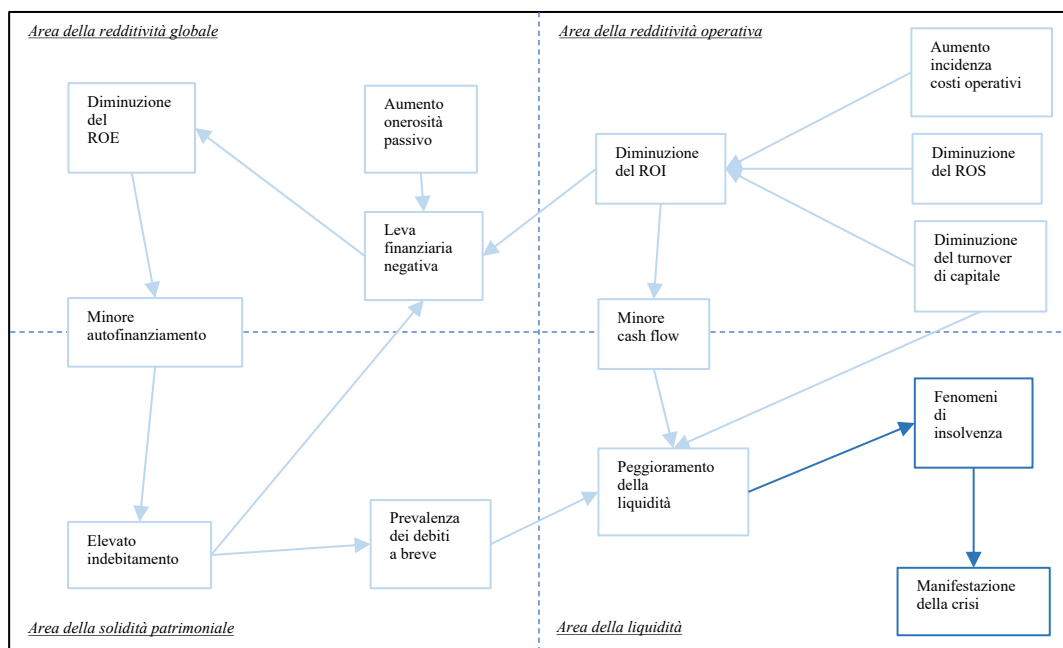
Questo è un aspetto fondamentale per capire la differenza tra l'andamento nelle diverse classi di impresa.

La differenza tra le varie categorie si ripropone, quindi, anche nelle cause che portano alla crisi, o quantomeno all'iniziale declino.

Le variabili in gioco, qui, sono molte di più e sono rappresentate certamente dalla grandezza delle aziende, ma anche dal tipo di business, dal settore in cui operano, dall'area geografica in cui operano, dalla qualità del management.

È difficile quindi identificare un modello che le accomuni tutte, ma si può procedere con l'analisi degli indicatori di bilancio per capire come le inefficienze si sono propagate e da cosa possono aver avuto origine.

Grafico 1.5: Propagazione della crisi rappresentata tramite gli indici di bilancio.



Fonte: Adattamento da Danovi A., *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2014.

Grazie ai *competitors* sempre più veloci all'adattarsi alle nuove regole di mercato e all'ambiente esterno sempre più globalizzato dove le informazioni circolano velocemente la curva di vita dell'impresa tende ad acuirsi sempre più. Le imprese crescono molto velocemente grazie a nuove idee e ad un'organizzazione comunque sempre maggiore, ma tendono allo stesso tempo a decrescere altrettanto velocemente, a causa dei fattori elencati prima.

In questo ambiente fortemente competitivo è necessario avere quindi una chiara visione di propagazione dei sintomi di un andamento sfavorevole. Grazie agli indici di bilancio si possono individuare fenomeni di declino o comunque l'inizio di un processo degradante all'interno dell'impresa.

L'aumento del ROS e quindi un minor ritorno dalle vendite provocato dall'accentuarsi dei costi operativi o dai costi fissi ad esempio può provocare una diminuzione del tasso di remunerazione degli investimenti, quindi un minore *cash flow* futuro e presente, una minore liquidità ed i primi fenomeni di insolvenza. Un aumento degli oneri del passivo porta ad un minor rendimento sull'utilizzo di quel capitale e quindi un ROE inferiore, una minor capacità di autofinanziarsi ed un maggior indebitamento, quindi a degli squilibri finanziari.

Con questi esempi si evince come cause diverse colleghino tra loro aspetti diversi della vita aziendale, il problema è che molto spesso all'origine di un dissesto economico non vi è quasi mai solo un problema. Le cause spesso sono in concomitanza tra loro e non è sempre possibile identificare un'origine comune.

Lo schema fornito precedentemente è utile non a fini preventivi, quanto per individuare parzialmente il momento in cui si creano degli squilibri e riuscire ad intervenire con processi di *turnaround* da declino, e nei casi in cui il periodo di decadimento sia più elevato con *turnaround* da crisi.²

1.2.3 Tipologie di crisi

Gli indicatori di bilancio sono necessari per identificare le inefficienze proprie dell'azienda oppure se queste derivano da fattori esterni.

Grazie ad evidenze empiriche si riescono a teorizzare cinque tipologie di crisi differenti (Guatri L., 1995), è comunque possibile, se non probabile, che siano strettamente correlate, proprio per la trasmissione delle cause indicata precedentemente:

- Crisi da inefficienza;
- Crisi da sovracapacità/rigidità;
- Crisi da decadimento dei prodotti;
- Crisi da carenza di programmazione/innovazione;
- Crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale.

La crisi da inefficienza può essere facile da individuare.

² Le caratteristiche degli studi di previsione è il loro punto di vista esterno, mentre in questo caso, questi modelli, sono costruiti internamente per poter affrontare periodi di bassa economicità presente.

Un business efficiente, per essere tale, ha bisogno di essere inserito in un contesto. L'inefficienza non porta direttamente ad una crisi se il contesto di mercato non ammette concorrenza. Sicuramente non è un buon segnale nel lungo periodo, ma a livello di bilancio, un'azienda inefficiente può benissimo continuare a produrre utili. In un mercato più concentrato questo può essere invece molto rilevante. Un'azienda inefficiente non rimane sul mercato.

Il *management* deve essere in grado di identificare le proprie inefficienze anche qualora esse non portino effettivamente ad indicatori di bilancio negativi. In questo caso vi può essere inizialmente un conflitto di interessi tra la struttura di governo e il corretto svolgimento delle funzioni aziendali. Un *management* passivo non ha convenienza ad investire immediatamente in nuovi processi, e quindi veder ridotto il proprio margine operativo, a fronte di risultati sicuramente positivi, ma dilatati nel tempo e di minor entità. Il mancato investimento continuativo nei processi operativi, d'altro canto, comporta un innalzamento sistematico del rischio di un *deficit* di competitività qualora l'azienda si apra ad un mercato non più di monopolio, magari non per sua scelta, ma per sopravvenienze esterne. Citando un esempio, nel settore delle lenti oftalmiche, *LTL Ophthalmic Lenses* è un'azienda italiana appartenente ad un gruppo molto più ampio, che funge da intermediario business to business e si rivolge essenzialmente ai grossisti. Questa azienda opera essenzialmente in regime di monopolio, i *competitors* sono in prevalenza troppo piccoli mentre gli unici potenziali concorrenti sono in realtà le fabbriche produttrici cinesi, troppo lontane per erogare un servizio efficiente e non ancora sviluppate nel ramo dei servizi aggiuntivi. Fino a pochi anni fa questa azienda rivendeva i propri prodotti applicando solamente un *markup* dal prezzo dei fornitori. Questa strategia, per quanto facile da applicare e giustificata dai ricavi comunque sufficienti, non esprimeva la reale capacità del prodotto. Il nuovo *management* ha infatti deciso di commissionare una ricerca per individuare quale fosse effettivamente il prezzo percepito dall'acquirente, non quello imposto dall'azienda. Il risultato ha evidenziato quanto la struttura di prezzo precedente fosse sostanzialmente inefficiente, anche se non compariva a livello di bilancio.

In un mercato estremamente concentrato è molto difficile che accadano situazioni del genere in quanto i *competitors* sono molti e le differenze di prezzo sono minime. Ogni inefficienza porta ad un effetto negativo che si manifesta velocemente e, se non eliminata con altrettanta prontezza, può comportare una fuoriuscita dal mercato e quindi una crisi aziendale.

Altre inefficienze possono essere individuate nella produzione, qualora ad esempio i macchinari o le procedure utilizzate siano obsolete, nel commerciale, qualora le campagne di pubblicitarie siano poco focalizzate, nella gestione interna a causa delle procedure burocratiche, nell'area finanziaria dove un'errata gestione dei debiti comporta oneri finanziari più elevati del necessario.

La crisi da rigidità è legata invece alla mancanza di flessibilità delle funzioni aziendali. Questa tipologia di crisi può essere interpretata riguardo alla presenza di elevati costi fissi e ad esempio macchinari troppo specializzati e difficilmente utilizzabili in ambiti anche leggermente differenti. Essa si manifesta solitamente come conseguenza di ulteriori fenomeni negativi. Nel nostro studio empirico si è visto ad esempio come la crisi a livello globale abbia portato a scorte di magazzino troppo elevate e quindi costi di gestione eccessivi rispetto ad ordinativi ridotti. Questo problema si evidenzia particolarmente nel tessuto imprenditoriale medio/piccolo, caratterizzato da un basso livello di *managerialità* dove generalmente si tende a considerare il proprio *business* estremamente stazionario e quindi replicabile in modo simile nel tempo. La gestione dei costi fissi dovrebbe essere invece attentamente ponderata, riuscendo ad individuare costi che in futuro potrebbero risultare un peso troppo elevato per l'azienda. In questo caso si rientra nella fattispecie di crisi da inefficienza e di conflitto di interessi nel *management*. Nelle aziende soprattutto medio/piccole è difficile investire in progetti flessibili, magari sopportando costi ulteriori o riduzione nei margini di profitto, quando lo storico dimostra che i cambiamenti sono stati sempre minimi. Qualora la scelta invece fosse obbligata a favore di progetti poco flessibili, sarebbe necessario accantonare parte dei ricavi a fronte di un ipotetico punto di svolta nell'operatività aziendale. Moltissime aziende estremamente statiche come quelle del settore edile, in momenti di bassa redditività, hanno dovuto intraprendere procedure concorsuali susseguenti al dissesto economico.

La crisi da sovracapacità è legata alla precedente tipologia ed è suddivisa in sovracapacità dell'intero settore e sovracapacità della singola impresa.

La prima si manifesta in alcuni casi come ad esempio la ricerca di economie di scala necessarie per suddividere i costi fissi in più prodotti, ma che appesantiscono rilevantemente l'azienda qualora sia necessaria una svolta nel proprio *business*, calo della domanda globale e incapacità dell'intero settore di adeguarsi a tale cambiamento, nuovi e rilevanti fenomeni di importazioni che si collegano ad un cambio della domanda aziendale e ad una ridotta marginalità, infine errori di previsione della domanda che determinano uno sforzo nella produzione, non ripagato nei risultati seguenti. Le aziende subiscono questi effetti diversamente in base alla loro grandezza. Un'azienda di grandi dimensioni cerca di compensare la diminuzione della domanda con una grande fetta di quote di mercato, mentre un'azienda più piccola subisce il danno di una minor domanda globale e di una ridotta quota di mercato.

La crisi da sovracapacità riguardo la singola azienda è data invece da inefficienze che subentrano successivamente ad una domanda inferiore alle aspettative. L'intero apparato aziendale risulta quindi più appesantito e sono necessarie rapide misure di riduzione dei costi, in particolare quelli fissi, per non gravare sugli indici di bilancio e sulle performance.

Infine, una forma di crisi da sovracapacità si manifesta anche in caso di previsioni errate riguardo un aumento delle quote di mercato o la mancanza di proporzionalità tra gli investimenti effettuati e i ricavi. In questo caso è fondamentale individuare prontamente l'errore di stima e correggerlo nel più breve tempo possibile per non influenzare le aspettative sui ricavi futuri.

In questi casi l'azienda deve sperare in un rapido innalzamento della domanda globale in modo tale da sopperire agli errori di stima commessi, oppure cercare in qualche modo di ampliare la propria quota di mercato per riequilibrarla alle aspettative.

La crisi da decadimento dei prodotti deriva sempre da un differenziale tra ricavi e costi. In questo caso si misura tramite la differenza tra prezzi dei prodotti e costi fissi o oneri finanziari. Questo indicatore viene chiamato margine lordo e margine lordo di contribuzione. Il margine lordo viene calcolato tenendo conto del prezzo medio dei prodotti forniti, confrontato con i costi medi esclusi quelli comuni come i costi commerciali. Il margine lordo di contribuzione esclude dal calcolo anche i costi fissi. Si può in questo modo valutare il rendimento di un prodotto sulla base della sua capacità di coprire i costi fissi e di struttura. È veloce intuire quindi che la crisi da decadimento dei prodotti vada ad erodere principalmente ed in via primaria questi indicatori. Questa tipologia di crisi si può manifestare a causa dell'ingresso nel mercato, ad esempio, di concorrenti agguerriti che adottano strategie di prezzo. Nel campione analizzato successivamente, molte aziende hanno avuto problemi con imprese a basso costo di manodopera proveniente dai paesi in via di sviluppo. Una efficace strategia potrebbe essere, come spesso accade in ambito economico, la diversificazione del prodotto. Questo teoricamente può essere ineccepibile, ma se si parla di un territorio storicamente caratterizzato da piccole e medie imprese risulta quantomeno di difficile attuazione, le imprese più grandi avranno maggiori possibilità di differenziare la propria offerta, evitando più facilmente questo genere di crisi.

La crisi da carenza di programmazione/innovazione è dovuta principalmente alla mancanza di una focalizzazione sulle strategie di lungo periodo. Questo comporta una dispersione degli obiettivi e può vanificare anche l'efficienza nel medio-breve periodo. Questo genere di crisi sfocia facilmente in una crisi da inefficienza o di sovracapacità dato che senza un'adeguata analisi, le prospettive future non riescono ad essere necessariamente sostenute da un'adeguata pianificazione aziendale. Si identificano in questa tipologia di crisi anche quelle strategie dettate da interessi non ben ponderati come ad esempio l'entrata in un settore non molto conosciuto tramite partecipazioni oppure lo sviluppo di strategie non adeguatamente supportate a livello patrimoniale. In questi casi è necessario un buon livello del *management* e quindi vengono favorite sempre le imprese di medio-grande dimensione. Dai dati empirici successivi si è notato

infatti come molte imprese medio-piccole abbiamo scontato gli effetti negativi di un *management* non adeguato, mentre per le imprese più grandi vi sono meno problematiche legate all'ambito strategico.

La funzione di ricerca e sviluppo è estremamente importante nel breve periodo, un suo andamento negativo porterebbe a dei risultati economici peggiorati da oneri non giustificabili rispetto ai risultati ottenuti, ma anche nel lungo periodo, declino che apre ad una successiva fase di crisi dovuta all'obsolescenza dei prodotti e dei processi.

La crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale si manifesta quando l'impresa non riesce a procurarsi le risorse finanziarie e patrimoniali necessarie per una gestione equilibrata (Capaldo P., 1977).

Vi sono molteplici fattori che ne influenzano gli effetti.

Nel caso di carenze di mezzi propri l'azienda è estremamente legata ai finanziamenti esterni e quindi si trova in un equilibrio precario, può essere facilmente influenzata da eventi sfavorevoli non controllabili e le scelte strategiche non completamente indipendenti da relazioni esterne.

La preponderanza di debito a breve termine comporta una sfiducia nell'azienda stessa nella possibilità di essere competitiva in futuro ed inoltre la penalizza riguardo ai tassi di interesse applicati.

Squilibri tra investimenti a lungo termine e finanziamenti a breve possono creare un errato *matching* di coperture in grado di peggiorare la crisi fino ad una carenza di liquidità che compromette il funzionamento dell'azienda già nel breve termine.

Si parla di debolezza contrattuale nell'accesso al credito qualora l'azienda non abbia la forza di far valere le proprie condizioni all'apertura di nuove linee di credito a causa del suo elevato indebitamento.

Se nel corso dei cicli favorevoli un'impresa con squilibrio finanziario mantiene un modesto guadagno o chiude in pareggio, in caso di congiuntura economica si riducono i risultati dando luogo a perdite economiche che peggiorano ulteriormente le condizioni finanziarie già gravate dall'alto costo del debito, da difficoltà di indebitamento o da annullate capacità di autofinanziamento (Giacosa E., Mazzoleni A., 2012).

Lo squilibrio finanziario è però spesso un sintomo di crisi più che una causa, infatti in presenza di inefficienze, carenza di programmazione e innovazione si manifestano distruggendo la vitalità dell'impresa e rendendola debole sotto il profilo finanziario (Bastia P., 1996).

A questo si possono sommare difficoltà nel reperire fonti di finanziamento interno, quindi proprio, oltre ad eventuali congiunture economiche sfavorevoli (perdite in conto economico) (Giacosa E., Mazzoleni A., 2012).

Si creano in questo modo dei disequilibri fra attività e passività che potrebbero portare ad uno stato di insolvenza.

1.2.4 Benefici e attori del risanamento

Le situazioni di crisi vedono la presenza di una serie di attori di vario genere, di norma i debitori (ovvero l'azienda in crisi) e i creditori.

In questo rapporto duale vi sono vari interessi in gioco, e le informazioni, le percezioni e gli obiettivi possono essere sovente contrapposti.

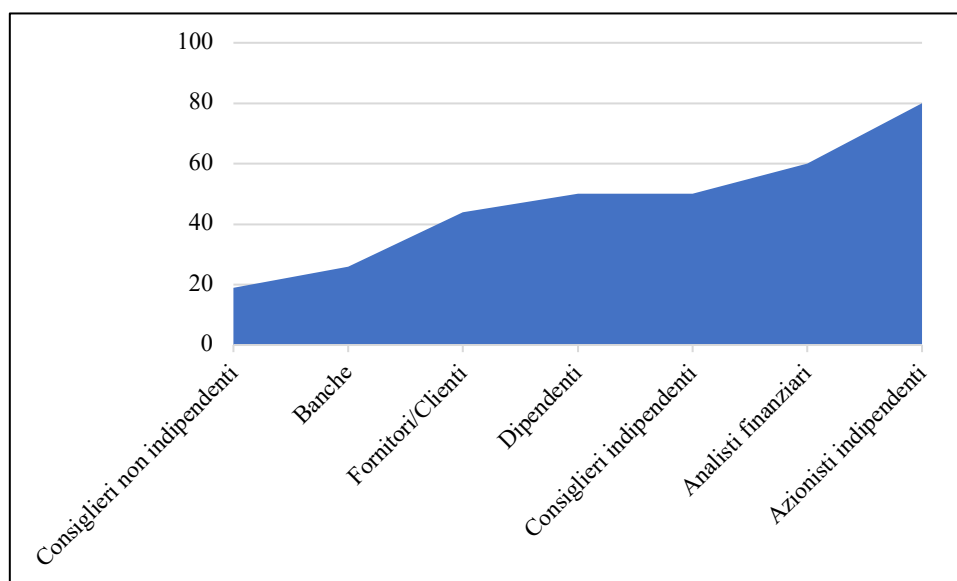
Si individuano principalmente tre tipologie di asimmetrie che coinvolgono le parti.

La prima asimmetria si manifesta nel numero dei soggetti interessati. Mentre l'azienda in crisi è unica, al massimo una società appartenente ad un gruppo, i creditori sono invece una pluralità di soggetti, con diverse funzioni di utilità, capacità e organi decisionali.

Risulta quindi essenziale il coordinamento dei rapporti tra le varie parti per rendere realizzabile un eventuale risanamento.

La seconda asimmetria riguarda il livello delle informazioni. I vari attori non hanno la medesima percezione della situazione aziendale. Alcuni, come per esempio le banche che erogano il credito, possono essere infatti più informati di altri, come gli analisti finanziari che studiano la situazione da un punto di vista marginale. La distorsione delle percezioni è stata rappresentata in un grafico, "*The fog index*":

Grafico 1.6: Livello di distorsione nelle informazioni, espresso in valori percentuali.



Fonte: Adattamento da Danovi A., *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2014.

Diventa necessario quindi mantenere un elevato *standard* di trasparenza non solo durante la naturale vita economica dell'azienda, ma ancor più qualora l'azienda entri in crisi. La necessità di trasparenza diventa variabile fondamentale per la ricostruzione della fiducia dei vari portatori di interesse.

L'ultima asimmetria riguarda la rilevanza degli interessi delle parti.

Nei mercati evoluti, esiste un modello secondo il quale una società in declino si espone a scalate da parte di soggetti interessati al controllo volte a verificare la possibilità di un risanamento. In questo caso il *management* viene a trovarsi in una potenziale situazione di conflitto di interessi, poiché verrebbe sostituito dalla nuova proprietà. I creditori invece assumono parti differenti in base alla loro grandezza, ai loro obiettivi e alle dimensioni del loro credito. Il mancato risanamento può comportare infine per il debitore gravi conseguenze, anche di natura penale. Si delinea una situazione nella quale l'azienda in crisi, una volta manifestata la necessità del risanamento cercherà di individuare la procedura migliore tra quelle disponibili, il *payoff* migliore. Nel caso in cui il *management* non coincida con la proprietà vi può essere inizialmente la negazione della crisi ed il tentativo di rinviare il problema, aumentando la precarietà dell'azienda. Qualora la proprietà invece coincida con il *management* vi è l'interesse a fare in modo che il valore delle azioni non si annulli, per realizzare un guadagno dalla loro vendita. Anche da parte dei creditori vi possono essere comportamenti molto diversi. Il coinvolgimento del creditore è maggiore qualora la sua situazione patrimoniale necessiti particolare attenzione e nel caso in cui egli vanti un credito valutato non irrilevante. Le strategie di un creditore di

fronte ad un intervento di ristrutturazione possono essere di tre tipi: attesa, conflitto o intervento cooperativo. La strategia attendista si basa principalmente sul livello di distorsione percepita e quindi assume una natura emulativa e attendista, nei confronti di creditori più informati. La strategia conflittuale può avere fondamenti non razionali, legati alla perdita di fiducia nel debitore. La strategia cooperativa viene invece attuata per ricercare determinati obiettivi come la possibilità di limitare la perdita, un interesse volto alla sopravvivenza del cliente, preoccupazione riguardo il contagio della situazione di crisi e possibile consolidamento di legami esistenti.

Il ruolo degli istituti di credito nelle situazioni di dissesto aziendale è di fondamentale importanza.

La recente crisi ha evidenziato il livello delle sofferenze in Italia da parte di banche ed altri istituti di credito (oltre 49 miliardi di euro³). Risulta chiaro dunque la necessità di un'attenta valutazione tra la ricerca di un eventuale salvataggio o la richiesta di un fallimento dell'azienda debitrice.

Questa scelta si dovrebbe basare su determinati elementi:

- Probabilità di successo dell'operazione;
- *Payoff* di costi rispetto alle due alternative;
- Presenza di garanzie sul credito, qualora non vi fossero la possibilità di recuperarlo sarebbe indissolubilmente legata all'andamento del piano di risanamento;
- Situazione a livello di bilancio dell'istituto di credito. Questa parte diventa fondamentale soprattutto in ottica di coefficienti di ponderazione. I coefficienti sono molto più elevati nel caso in cui a bilancio venga iscritta una sofferenza rispetto ad un'inadempienza probabile.

Qualora l'istituto di credito percepisca più soddisfacente una strategia cooperativa si possono inquadrare diverse scelte:

- Posticipazione delle scadenze (consolidamento);
- Rinegoziazione del credito con rinuncia agli interessi e a parte del capitale;
- Conversione in capitale.

In certi casi è frequente notare la riduzione o l'azzeramento dei tassi di interesse poiché risulta più semplice negoziare una rinuncia da parte del sistema bancario a redditi non ancora percepiti.

³ Riferito a Maggio 2018, dato fornito da un rapporto mensile ABI di Luglio 2018, valore al netto delle svalutazioni.

Frequente risulta anche la tipologia di piano di ammortamento “*alla tedesca*”, ovvero interessi rimborsati in via prioritaria, per facilitare il rientro in una fase di economicità dell’impresa.

Data la situazione precaria in cui versa l’impresa può essere necessario a volte immettere nuova liquidità, sotto forma di nuovo debito. In questo caso la banca si trova di fronte ad una nuova frontiera di possibilità, rinunciare al nuovo finanziamento e quindi ammettere l’infattibilità del piano di risanamento oppure aderire all’immissione di liquidità e verificarne nel tempo i benefici. La banca sceglierà la ristrutturazione in presenza di aspettative chiaramente superiori alla liquidazione.

La banca verificherà, in particolare, la probabilità di successo del piano di risanamento, la differenza delle aspettative tra liquidazione e ristrutturazione (non solamente in termini di soddisfacimento del credito), la quantità di nuova finanza necessaria alla ristrutturazione. Come osservato da Bertoli e da altri autori, a queste variabili ne vanno sommate altre, prima fra tutte la dimensione dell’impresa. Si può ricadere infatti nel caso di aziende “*too big to fail*”, ovvero troppo grandi da poter esser lasciate fallire, perché innescherebbero situazioni a catena potenzialmente peggiori dell’eventuale salvataggio, ancorché molto dispendioso. La scelta può infatti essere vincolata non tra alternative effettivamente migliori che individuino un’effettiva plusvalenza, ma tra la miglior minusvalenza, o il miglior risultato negativo.

1.3 Procedure di risanamento

1.3.1 Tipologie di procedure perseguibili

Le procedure concorsuali risultano il fondamento della disciplina con la quale si intende regolare tutti gli strumenti legislativi ideati con la finalità di gestione delle crisi. Il nome deriva da una previsione di parità di trattamento di tutti i creditori con il medesimo grado, altresì conosciuta come *par condicio creditorum*.

Precedentemente alla riforma della legge fallimentare del 2005 si era soliti identificare questo *corpus* di procedure non come un effettivo *turnaround*, dato che l’azienda che ne risultava non poteva essere identificata come l’azienda di partenza. Successivamente si è dimostrato come l’ingresso in una procedura concorsuale non portasse alla morte dell’azienda, quanto ad una sua prosecuzione in seno ad alcuni principi fondamentali.

Da un lato Sansone ricorda che la disciplina del 1942 era basata sul principio di soddisfacimento dei creditori attraverso la liquidazione dei beni aziendali, come una diversa allocazione dovuta

all'inefficienza dell'impresa. Dall'altro, la *ratio* del legislatore si è evoluta per evitare un *favor* nei confronti del fallimento, per riequilibrare quindi le possibilità di una continuità aziendale. I principi generali sono stati più volte rivisitati, ed ora non sono più da intendersi come dogmi assoluti. Il nuovo orientamento privatistico e la preferenza per soluzioni negoziate hanno contribuito alle sfumature che ora caratterizzano la *par condicio creditorum* (la quale stabilisce che non vi debbano essere disparità di trattamento tra creditori sullo stesso piano) e l'*absolute priority rule* (ovvero una priorità di soddisfacimento dei creditori più titolati o con un privilegio superiore).

Oltre alla tutela dei creditori si possono delineare altre tematiche fondamentali come l'esigenza di eliminare dal mercato soggetti inefficienti (*darwinismo economico*), la necessità di ripartire i costi dell'insolvenza, salvaguardare l'occupazione, tempi ristretti per il soddisfacimento dei creditori, minimizzazione dei costi delle procedure e dei costi dovuti all'aggravio del dissesto, minimizzazione dei costi di agenzia ed equilibrato trattamento degli *stakeholder*.

Si percepisce immediatamente come tutte queste tematiche non possano essere soddisfatte nella medesima procedura, alcune infatti risultano non percorribili assieme ad altre.

Una procedura è considerata efficiente qualora non danneggi alcuna classe di creditori e ne avvantaggi almeno una. Si possono quindi organizzare le classi di procedure per livello di soddisfacimento dei creditori e per salvaguardia dell'impresa.

Procedure risanatorie si pongono l'obiettivo di mantenere viva l'azienda e quindi gli interessi dei creditori nei confronti della stessa.

Procedure liquidatorie sono invece rivolte all'ultimo soddisfacimento dei creditori nei confronti dell'impresa, dato che poi cesserà di esistere.

In Italia il decreto regio del 16 marzo 1942 ha regolato simultaneamente il fallimento, il concordato preventivo, l'amministrazione controllata e la liquidazione coatta amministrativa. L'interesse del legislatore è prevalentemente la soddisfazione dei creditori a seguito della liquidazione dell'impresa. Successivamente, dal 2005 al 2013 la materia ha subito enormi rivisitazioni, soprattutto per evitare la morte dell'azienda inefficiente come mezzo principale per la sopravvivenza del sistema economico.

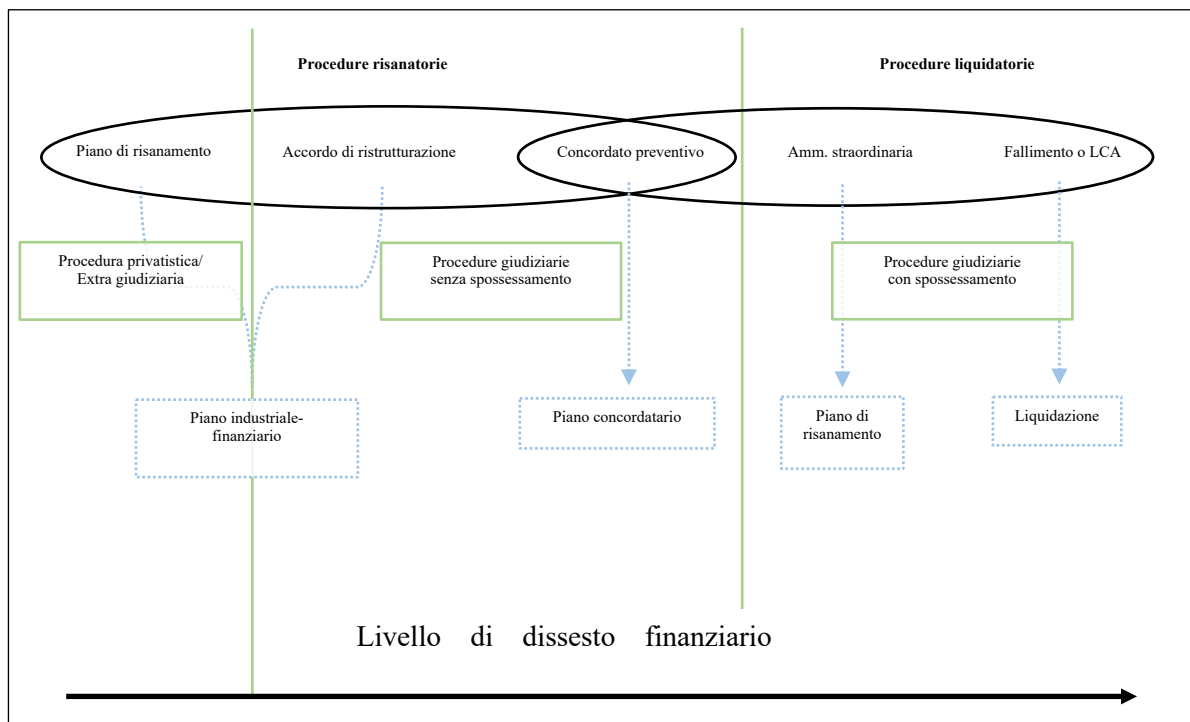
La riforma pare ora improntata su un maggior coinvolgimento dei creditori e quindi una natura più privatistica, è stato rivisitato il concordato preventivo inserendo anche la tipologia di concordato in continuità e di concordato prenotativo, sono stati inseriti i piani attestati *ex art. 67* e gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis*.

In tutte queste procedure è prevista una funzione di controllo da parte di organi giudiziari (tribunale e giudice delegato) o amministrativi (ministero competente per la liquidazione coatta

amministrativa e ministero dello sviluppo economico nell'amministrazione straordinaria), affiancata da un organo tecnico scelto tra gli iscritti agli albi professionali o tra *manager* e professori accademici.

Le procedure sono volte sempre ad un soddisfacimento dei creditori, spesso quindi la sopravvivenza dell'impresa è da considerarsi un mezzo attraverso il quale si riesce a perseguire la finalità primaria. Questo ha molte volte comportato un conflitto con alcune tematiche precedentemente elencate, quindi il legislatore si è orientato verso soluzioni più concilianti come nel fallimento, dove ora il curatore deve verificare la possibilità e l'opportunità di cedere l'azienda o un ramo di essa per mantenere i valori di avviamento, o nel concordato preventivo e fallimentare, dove si ricerca la possibilità di suddividere i creditori per interessi economici omogenei e si è aggiunta la possibilità di richiedere sacrifici agli stessi in termine di parziale soddisfazione del credito.

Grafico 1.7: Tipologie e caratteristiche delle diverse procedure.



Fonte: Adattamento da Danovi A., *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2014.

Un tempo erano chiaramente risanatorie l'amministrazione straordinaria, l'amministrazione controllata e in alcuni casi il concordato preventivo, mentre erano liquidatorie il fallimento, la liquidazione coatta amministrativa e il concordato per cessione dei beni.

Successivamente alla riforma, rimane costante il fine liquidatorio del fallimento e della liquidazione coatta amministrativa, mentre le altre procedure possono collocarsi lungo un asse che attribuisce ad ogni procedura un livello di dissesto finanziario.

L'aggravarsi del livello di dissesto finanziario comporta inoltre un più rigido controllo da parte dell'organo giurisdizionale.

Per il piano di risanamento si prevede un controllo sostanzialmente privatistico o comunque extra giudiziario, mentre con l'accentuarsi della crisi il controllo passa gradualmente in seno ad organismi pubblici.

La scelta dello strumento giuridico necessario ad affrontare la crisi dipende dal livello di dissesto raggiunto, oltre che dalla coesione degli *stakeholders* rispetto ad un piano di risanamento.

Tabella 1.2: Tipologia della procedura basata sulle scelte degli stakeholders e condivisione del piano.

Progetto di risanamento largamente condiviso	Progetto di risanamento volontario	Accordo di ristrutturazione dei debiti (ex art. 182-bis)
Progetto di risanamento poco condiviso	Piano di risanamento (ex art. 67) o accordo di ristrutturazione dei debiti (ex art. 182-bis)	Concordato preventivo (ex art. 160)
	Pochi sacrifici richiesti agli stakeholders	Molti sacrifici richiesti agli stakeholders

Fonte: Adattamento da Giacosa E., Mazzoleni A., Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi, Giappichelli Editore, Torino, 2012.

Il caso di più veloce e facile risoluzione è quello in cui la crisi non sia molto grave, i sacrifici chiesti agli *stakeholders* siano pochi e il progetto di risanamento sia di facile attuazione in quanto largamente condiviso dalle parti. Questo risulta il caso più favorevole poiché non è necessario rivolgersi ad un determinato strumento giuridico, ma può essere redatto un piano su base volontaria, dato appunto l'elevato grado di coesione tra le parti.

Qualora i sacrifici richiesti agli *stakeholders* siano molti, ma vi sia anche un elevato grado di condivisione, le parti *in toto* giudicano conveniente il risanamento dell'impresa come mezzo per tutelare i propri interessi, e sono quindi disposte ad accettare sacrifici, in termini di parziale soddisfazione dei crediti, anche molto alti. In questo caso risulta conveniente stipulare un

accordo di ristrutturazione dei debiti, assistito comunque dall'organo giudiziario, ma senza spossessamento.

Quando il grado di condivisione tra le parti è basso e quindi vi sono idee contrastanti su come risolvere lo stato di crisi iniziale, anche se i sacrifici richiesti sono pochi, grazie al precoce intervento o al basso livello di dissesto, le procedure che possono essere intraprese sono due e non comprendono più il progetto di risanamento su base volontaria, ma richiedono l'ausilio di un garante esterno come può essere il tribunale. L'accordo di ristrutturazione dei debiti o il concordato preventivo possono essere le due procedure scelte dagli *stakeholders* per tutelare i propri interessi.

Il caso peggiore che si può verificare in queste situazioni è quello in cui l'azienda versi in una situazione critica, dove i sacrifici richiesti siano molto elevati. In questo scenario è facile che, qualora gli interessi siano confliggenti e i creditori dell'azienda siano molto diversi tra loro, vi sia un basso livello di *commitment* e quindi sia necessario un intervento esterno. In queste situazioni la scelta migliore ricade nella procedura di concordato preventivo.

La Legge Fallimentare del 1942 (R.D., 16 Marzo 1942, n. 267), come scritto precedentemente, era rivolta maggiormente alla soddisfazione dei creditori tramite liquidazione dell'impresa inefficiente. Questo da un lato poteva essere considerato il metodo più veloce ed efficiente, dall'altro poteva avere ricadute sociali ed economiche, le quali potevano innescare situazioni congiunturali negative.

Con la riforma del 2005 (D.L. 14 Marzo 2005, n. 35), con la quale viene modificato il concordato preventivo (art. 160 e segg. L.F.), viene introdotto l'accordo di ristrutturazione dei debiti (art. 182-bis L.F.) e il piano attestato di risanamento (art. 67 L.F.), il focus del legislatore si sposta sulla continuità aziendale (*going concern*) come mezzo (principalmente) e come fine di soddisfacimento dei creditori e di soluzione, onde evitare situazioni negative in tutto il tessuto economico che con l'impresa in crisi potesse avere delle relazioni.

Si ricerca quindi un maggior coinvolgimento dei creditori nel processo di risanamento dell'impresa, certamente più difficoltoso, ma che possa risultare più flessibile rispetto alle diverse esigenze delle imprese.

1.3.2 Piano attestato di risanamento

L'articolo 67 della Legge Fallimentare inserisce tra le categorie non soggette ad azione revocatoria "[...] gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti

in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; il professionista è indipendente quando non è legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio; in ogni caso, il professionista deve essere in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 2399 del codice civile e non deve, neanche per il tramite di soggetti con i quali è unito in associazione professionale, avere prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo; il piano può essere pubblicato nel registro delle imprese su richiesta del debitore [...]”.

Nel comma 3 lettera d) si articola il piano attestato di risanamento. Dal testo si capisce come esso sia finalizzato a risanare l'esposizione debitoria e a riequilibrare la sua situazione finanziaria. Solitamente questi obiettivi si raggiungono tramite il consolidamento dei debiti o con la conversione degli stessi in azioni, in modo tale da far subentrare i creditori nella proprietà dell'azienda.

La procedura risulta completamente stragiudiziale, un mero accordo tra le parti.

L'azienda debitrice individua un *advisor*, un professionista, iscritto nel registro dei revisori legali e qualificato come avvocato, dottore commercialista, ragioniere, ragioniere commercialista oppure studi professionali associati e società tra professionisti, sempre che i soci rientrino nelle categorie prima indicate.

Il professionista deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano, inoltre egli deve essere indipendente da qualsivoglia rapporto precedente, personale e non, con l'azienda debitrice. Questo per impedire qualsiasi possibilità di favoritismo nelle trattative.

Il piano, infine, può, a discrezione del debitore, essere pubblicato nel registro delle imprese.

La prassi comunque prevede che il piano di risanamento e la relazione di attestazione, con firme autenticate da un notaio, venga sempre depositato presso la Camera di Commercio. Questo per beneficiare dei vantaggi fiscali previsti dall'articolo 88 comma 4 del T.U.I.R. secondo il quale *“[...] la riduzione dei debiti dell'impresa non costituisce sopravvenienza attiva per la parte che eccede le perdite, pregresse e di periodo, di cui all'articolo 84.”*

Il piano di risanamento dovrebbe essere compilato seguendo questo schema:

- Sviluppi storici rilevanti dell'impresa
- Analisi del quadro esterno
 - Influenze rilevanti dell'ambiente esterno

- Prospettive generali del settore (o dei settori) di appartenenza
- Segmentazione strategica e fattori critici di successo
- Analisi della concorrenza
- Analisi del quadro interno
 - Analisi delle cause della crisi
 - Punti di forza e fattori di debolezza dell'impresa
 - Condizioni di successo del programma di risanamento
- Strategie di *turnaround*
 - Obiettivi di stabilizzazione immediata
 - Scelte di riposizionamento strategico
 - Obiettivi di adeguamento dei processi aziendali
 - Cambiamento organizzativo
 - Investimenti e disinvestimenti
 - Interventi nell'area finanziaria
- Assetto finale da realizzare
 - Aree di *business* coltivate
 - Posizionamento in termini di segmenti prodotti/mercati
 - Posizionamento di fronte alla catena del valore
 - Competenze e punti di forza da sviluppare
 - Risorse tecnologiche e commerciali
 - *Management*, organizzazione e risorse umane
 - Obiettivi reddituali, patrimoniali e finanziari
- Interventi da effettuare nelle diverse aree operative
 - Natura ed obiettivi specifici
 - Azioni da intraprendere
 - Misura critiche di performance
 - Attribuzioni di responsabilità
 - Definizione della scala dei tempi
 - Risultati economici e finanziari specifici
- Interventi da effettuare nella sfera patrimoniale e finanziaria
 - Accordi con i creditori e conseguenti piani di rientro
 - Realizzi patrimoniali ed altre operazioni finanziarie attive
 - Dinamica temporale prevista
- Proiezioni reddituali, patrimoniali e finanziarie
 - Scenario inerziale

- Scenario di ragionevole sicurezza
- Scenario corrispondente agli obiettivi
- Valutazione dei rischi
 - Fattori di rischio preminenti
 - Possibili effetti (simulazioni)
- Strumenti di controllo
 - Organi preposti e procedure
 - Variabili critiche
 - Meccanismi di revisione del piano

Fonte: Adattamento da Danovi A., Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa, Giuffrè, Milano, 2014.

Il piano deve quindi essere esaustivo rispetto all'analisi interna, esterna ed ai fattori critici che hanno portato l'azienda alla situazione attuale, inoltre deve elencare le strategie di *turnaround* da porre in essere nel breve e nel lungo termine. Deve essere svolta una esauriente analisi dei rischi e dei costi-benefici del piano affinché gli attori possano scientemente decidere se approvarlo o meno.

Il piano deve preparare anche una “*scenario analysis*”, ovvero preparare i creditori alle diverse possibilità rispetto a possibili variazioni nel programma di risanamento.

1.3.3 Accordo di ristrutturazione dei debiti

L'accordo di ristrutturazione dei debiti è uno strumento intermedio tra il concordato preventivo e il piano attestato di risanamento.

L'accordo è per certi versi assimilabile ad una transazione, sottoposta al controllo del tribunale, il quale può solamente omologare o rigettare l'accordo raggiunto.

In principio è necessario stipulare gli accordi, anche in via individuale con ogni creditore interessato, a patto che la somma dei crediti sia almeno il 60% del totale.

Successivamente, si debbono depositare gli accordi con l'attestazione di un professionista, il quale deve possedere requisiti uguali al piano di risanamento, che ne verificherà l'attuabilità e la capacità di soddisfare anche i creditori che non ne fanno parte.

Questi accordi devono essere pubblicati presso il registro delle imprese e successivamente omologati o meno dal tribunale.

Un punto fondamentale risulta la composizione di quel 60% dei crediti totali e se i creditori privilegiati debbano essere soddisfatti integralmente. Dottrina e giurisprudenza hanno chiarito come quel 60% debba essere formato dai crediti a prescindere dal loro grado di *seniority*.

L'accordo risulta vincolante solamente per i sottoscrittori, garantendo il completo soddisfacimento dei creditori che non hanno aderito all'accordo (entro 120 giorni dall'omologazione, se si tratta di crediti già scaduti, entro 120 giorni dalla scadenza, se ci si riferisce a crediti non ancora scaduti).

Per aderire all'accordo l'azienda deve essere nelle condizioni stabilite dall'articolo 1 della Legge Fallimentare ovvero deve possedere in ognuno dei tre anni precedenti alla richiesta un attivo patrimoniale oltre a trecentomila euro, ricavi lordi superiori a duecentomila euro e l'ammontare di debiti anche non scaduti superiore a cinquecentomila euro, questo per ciò che riguarda i requisiti soggettivi dell'azienda stessa. L'azienda deve trovarsi in uno stato di crisi oggettiva ovvero uno stato di insolvenza non momentaneo ma anche in un dissesto reversibile, altrimenti un accordo sarebbe inutile e si dovrebbe passare ad altre procedure liquidatorie.

L'accordo di ristrutturazione ha ad oggetto appunto la "ristrutturazione dei debiti", con ciò non si intende necessariamente l'estinzione dell'obbligazione, ma anche una modifica nei suoi elementi fondanti, come scadenza, interessi e ammontare di debito e garanzie.

Ci si è interrogati se l'accordo di ristrutturazione dei debiti fosse un *genus* del concordato preventivo o un istituto autonomo. La differenza principale consiste nel fatto che in questo accordo governa il principio di maggioranza, gli accordi di ristrutturazione si fondano sul consenso delle parti, connotandosi per natura giuridica come un contratto (Danovi A., 2014).

La proposta di accordo va presentata nel Tribunale corrispondente alla sede principale dell'Azienda e deve indicare aggiornate relazioni patrimoniali, economiche e finanziarie dell'impresa, l'elenco dei creditori, dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione, l'elenco dei titolari di diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso dell'azienda, valore dei beni ed eventuali creditori dei soci illimitatamente responsabili.

La presentazione della domanda garantisce la protezione per 60 giorni da eventuali azioni cautelari ed esecutive dai creditori con titolo e causa precedenti alla pubblicazione. Con il Decreto Legislativo 31 maggio 2010 n. 78 si è fornita una tutela anche al periodo precedente, quello delle trattative con i creditori. Risulta necessaria quindi la presentazione di una proposta di accordo, con autocertificazione dell'imprenditore il quale attesta le trattative con creditori che rappresentino almeno il 60% dei crediti detenuti. Il Tribunale entro 30 giorni verifica tale preaccordo e dispone un termine di 60 giorni per il deposito dell'accordo vero e proprio.

Anche in questo caso risultano valide le esenzioni garantite dall'articolo 88 del T.U.I.R.

1.3.4 Concordato preventivo

Una delle principali differenze tra l'accordo di ristrutturazione dei debiti e il concordato preventivo è che, mentre il primo è, appunto, un accordo rivolto ai singoli creditori, il secondo è invece rivolto alla massa dei creditori, organizzati in classi.

Prima della riforma del 2005 l'imprenditore che si trovasse in uno stato di insolvenza non momentaneo, prima della dichiarazione di fallimento, poteva proporre ai suoi creditori un concordato preventivo che soddisfacesse integralmente i debiti privilegiati (e le relative spese di procedura) e in misura almeno pari al 40% i creditori chirografari. Vi erano inoltre dei requisiti soggettivi da dimostrare: l'impresa doveva essere iscritta nel registro delle imprese da almeno due anni o almeno dall'inizio dell'impresa ed ha tenuto una regolare contabilità; nei cinque anni precedenti non avesse dichiarato il fallimento o non fosse stata ammessa ad un'altra procedura di concordato preventivo; non fosse stata condannata per bancarotta o per delitto contro il patrimonio, la fede pubblica, l'economia pubblica, l'industria o il commercio (Art. 160 L.F.).

Il soddisfacimento di queste percentuali poteva essere perpetrato secondo due modalità, con un concordato in garanzia, oppure con la cessione di tutti i beni. Con il concordato in garanzia si prevedeva che “[...] il debitore offra serie garanzie reali o personali di pagare almeno il quaranta per cento dell'ammontare dei crediti chirografari entro sei mesi dalla data di omologazione del concordato; ovvero, se è proposta una dilazione maggiore, che egli offra le stesse garanzie per il pagamento degli interessi legali sulle somme da corrispondere oltre i sei mesi [...]” (Art. 160 L.F. pre-riforma). Doveva esserci quindi un soggetto esterno all'impresa insolvente che si accollasse le somme da corrispondere ai creditori. La seconda modalità invece prevedeva che “[...] il debitore offra ai creditori per il pagamento dei suoi debiti la cessione di tutti i beni esistenti nel suo patrimonio alla data di proposta di concordato, tranne quelli indicati dall'articolo 46 (Beni non compresi nel fallimento, come quelli di natura strettamente personale, assegni di carattere alimentare, etc.), sempre che la valutazione di tali beni faccia fondatamente ritenere che i creditori possano essere soddisfatti almeno nella misura indicata al n.1” (Art. 160 L.F. pre-riforma).

Il primo caso quindi rispondeva ad un'esigenza risanatoria dell'impresa. L'impresa quindi veniva rilevata da un nuovo imprenditore. Questa fattispecie era scarsamente presa in considerazione data la difficoltà di stabilire *a priori* la dimensione del passivo e quindi gli importi necessari che il subentrante imprenditore dovesse prendersi in carico.

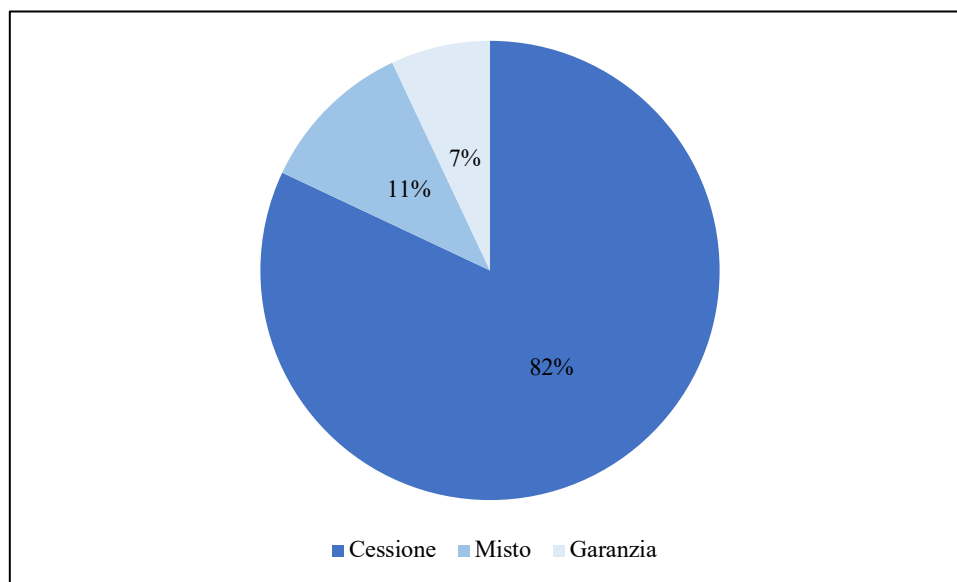
Nel secondo caso invece è importante la locuzione finale dell'articolo: *“sempre che la valutazione di tali beni faccia fondatamente ritenere che i creditori possano essere soddisfatti almeno nella misura indicata al n.1”*. Era necessario quindi che al momento dell'omologa la valutazione facesse fondatamente pensare che i creditori venissero soddisfatti nella misura legale. Dottrina e giurisprudenza avevano concluso che anche nel caso in cui i creditori, conclusasi la procedura, avessero ottenuto una percentuale inferiore (anche di molto), il concordato avrebbe mantenuto la validità dei suoi effetti, liberando il debitore. Da ciò la naturale avversione dei tribunali ad omologare questa tipologia di concordato.

Da un lato abbiamo quindi una procedura difficilmente scelta dall'imprenditore, soprattutto perché nessun subentrante si impegnava, data la difficoltà di stima del passivo, dall'altro i tribunali erano avversi ad omologare una procedura che non soddisfacesse in percentuali legali i creditori.

La soluzione veniva individuata nella forma mista, ovvero la contemporanea cessione di beni e forme atipiche di garanzia.

Alcuni dati empirici dimostrano come tra gli anni 1989 e 2002, 542 concordati suddivisi presso 6 tribunali, avevano questa composizione:

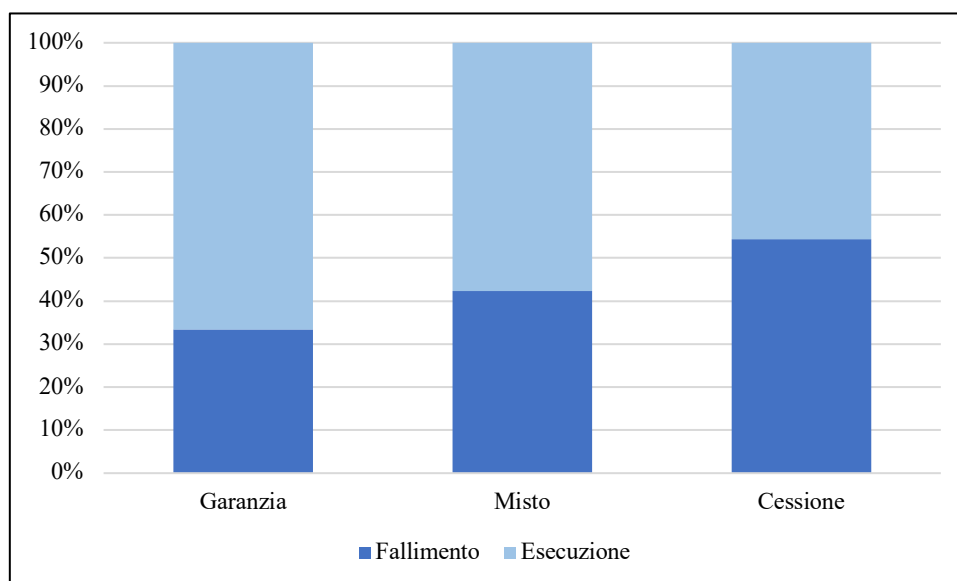
Grafico 1.8: Ripartizione di 542 concordati tra gli anni 1989 e 2002.



Fonte: Adattamento da Danovi A., Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa, Giuffrè, Milano, 2014.

Di queste, si è osservato quale fosse la distribuzione delle procedure che fossero poi sfociate in fallimento:

Grafico 1.9: Percentuale di successivi fallimenti in base alla scelta del concordato.

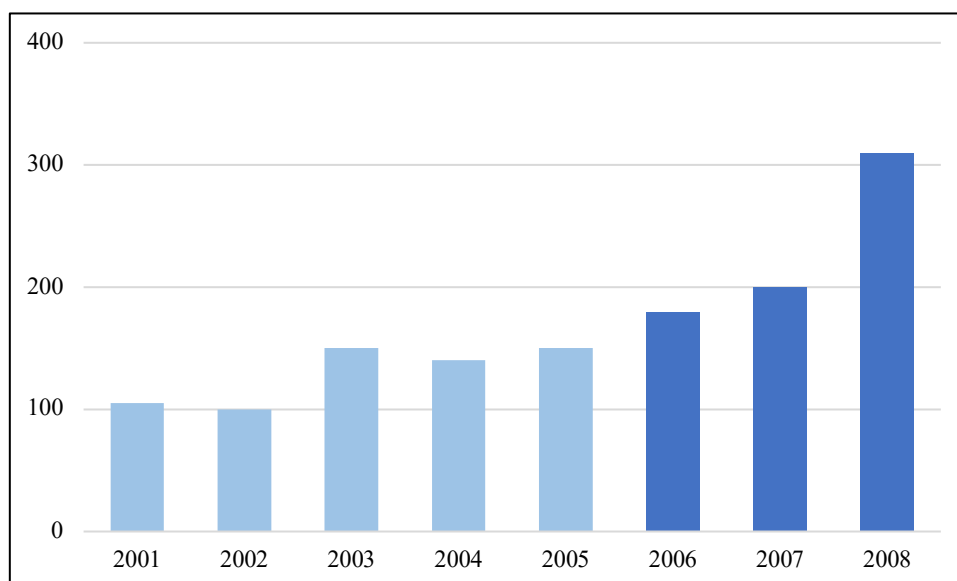


Fonte: Elaborazione da Danovi A., *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2014.

È immediato notare come le procedure più sicure da parte dei creditori fossero quelle del concordato in garanzia, con una percentuale di riuscita pari ai due terzi. Nelle procedure per cessione invece vi era una probabilità di sfociare nel fallimento dell'impresa superiore al 50%. Le procedure di concordato preventivo in forma mista risultavano le più frequenti, poiché più facilmente attuabili, e si inserivano in un piano intermedio tra le due prima citate, con una percentuale di riuscita attorno al 58%.

Dopo la riforma l'utilizzo del concordato come procedura di soluzione della crisi è aumentato esponenzialmente, ed ha assunto nell'ordinamento la veste di principale soluzione, grazie alla incrementata flessibilità dello strumento.

Grafico 1.10: Numero di concordati preventivi in funzione del tempo.



Fonte: Adattamento da Danovi A., Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa, Giuffrè, Milano, 2014.

Secondo l'attuale formulazione l'iniziativa spetta sempre all'imprenditore, il quale può ora prevedere un piano che includa: la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante operazioni straordinarie, attribuzione di azioni o quote e mediante altri strumenti finanziari; l'attribuzione delle attività dell'impresa ad un assuntore, il quale può essere rappresentato anche dai creditori; suddivisione in classi dei creditori secondo la loro posizione giuridica o i loro interessi economico, con relativo trattamento differenziato.

Una volta ricevuta la domanda, il tribunale competente (quello relativo alla sede dell'impresa) apre la procedura e fissa la data per l'adunanza dei creditori.

Da questo momento coloro che vantino crediti anteriori al decreto di ammissione non possono iniziare o proseguire azioni esecutive sul patrimonio del debitore.

In questa procedura sono quindi fondamentali diversi organi, come il tribunale, delegato a controllare l'andamento della procedura, il giudice delegato che si occupa di autorizzare atti di straordinaria amministrazione e presiede alla votazione dei creditori, il commissario giudiziale che vigila concretamente sull'operato dell'imprenditore, ed in caso di concordato per cessione dei beni, il liquidatore.

Una volta aperta la procedura l'imprenditore continua a gestire la propria azienda, ma qualora sorgesse la necessità di svolgere atti di straordinaria amministrazione, questi sarebbero sottoposti all'approvazione del giudice delegato, in mancanza, essi sono da considerare inefficaci nei confronti dei creditori anteriori al concordato.

Il concordato deve essere sottoposto alla votazione dei creditori e deve essere approvato a maggioranza sia dei creditori sia delle classi.

Qualora il concordato venisse votato dalle maggioranze sopra indicate, si aprirebbe la fase di omologa. Un concordato omologato libera il debitore ed è obbligatorio per tutti i creditori, anche coloro che hanno votato negativamente.

Accanto alla tradizionale formulazione del concordato, con la riforma del 2005 è stata introdotta una nuova modalità, il concordato preventivo in continuità.

Questa tipologia risponde alla precedentemente discussa funzione di perseguire non solo l'interesse dei creditori a veder soddisfatti i propri crediti, ma anche ad un interesse sociale, occupazionale e di mantenimento dei valori di avviamento dell'impresa.

Il concordato in continuità raggiunge questi scopi non attraverso la liquidazione dei beni iscritti all'attivo del bilancio, ma con il proseguimento aziendale e casomai all'alienazione dei soli beni non più funzionali.

Il concordato preventivo in continuità si suddivide ulteriormente in diretto, quando è lo stesso imprenditore che prosegue l'attività aziendale, o indiretto, quando subentra un soggetto terzo.

Il debitore, con questa modalità, deve comunque soddisfare i creditori, ma attraverso gli attivi generati dal normale prosieguo dell'azienda.

In questo nuovo quadro, le garanzie dei creditori (intese come possibilità di veder soddisfatto il proprio credito) possono essere meno forti, ed è per questo che il legislatore ha previsto con l'articolo 161 comma 3 L.F. l'obbligo da parte del professionista che attesta la veridicità dei dati sul quale si basa il piano, anche di verificare la necessità di continuazione dell'attività rispetto alla liquidazione dell'impresa.

La valutazione dei creditori in questo caso risulterà più difficoltosa, poiché devono essere in grado di confrontare un evento generalmente statico come la liquidazione, con un evento mutevole nel tempo e soggetto a possibili richieste di nuova liquidità o di economicità non effettivamente raggiunta.

Un'altra tipologia è il concordato preventivo con prenotazione o "*in bianco*".

Con questa modalità si vuole salvaguardare l'impresa da eventuali azioni revocatorie o aggressioni da parte dei creditori.

Dalla data di presentazione del ricorso il tribunale competente può richiedere la presentazione della proposta, del piano e la relativa documentazione con un termine che varia dai sessanta ai centoventi giorni, i quali possono essere ulteriormente prorogati per giustificato motivo per un massimo di altri sessanta giorni.

1.4 Conclusione

In questo capitolo si è introdotto il concetto di crisi nell'ambito economico, utile a contestualizzare lo studio empirico proposto successivamente.

Inizialmente si è approfondito il significato di crisi a livello generale, quale insieme di cause che, successivamente al picco di massima evoluzione dell'azienda, porta ad una graduale perdita nel valore della stessa. Si è illustrato come l'ambiente circostante influenzi la portata della crisi e come questa possa contagiare altri attori, apparentemente estranei al processo di decadimento.

Successivamente si è scesi nel particolare, individuando le possibili cause del dissesto, il quale può iniziare direttamente all'interno dell'impresa, oppure provenire dall'esterno, ma continuare internamente.

Sono state individuate cinque principali modalità di decadimento dei processi aziendali, come le crisi da inefficienza (generate dalla mancanza di ottimizzazione delle funzioni), crisi da sovracapacità/rigidità (risultanti da una struttura poco flessibile e dalla necessità di sviluppare economie di scala), crisi da decadimento dei prodotti (causate dal cambio di percezione o dall'obsolescenza del prodotto principale), crisi da carenza di programmazione/innovazione (a causa di un *management* poco lungimirante e di un mancato rinnovamento costante) ed infine la crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale (causato da errori nella selezione della composizione patrimoniale e quindi da una sproporzione tra debito e patrimonio proprio).

Come ribadito precedentemente queste situazioni possono essere frutto di errori di gestione interna o possono essere indotte da un settore non più redditizio dal quale è difficile uscire. Generalmente le imprese più strutturate sono maggiormente in grado di far fronte a queste problematiche grazie alla possibilità di diversificazione o di controlli interni. D'altro canto, queste sono maggiormente esposte a problemi strutturali e legati ai costi fissi, e subiscono la mancanza di flessibilità (o comunque flessibilità ridotta) di tutti i propri organi.

Sulla base di questo, il legislatore ha proposto delle soluzioni, che inizialmente erano parziali e incentrate principalmente sul principio di esclusione delle imprese non più produttive, ma che poi si sono evolute, secondo un'ottica più coinvolgente, che non si preoccupasse più solamente degli interessi dei creditori, ma anche rispetto ad una ragione sociale ed occupazionale.

Si sono sviluppate quindi una serie di procedure che permettessero all'azienda in crisi di scendere a compromessi sia con il proprio ceto creditorio, sia con tutti gli *stakeholders*.

Si è analizzato come il piano attestato di risanamento sia la forma privatistica più efficace per risolvere situazioni in cui risulta abbastanza facile arrivare ad un punto di incontro, senza invece appesantire l'azienda con inutili costi legati all'intervento di controlli esterni.

Qualora la crisi sia più radicata, si è visto come l'accordo di ristrutturazione dei debiti possa essere funzionale allo scopo affidando solamente il controllo sulla veridicità dei dati al tribunale e permettendo all'azienda debitrice di stipulare accordi con i singoli creditori.

Nei casi più gravi lo strumento più adatto sembra essere il concordato preventivo, che, successivamente alla riforma del 2005, ha acquistato valenza anche secondo un principio di *going concern* e quindi rivolto alla continuità aziendale. Ovviamente la differenza di attenzione dell'organo pubblico rispetto alle procedure precedenti risulta evidente, ma questo a causa della gravità della crisi manifestata.

2 Analisi empirica di alcune aziende venete sottoposte a concordato preventivo o accordo di ristrutturazione dei debiti

2.1 Metodologia di costruzione del *database*

2.1.1 *Individuazione del campione di aziende*

Il secondo capitolo è dedicato esclusivamente alle analisi empiriche dei temi trattati precedentemente.

Il fine è stato quello individuare una relazione tra le cause che abbiano portato l'azienda a richiedere una procedura concorsuale come il concordato preventivo, nelle sue varie forme, o un accordo di ristrutturazione dei debiti.

Per effettuare questa analisi ci si è concentrati in un campione di aziende venete, poi successivamente rielaborato, che avessero richiesto un concordato preventivo e, in alternativa o in modo complementare, un accordo di ristrutturazione dei debiti. Le osservazioni prese in considerazione per questa analisi sono comprese tra il dicembre 2011 e il giugno 2016.

Al fine di raggiungere un database affidabile che ci permettesse di poter indagare i dati in modo ragionevole, le procedure adottate sono state rigorose. Si possono individuare dei passaggi preliminari volti al consolidamento del *database*:

1. ricerca dei dati;
2. catalogazione dei dati;
3. creazione di un *database* iniziale;
4. scelta dei dati rilevanti per arrivare al *database* finale.

2.1.2 Ricerca dei dati

La ricerca dei dati utili al nostro fine è avvenuta principalmente nella sede della Camera di Commercio Venezia Rovigo Delta Lagunare situata a Mestre, dal mese di febbraio al mese di maggio 2018. Tramite il relativo supporto informatico sono stati raccolti 4.965 documenti inerenti alle procedure concorsuali e agli accordi di ristrutturazione dei debiti di 689 aziende venete. I documenti raccolti includevano ogni genere di informazione riguardo le procedure concorsuali. Al fine di evitare eventuali valori anomali sono state controllate tutte le aziende a partire dalla loro nascita o quantomeno dalla presenza di un primo documento depositato relativo alle procedure interessate, non solamente nel *range* di date indicato precedentemente. Contemporaneamente si sono ricercati anche i dati di bilancio relativi a tutte le imprese precedenti nel database informatico AIDA, tramite collegamento VPN fornito dall'università Ca'Foscari.

Tutti i documenti scaricati sono stati salvati con delle sigle distintive per permetterne successivamente una rapida consultazione. La denominazione è stata articolata in questo modo: provincia dell'azienda, codice R.E.A., numero della pratica, data della pratica e categoria del documento (es. VE 99999 - Pratica 99999 del 01-01-2011_A15).

2.1.3 Catalogazione dei dati

I dati così ottenuti sono stati suddivisi per tipologia, per aiutarci nella comprensione degli stessi e per velocizzare le tempistiche di analisi ed inserimento nel *database*.

Si è deciso di lavorare in parallelo nella creazione di due categorie dei file scaricati, per tipologia e per leggibilità. I file infatti erano meri documenti cartacei, scannerizzati e inseriti in archivio digitale quindi alcuni di loro risultavano poco o per nulla leggibili, per cause varie. Il fine di questa suddivisione è stato quello di individuare i file per nulla leggibili e quindi evitare una loro inclusione nel *database* finale, a meno che non si trattasse di documenti standardizzati e quindi di facile interpretazione. Per ciò che riguarda la prima catalogazione, invece, appare ovvio il motivo: permettere a chiunque leggesse il database finale una rapida ricerca nei documenti fonte dei relativi dati.

I documenti sono stati così classificati:

- Richiesta di ammissione alla procedura: documento essenziale per lo svolgimento della domanda di ricerca. I documenti contenevano una breve descrizione dell'attività svolta dall'azienda, una sintetica spiegazione dell'attività concorsuale che si intendeva

intraprendere e, di essenziale importanza, le cause che avevano condotto l'impresa alla richiesta dello stesso. Queste infatti rappresentano il *core* della ricerca effettuata, andando ad identificare le variabili supposte esogene (o comunque elementari per la nostra analisi);

- Decreto di apertura della procedura: questo documento indica la dichiarazione di apertura della procedura, gli estremi dell'adunanza dei creditori e l'importo fissato come anticipo sulla somma totale prevista per la procedura;
- Decreto di inammissibilità alla procedura: eventi che hanno impedito l'inammissibilità alla procedura concorsuale;
- Decreto di concessione dei termini per la presentazione della proposta: qualora la procedura fosse orientata ad un concordato preventivo in via prenotativa questo documento indica la forbice temporale (dai 60 ai 120 giorni) entro la quale si deve predisporre e presentare una proposta ai creditori;
- Decreto di concessione di proroga dei termini per la presentazione della proposta: qualora non fosse stata presentata la proposta di concordato per validi motivi in questo documento vengono stabiliti ulteriori 60 giorni, non aumentabili, per la consegna della stessa;
- Piano della procedura: questo documento presenta il piano dettagliato della proposta, la divisione tra i creditori dell'attivo e le tempistiche di realizzo, si individuano anche le finalità del relativo concordato preventivo o accordi di ristrutturazione dei debiti;
- Adunanza dei creditori: sono presenti le classi dei votanti, è espresso inoltre la percentuale di favorevoli, contrari e assenti;
- Decreto di omologa: qui è presente la decisione del giudice riguardo la procedura, una cronologia completa della stessa, con le percentuali e i tempi di realizzo dei creditori;
- Rigetto della domanda di omologa: vengono elencate le cause che hanno condotto il giudice a decidere per un rigetto della domanda.

2.1.4 Creazione di un database iniziale

In questa prima parte della creazione del *database* il principio utilizzato è stato quello di trasformare dati essenzialmente qualitativi in una matrice di valori e informazioni che potesse essere analizzata in modo quantitativo.

Questa trasformazione è stata effettuata tramite l'utilizzo di una procedura rigorosa che ha un fondamento scientifico, il *Gioia's method*.⁴ Il metodo si compone di diversi passaggi tra cui l'individuazione di una domanda di ricerca con l'interesse perseguito e la consultazione della letteratura esistente. Nella fase di raccolta dei dati si deve rivolgere attenzione alla catalogazione fornita da chi è in possesso delle informazioni, catalogare queste informazioni in base alla codifica fornita dal soggetto precedente e spiegarne il significato. Infine, basarsi sulla teoria per organizzare la catalogazione precedente in termini propri e assemblare i risultati raggiunti in una struttura dati.

Per seguire questa impostazione e raggiungere un risultato accettato scientificamente su di un foglio *Excel* è stata creata una matrice che individuasse per ognuna delle 689 aziende iniziali le cause della crisi, grazie sostanzialmente ai documenti catalogati come "Richiesta di ammissione alla procedura". Qualora il documento fosse stato mancante o vi fossero state incongruenze nel testo, sono stati vagliati anche i restanti documenti di quella specifica azienda, al fine di evitare l'errore di non inserire dati invece presenti altrove.

Inizialmente le cause sono state inserite seguendo uno schema binario: "1" a rappresentare la presenza di una determinata causa, una casella vuota invece per l'assenza di quella causa all'interno dell'azienda. Questo lavoro è stato svolto in modo totalmente separato all'interno del gruppo e solamente per le prime 128 aziende.

Si è deciso di applicare questa metodologia per capire come venivano classificate le varie cause a seconda del membro del gruppo che le leggesse e si è utilizzato un campione abbastanza rappresentativo del totale per raccogliere un numero considerevole (nel nostro caso esaustivo) di tipologie di cause.

Una volta terminato il primo *step* vi è stato un confronto generale sulla scelta di determinate etichette per le varie cause e si è giunti ad un modello generale di rappresentazione delle variabili trovate.

Questo modello, frutto di un confronto interno nel gruppo e supportato da un *paper* esterno,⁵ si articolava in macro categorie e micro categorie di cause.

Nonostante il sospetto che per le successive aziende venissero trovate ulteriori cause non classificabili nelle categorie individuate e bisognasse revisionarle tutte dall'inizio (cosa non avvenuta nel nostro caso), il modello è stato inserito come riferimento nel database.

⁴ Gioia, D., Chittipeddi K., *Sensemaking and sensegiving in strategic change initiation*, Strategic Management Journal, vol. 12, n. 6, pp. 433-448, 1991; Gioia D., Corley K., Hamilton A., *Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research: Notes on the Gioia Methodology*, Organizational Research Methods, 2013.

⁵ Blazy R., Chopard B., Fimayer A., Guigou J., *Employment preservation vs. creditors' repayment under bankruptcy law: The French dilemma?*, International review of Law and Economics, n. 31, 2011.

Tabella 2.1: Suddivisione di micro e macro cause nel campione.

Global environment	Global environment
	Sectorial crisis
	Climate issues
	Global economic crisis
	Change public policies
Production	Currency rates
	Production
	High fixed costs
	High personnel costs
	Increasing costs of raw materials
	High taxes
Third parts	Unavailability of relevant material/assets
	Third parts
	Devaluation of customer's credits
	Longer period for credits collection
	Crisis of a relevant client/client portfolio
	Shorter period for paying suppliers
Outputs	Missed/high delayed payment by public administration
	Outputs
	Non competitive prices
	Disappearance of customers
	Competition from international brands
	Decreasing sales to a large client
	Competition from low labour costs countries
Major change in customer's tastes	
Strategy	Strategy
	Failure of a relevant project/bad investments
	Failure of a member of the group
	Price reduction
	Exit of a relevant shareholder

Finance	Finance
	Decreased value of financial assets
	Difficulties in obtaining bank credit
	High indebtment
	Missing of non strategic assets to be sold for cash
	Request by the bank of paying the debt
	Increasing financing costs
Accident	Accident
	Health problems of key personnel
	Disaster
Operational management	Dispute with public authorities/fiscal inquiry
	Operational management
	Change of a key figure
	Weak internal informational system
	Disagreements among directors/managers
Operational management	Excessive inventories
	Increasing management costs

Fonte: Elaborazione propria.

Questa struttura è la risultante di un confronto interno e di uno esterno. Inizialmente si era deciso per una classificazione ancora più articolata, che divideva le otto macro categorie in cause esterne o interne, tuttavia questo approccio è stato abbandonato a causa di una possibile commistione tra alcune categorie. In alcuni casi, infatti, è difficile identificare se una macro causa abbia una derivazione esterna o interna. Nei casi, ad esempio, in cui vi siano problemi con dei clienti per la mancata riscossione di crediti, si poteva ricondurre questa problematica ad una causa di natura esterna, non dipendente dall'azienda. Nel dettaglio, però, si colgono alcune sfumature che sono presenti in quasi tutte le cause sopra elencate. Problemi con la clientela possono essere ricondotti anche a delle errate indagini di mercato, a degli errori nell'individuazione della clientela *target*, prezzi del prodotto/servizio troppo elevati, etc. Il problema era scegliere e decidere a priori che indirizzo dare ad ogni macro causa, ma ciò avrebbe creato problemi con l'apparato scientifico adottato precedentemente.

Si è deciso, congiuntamente con il gruppo, di integrare alcune nostre formulazioni con il *paper* sopra citato.

Le categorie sono state formulate per racchiudere ogni possibile casistica:

- *Global environment*: in questa categoria sono state inserite tutte quelle cause che risultavano indipendenti da fattori aziendali e derivanti invece da circostanze negative

nell'ambiente economico esterno. *Sectorial crisis* rappresenta la crisi economica, analizzata a livello di settore nel quale operava l'impresa, è stata inserita tutte le volte in cui si specificava un rilevante peso negativo di quel settore in particolare. *Climate issues* riguarda problematiche derivanti dai cambiamenti climatici. *Global economic crisis* riguarda la crisi a livello più generale, assieme a *Sectorial crisis* sono le variabili più persistenti nei documenti analizzati. *Change public policies* riguarda il cambiamento svantaggioso a livello legislativo nel paese di appartenenza oppure nel paese in cui opera principalmente l'azienda. *Currency rates* indica l'andamento sfavorevole dei tassi di cambio, riscontrato ovviamente in aziende che operano anche oltre i confini nazionali.

- *Production*: questa categoria indica la presenza di cause legate alla produzione interna dell'azienda. Si analizzano tutti gli aspetti legati alla produzione, compresa la tassazione e il personale. *High fixed costs* rappresenta i costi fissi che l'azienda è costretta a sopportare, anche in caso di vendite sotto le aspettative, essi ovviamente sono connessi alla grandezza e alla tipologia di impresa. *High personnel costs* riguarda i costi del personale che a volte non sono indicizzati all'andamento effettivo dell'impresa. *Increasing costs of raw materials* appare principalmente nelle imprese che partono da una materia primaria per produrre prodotti finiti o comunque elaborati. *High taxes* rappresenta la tassazione applicata alla produzione aziendale. *Unavailability of relevant material/assets* indica l'impossibilità di reperire un elemento essenziale alla produzione nel mercato.
- *Third parts*: l'azienda non è mai un organismo a sé stante, ma opera in un ambiente formato da *competitors*, fornitori e clienti. Tutte le problematiche legate a questi soggetti esterni sono inserite in questa categoria. *Devaluation of customer's credits* rappresenta la svalutazione di crediti nei confronti dei clienti, una causa molto rilevante in anni di crisi come quelli analizzati. *Longer periods for credits collection* è una causa precedente o quantomeno legata alla svalutazione dei crediti, quando il periodo per la riscossione dei crediti inizia ad aumentare, si moltiplicano le probabilità di una crescita diretta anche della svalutazione di quei crediti. *Crisis of a relevant client/client portfolio* riguarda l'andamento negativo di uno o più clienti dell'azienda, che ovviamente si ripercuote nella stessa. *Shorter periods for paying suppliers* rappresenta invece la richiesta da parte dei fornitori di pagamenti immediati o comunque non più dilatati nel tempo come nei periodi antecedenti. *Missed/high delayed payment by public administrations* si verifica soprattutto nelle aziende che lavorano con la pubblica

amministrazione, questa causa indica una difficoltà ad operare nei casi vi siano tempi molto lunghi o addirittura perdita di crediti verso la pubblica amministrazione.

- *Outputs*: in questa categoria vengono inglobate quelle cause che identificano un problema nel target della clientela oppure legati all'intervento di aziende esterne che rendono più competitivo il settore. *Non competitive prices* indica prezzi non più competitivi, riguardo all'abbassamento delle capacità della clientela di riferimento o all'inserimento di un nuovo *competitor*. *Disappearance of customers* avviene quando l'unico cliente oppure il target di clientela decide di abbandonare l'azienda. *Competition of international brands* quando si inseriscono appunto aziende internazionali. *Decreasing sales to a large client* quando le vendite verso un particolare ed importante cliente diminuiscono. *Competition from low labour costs countries* ossia l'arrivo nel mercato di riferimento di aziende che operano in competizione di prezzo grazie ad un costo della manodopera molto basso. *Major change in customer's tastes* questa causa si verifica quando vi è un cambiamento nei gusti dei clienti, dovuto principalmente a nuove tecnologie oppure legato alla moda in senso lato.
- *Strategy*: questa macro causa esprime le problematiche relative alle errate strategie aziendali. *Failure of a relevant project/bad investments* rappresenta gli errori di *business* e gli investimenti al di sotto delle aspettative. *Failure of a member of the group* indica il fallimento di un'impresa del gruppo che intacca l'andamento economico dell'azienda presa in considerazione, questa causa è stata inserita qui perché si è pensato rappresentasse una tipologia di cattivo investimento da parte dell'azienda. *Price reduction* quando viene attuata una strategia di riduzione del prezzo che non porta ai risultati sperati. *Exit of a relevant shareholder*, uscita dall'azienda di un investitore rilevante.
- *Finance*: rappresenta l'ambito finanziario aziendale e quindi i collegamenti che l'impresa vanta con banche ed altri istituti finanziari. Sono state incluse anche cause legate alla gestione negativa delle politiche finanziarie. *Decreased value of financial assets* indica una svalutazione di attivi finanziari dell'azienda. *Difficulties in obtaining bank credit* ovvero la difficoltà ad ottenere credito bancario, essenziale per la sopravvivenza aziendale. *High indebtedment*, alto indebitamento non funzionale alla mission aziendale. *Missing of non strategic assets to be sold for cash*, questa causa è stata riscontrata qualora non vi siano stati attivi aziendali da poter vendere per aiutare una ripresa economica. *Request by the bank of paying the debt* ovvero la richiesta di rientro bancario. *Increasing financial costs*, causa legata al cambiamento avverso di condizioni contrattuali per alcuni strumenti finanziari.

- *Accident*: questa macro categoria riassume cause di origine accidentale e molte volte peculiari di poche imprese. Questi eventi sono molto sporadici e la caratteristica principale è la loro imprevedibilità. *Health problems of key personnel*, problemi di salute di un soggetto essenziale all'interno dell'azienda. *Disaster* rappresenta criticità derivanti da disastri naturali. *Dispute with public authorities/fiscal inquiry* indica problematiche riguardanti cause aperte o indagini fiscali di alcuni membri o dell'azienda stessa.
- *Operational management*: indica errori del *management*, mancanza di collaborazione dei reparti, mancanza di pianificazione e tutti quei problemi derivanti da una gestione non efficiente delle funzioni aziendali. *Change of a key figure*, mancanza di un adeguato piano di integrazione di figure professionali adatte a sostituire il vecchio *management*. *Weak internal informational system*, ovvero debolezze nei sistemi informativi e di coordinamento. *Disagreements among directors/managers* indica discrepanze nella scelta di alcune politiche da parte dei *managers*. *Excessive inventories*, ovvero un magazzino troppo fornito e quindi costoso da mantenere. *Increasing management costs*, ovvero aumento considerevole dei costi di *management*.

Ogni macro causa è inserita anche come causa nel relativo insieme micro. Questo approccio è stato utilizzato qualora fossero state individuate cause di difficile assegnazione all'interno delle micro cause, ma sicuramente appartenenti ad una determinata macro categoria. Tale categoria residuale, tuttavia non è mai stata utilizzata.

Nella traduzione da un linguaggio qualitativo ad indicatori quantitativi si è compreso come le cause della crisi non potessero essere inserite nello stesso piano temporale. Per completare in modo esaustivo il database e comprendere le relazioni tra le varie cause, si è reso necessario un metodo più articolato del semplice schema binario causa presente-causa assente.

Le cause principali sono state identificate con "1" e rappresentavano quelle cause che, magari combinate con altre, sempre primarie, sono state le prime a verificarsi. Le cause secondarie sono state identificate con "2" e rappresentavano cause che sono comparse solo dopo l'aggravarsi della situazione e solo successivamente al manifestarsi di cause primarie. Si è proceduto in modo analogo anche per cause di ordine 3° e 4°. Oltre a questo, sono state identificate due micro cause perennemente presenti nel *dataset* e condizionali al periodo di crisi attuale, *Sectorial crisis* e *Global economic crisis*. Queste micro cause sono state percepite come comuni a tutte le imprese, tanto da ipotizzare una loro esclusione dal *dataset* perché poco informative. Si è deciso di considerarle solo a fini descrittivi e quindi definirle come sovraordinate ovvero che non intaccassero l'ordine logico delle altre cause. Per fare ciò la loro

presenza è stata segnalata lo stesso con “1” ma tutte le altre cause sono state definite come non derivanti da *Sectorial crisis* e *Global economic crisis* (come invece era molto probabile aspettarsi).

Tabella 2.2: Esempio di classificazione utilizzata.

		Sectorial crisis	...		Devaluation of customer's credits	Longer period for credits collection	...
Azienda esempio		1			1	1	

Fonte: Elaborazione propria.

Si è notato, inoltre, che alcune cause derivavano da altre in modo diretto e questo veniva specificato anche nel documento di richiesta di ammissione. Questo legame così forte doveva essere specificato e si è deciso di colorare il legame causa-effetto con la stessa tonalità.

Tabella 2.3: Segnalazione di dipendenza diretta nelle cause.

		Devaluation of customer's credits	Longer period for credits collection	Crisis of a relevant client/client portfolio	Shorter period for paying suppliers	Missed/high delayed payment by public administration
Azienda esempio			2	1	1	

Fonte: Elaborazione propria.

Per questa azienda presa ad esempio infatti troviamo una causa primaria nell'accorciamento dei tempi per il pagamento dei fornitori, un'altra causa primaria derivante dalla crisi di un cliente importante, ma è solo da quest'ultima che deriva la causa secondaria di allungamento dei tempi di riscossione dei crediti.

Svolto questo processo in modo separato, per ogni azienda e confrontandoci infine per i casi discordanti, siamo giunti ad un *database* comune.

2.1.5 Scelta dei dati rilevanti per arrivare al database finale

Non tutte le aziende del *database* iniziale avevano a disposizione in Camera di Commercio il documento di richiesta di ammissione alla procedura e negli altri documenti non sempre erano presenti indicazioni delle cause della crisi. Le 689 aziende iniziali si sono ridotte così a 266. Solo successivamente, per le sole aziende che disponevano di cause, si è ampliato il *database* andando a ricercare su AIDA (o la stessa Camera di Commercio) i bilanci di tali aziende, riducendo successivamente il periodo di analisi di tali dati a soli 3 anni prima della presentazione della domanda, analizzando il percorso intrapreso dall'azienda, culminato con il concordato preventivo o l'accordo di ristrutturazione dei debiti.

Il database è stato poi arricchito di ulteriori informazioni, estratte dai documenti scaricati in Camera di Commercio. Queste informazioni riguardano l'accettazione della procedura (la decisione di omologare o meno da parte del tribunale), l'esito della procedura (definisce le sue finalità), la tipologia di procedura (se concordato o accordo), iniziative precedenti (qualora vi fossero state delle procedure analoghe attuate precedentemente). Successivamente sono state integrate anche informazioni quantitative riguardanti l'anticipo di spese giudiziali, il totale di spese giudiziali, le spese per i professionisti, fondi per spese previste, la percentuale di copertura delle spese in prededuzione e di spese giudiziali, la percentuale di copertura di creditori assistiti da privilegio, chirografari e altre classi, il totale percentuale di copertura della procedura.

Per quanto riguarda i bilanci, il database AIDA e i vari documenti reperiti in Camera di Commercio non sono stati esaustivi e si è dovuto ridurre nuovamente il numero di aziende contenute nel database da 266 a 220 in modo tale da considerare solamente quelle che avessero innanzitutto le cause e di queste, anche i bilanci.

Al termine di questa procedura sono state evidenziate 3 imprese (poi definite *outliers*) che presentavano dati anomali riguardanti il personale e i ricavi. Queste imprese sono state escluse dal *database* finale poiché si è scoperto trattarsi di *holding* che avrebbero potuto potenzialmente distorcere alcune analisi all'interno della ricerca.

Le aziende analizzate nel *database* finale sono dunque 217, solamente il 31,5% delle 689 iniziali.

Delle risultanti 217 imprese si è svolto un ulteriore filtro, sono state escluse dal calcolo delle statistiche descrittive quelle aziende che avessero procedimenti concorsuali aperti, non definiti o la cui omologa fosse stata respinta dal tribunale, infine si è deciso di non considerare imprese di grandi dimensioni che avessero potuto alterare l'esito di alcune statistiche.

Il database è stato così consolidato a 208 aziende.

2.2 Analisi descrittive

2.2.1 Analisi preliminari

Riguardo il primo approccio al campione di dati analizzato, si è ritenuto corretto e comunque molto interessante produrre delle informazioni di carattere generale, per poter meglio comprendere la natura delle procedure, le caratteristiche delle imprese coinvolte e alcune analisi sui loro bilanci.

Lo studio iniziale del database si è concentrato sulla tipologia delle procedure scelta dalle imprese per uscire dal periodo di dissesto riscontrato.

Tabella 2.4: Numero di aziende per tipologia di procedura scelta.

Concordato preventivo	Continuità	Diretta	11
		Indiretta	60
	Misto	Continuità diretta	15
		Continuità indiretta	26
Liquidatorio		85	
Accordo di ristrutturazione dei debiti	Continuità	Diretta	7
		Indiretta	3
	Liquidatorio		1

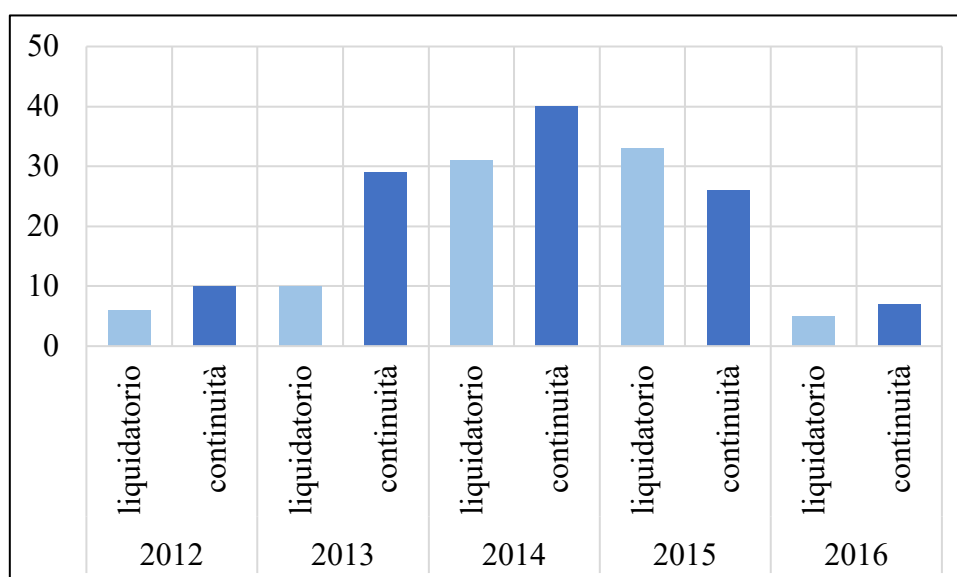
Fonte: Elaborazione propria.

Le procedure maggiormente utilizzate sono i concordati liquidatori, seguiti da quelli in continuità indiretta. Negli accordi di ristrutturazione dei debiti la finalità teorica ed anche empirica è la continuità aziendale, vi è solamente un caso in cui si è ricercato il fine liquidatorio, l'impresa in questione è anche una delle poche che ha manifestato la perdita dell'imprenditore per gravi motivi di salute, probabilmente la liquidazione rimaneva dunque l'unica strada percorribile.

Risulta interessante nell'analisi delle imprese che hanno richiesto il concordato quelle che hanno perseguito un fine liquidatorio o di continuità aziendale (se consideriamo anche il concordato misto).

Nel calcolo finale delle imprese notiamo che la continuità è stata scelta nel maggior numero di casi (112 contro 85).

Grafico 2.1: Andamento tipologia di concordato scelto in funzione degli anni.



Fonte: Elaborazione propria.

Da questo grafico si nota una sostanziale preferenza delle aziende nel concordato continuativo. Solamente nel 2015 i concordati liquidatori sono stati preferiti a quelli in continuità. Probabilmente gli sforzi profusi dal legislatore non sono risultati vani.

Tabella 2.5: Tempi medi tra apertura e omologa della procedura scelta.

Concordato preventivo	Continuità	Indiretta	481,75
	Liquidatorio		448,32
	Misto	Continuità indiretta	433,62
	Continuità	Diretta	419,36
	Misto	Continuità diretta	418,07
Accordo di ristrutturazione dei debiti	Continuità	Indiretta	135,67
		Diretta	120,86
	Liquidatorio		106,00

Fonte: Elaborazione propria.

In questa tabella sono stati analizzati i tempi medi di procedura, che iniziano con la presentazione del piano e terminano con l'omologa del giudice.

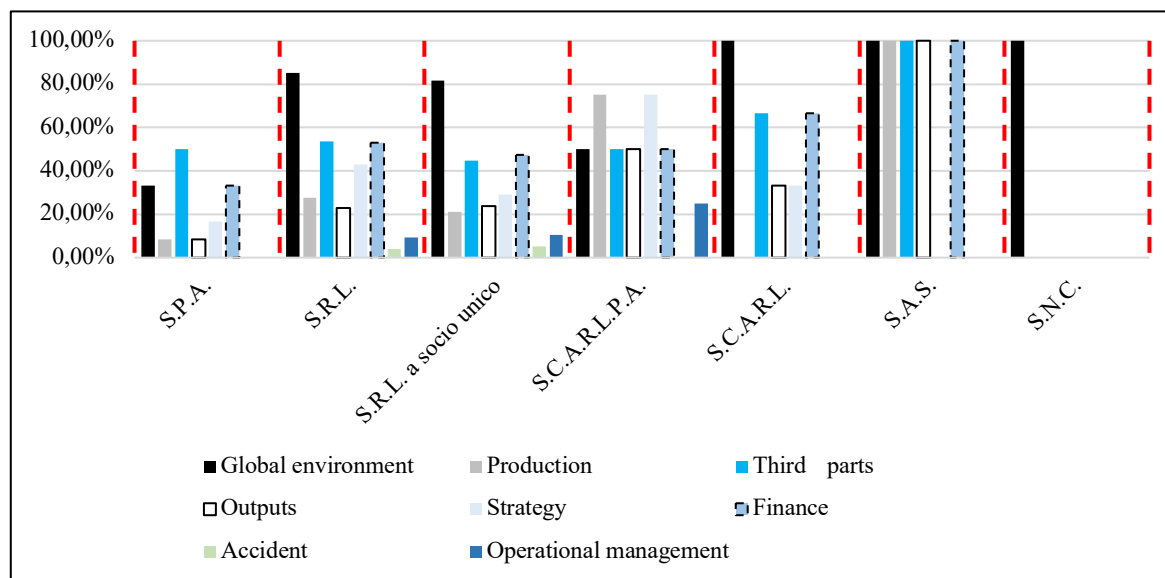
Si denota una sostanziale differenza di tempistiche tra le procedure di concordato preventivo (che in media raggiunge la durata di 1 anno e 3 mesi circa) e l'accordo di ristrutturazione dei debiti (molto più rapido, impiega circa 10 mesi e 9 giorni). Tralasciando l'accordo di ristrutturazione dei debiti, che a causa delle poche osservazioni non si presta a statistiche

descrittive, si vede che la forma di concordato più lunga è quella in continuità indiretta, seguita dal concordato liquidatorio e quello misto in continuità indiretta. Si intuisce rapidamente che la continuazione dell'attività di impresa è facilitata qualora chi dovesse proseguirla sia l'imprenditore stesso di quell'azienda (continuità diretta), se invece si dovesse trattare di un concordato in continuità indiretta i tempi si allungano perché deve subentrare nel rapporto anche un altro soggetto. Risulta quindi essenziale tenere in considerazione un aumento delle tempistiche di circa il 15% tra il concordato indiretto e quello diretto.

Tabella 2.6: Percentuale di macro cause per forma giuridica.

	Global environment	Production	Third parts	Outputs	Strategy	Finance	Accident	Operational management
S.P.A.	33,33%	8,33%	50,00%	8,33%	16,67%	33,33%	0,00%	0,00%
S.R.L.	85,23%	27,52%	53,69%	22,82%	42,95%	53,02%	4,03%	9,40%
S.R.L. a socio unico	81,58%	21,05%	44,74%	23,68%	28,95%	47,37%	5,26%	10,53%
S.C.A.R.L.P.A.	50,00%	75,00%	50,00%	50,00%	75,00%	50,00%	0,00%	25,00%
S.C.A.R.L.	100,00%	0,00%	66,67%	33,33%	33,33%	66,67%	0,00%	0,00%
S.A.S.	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%
S.N.C.	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Grafico 2.2: Percentuale di macro cause in funzione della forma giuridica.



Fonte: Elaborazione propria.

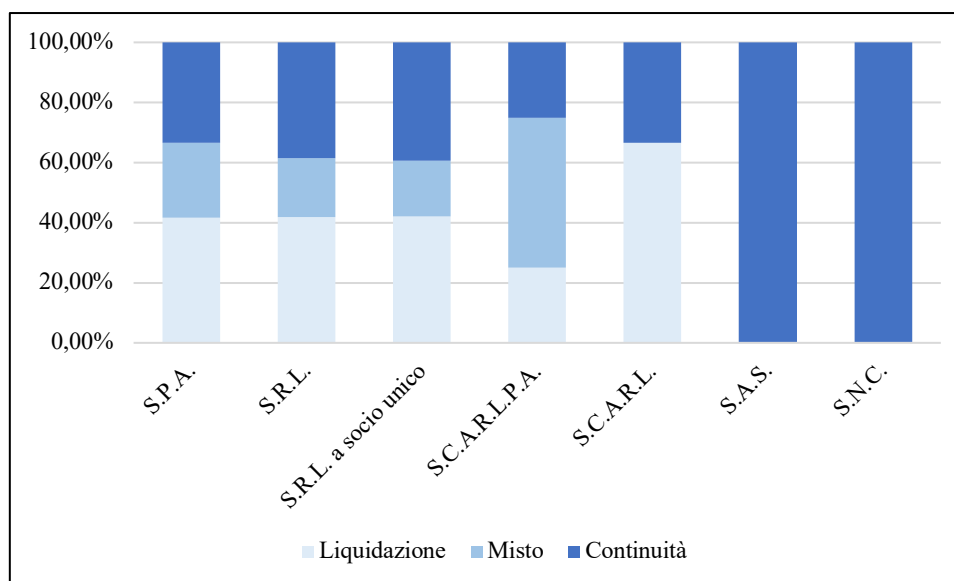
Tralasciando le forme giuridiche S.A.S. e S.N.C. con una sola azienda campione, tra le altre forme giuridiche si può notare come la S.P.A. sia solo marginalmente intaccata da cause

economiche esterne con la variabile *Global environment* che incide solamente in 1/3 delle aziende. Molto più pronunciata invece è la causa *Third parts* che si verifica nel 50% delle aziende prese in considerazione. Da notare infine è l'assenza di cause imputabili al *management* e pochi problemi di origine strategica, sempre rispetto alle altre categorie di azienda. Per quanto riguarda le altre forme giuridiche, S.R.L. rappresenta il 71% del campione circa, 148 osservazioni, quindi si avvicina molto alle osservazioni analizzate precedentemente rispetto alla distribuzione delle macro cause. S.C.A.R.L.P.A. e S.C.A.R.L. sono anch'esse forme giuridiche molto poco rappresentative del campione quindi sarebbe poco informativo cercare di analizzarle.

Tabella 2.7: Tipologia di concordato scelto per forma giuridica.

	Liquidazione	Misto	Continuità
S.P.A.	41,67%	25,00%	33,33%
S.R.L.	41,89%	19,59%	38,51%
S.R.L. a socio unico	42,11%	18,42%	39,47%
S.C.A.R.L.P.A.	25,00%	50,00%	25,00%
S.C.A.R.L.	66,67%	0,00%	33,33%
S.A.S.	0,00%	0,00%	100,00%
S.N.C.	0,00%	0,00%	100,00%

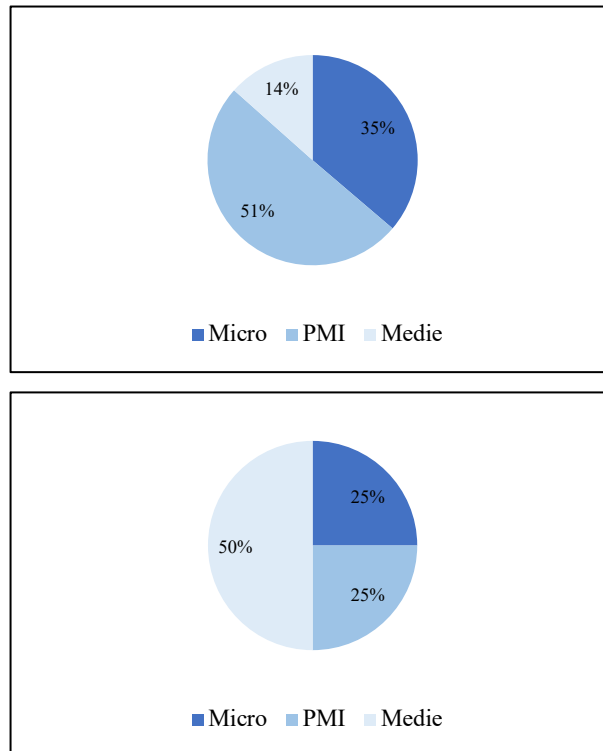
Grafico 2.3: Tipologia di concordato scelto in funzione della forma giuridica.



Fonte: Elaborazione propria.

Sempre per forma giuridica sono stati analizzate le procedure scelte. S.P.A. ed S.R.L. risultano molto simili da questo punto di vista, entrambe le forme giuridiche prediligono una forma comunque continuativa con un rapporto circa del 60%-40%. Vi è però una diversa composizione tra procedura mista e in continuità. Le S.P.A. hanno una percentuale maggiore di procedure miste. Questo probabilmente per diversi motivi,

Grafico 2.4: Grandezza delle imprese con forma giuridica S.R.L. e S.P.A..

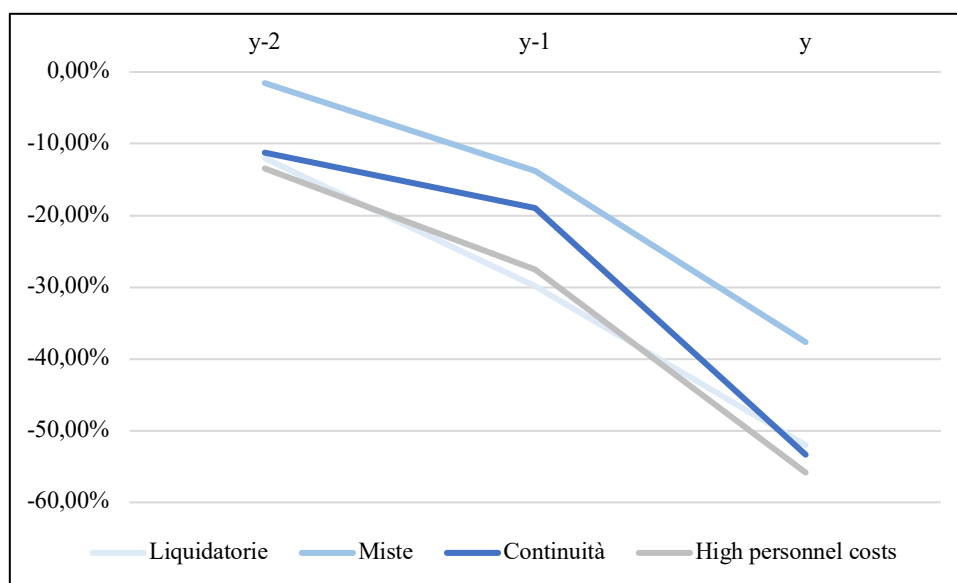


Fonte: Elaborazione propria.

Innanzitutto, le S.P.A. sono per la maggior parte imprese di media dimensione, quindi potrebbero aver problemi in una procedura di continuità pura, è più facile che lascino parte dell'impresa per poter continuare l'attività. Nelle S.R.L. invece le imprese medie sono la minoranza, nella composizione occupano addirittura l'ultima posizione (14%), la maggior parte delle imprese sono piccole o micro imprese, le quali possono più facilmente optare per una procedura in continuità.

L'impatto della crisi sui dipendenti è stato molto pesante.

Grafico 2.5: Percentuale di variazione del numero dei dipendenti per categorie di imprese.



Fonte: Elaborazione propria.

Questo grafico è uno dei più esplicativi per quanto riguarda i danni sociali creati dalla recente crisi. Nel primo dei 2 anni precedenti alla crisi si ha avuto in media un calo del numero di dipendenti pari al 7,28%, del 19,84% nell'anno precedente la crisi e addirittura del 46,62% nell'anno della richiesta della procedura. Significa che in soli 3 anni, circa il 50% dei dipendenti di ogni azienda presa in considerazione è stata licenziata, senza considerare le aziende che hanno ridotto gli orari di lavoro, con conseguente decurtazione in busta paga.

Se si va a suddividere questa analisi per finalità perseguita dalla procedura si nota che le aziende che hanno scelto una procedura mista sono quelle che hanno subito il minor calo di dipendenti, probabilmente un ramo d'azienda continuava ad essere abbastanza efficiente, mentre un altro meno. La categoria di aziende che ha avuto il calo più drastico nel numero di lavoratori è proprio quella che ha fatto presente nel documento di ammissione alla procedura di problematiche legate agli elevati costi del personale, probabilmente per il numero troppo elevato di dipendenti, non funzionale all'azienda stessa oppure per la poca flessibilità contrattuale adottata.

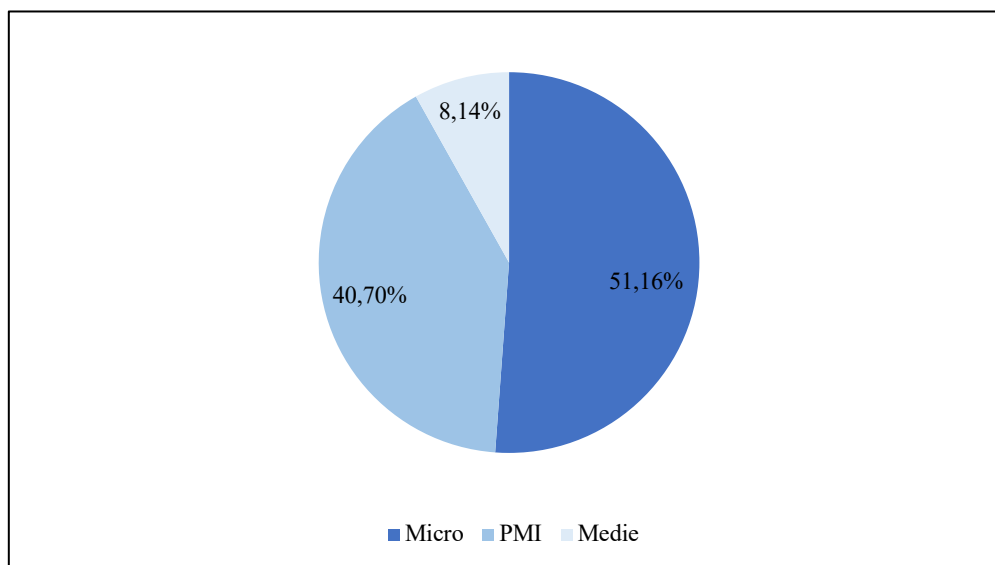
Tabella 2.8: Riassunto variazione dipendenti nei tre anni antecedenti la scelta della procedura.

	Media dipendenti	Percentuale perdita dipendenti rispetto y-3			Media dipendenti ultimi 4 anni
	y-3	y-2	y-1	y	
Liquidatorie	18,80	-12,02%	-29,85%	-52,01%	14,39
Miste	39,32	-1,55%	-13,83%	-37,65%	34,10
Continuità	29,93	-11,24%	-18,95%	-53,35%	23,68
High personnel costs	48,89	-13,45%	-27,58%	-55,84%	37,05

Fonte: Elaborazione propria.

Da questa tabella invece emerge come le aziende con un numero minore di dipendenti abbia scelto una procedura liquidatoria.

Grafico 2.6: Composizione di aziende che hanno scelto una procedura liquidatoria.



Fonte: Elaborazione propria.

Solamente l'8,14% delle imprese che hanno adottato una procedura liquidatoria infatti è un'impresa media, il restante si tratta di imprese piccole o (soprattutto) molto piccole.

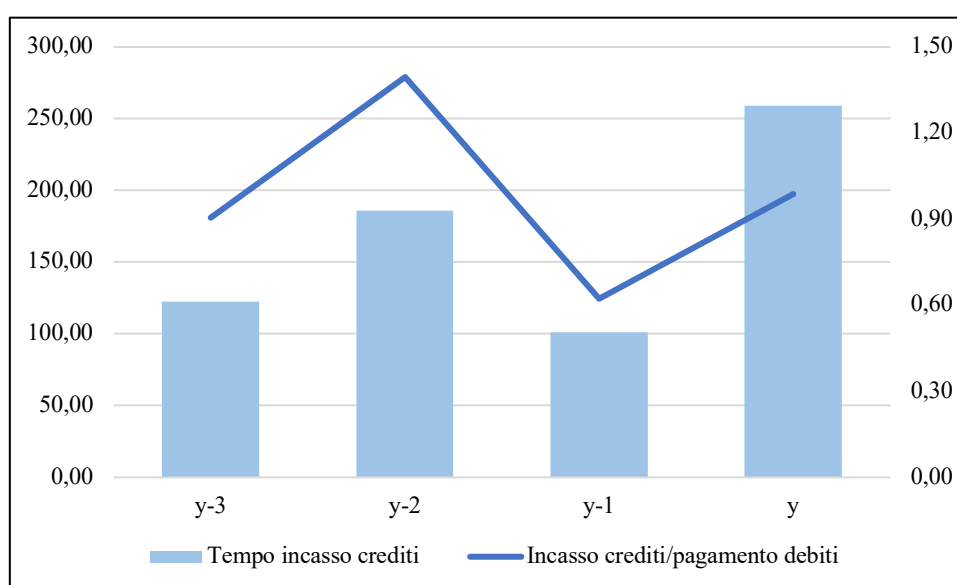
2.2.2 Analisi di alcuni dati di bilancio

Comprese le dinamiche di approccio alle procedure e gli effetti della crisi sui dipendenti, sono state svolte alcune analisi su alcuni dati di bilancio.

Queste analisi sono state svolte su alcuni indici e rispetto ad alcune categorie di aziende.

In primis si è voluto confrontare aziende che avessero manifestato problematiche principali riguardo l'allungamento dei tempi di incasso dei crediti.

Grafico 2.7: Tempi di riscossione dei crediti e rapporto incasso crediti/pagamento debiti nelle aziende con causa primaria "Longer period for credits collection".



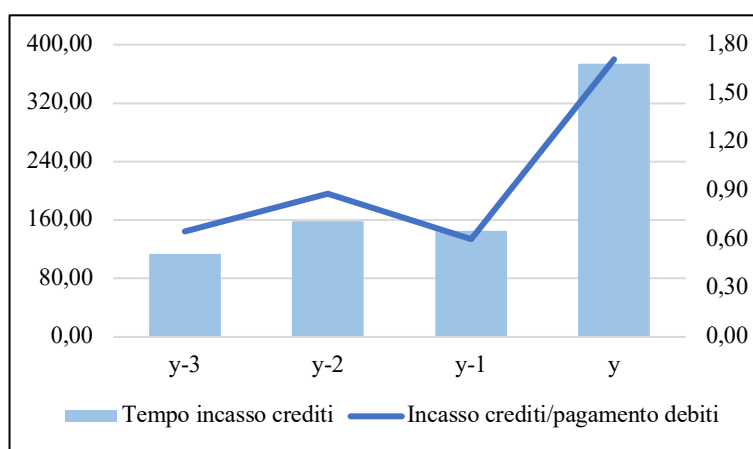
Fonte: Elaborazione propria.

Sono stati rappresentati i 3 anni precedenti la richiesta di concordato o accordo per contestualizzare i risultati dell'anno di presentazione della domanda. Si sono usati valori medi per tutti gli anni e per tutte le aziende che avessero *Longer period for credits collection* come causa primaria nel *database*. Nelle ordinate abbiamo un ordinamento a sinistra che corrisponde alle barre azzurre ovvero i giorni che intercorrono prima dell'incasso dei crediti e un ordinamento a destra che corrisponde alla linea spezzata blu ovvero il rapporto tra incasso crediti e pagamento debiti.

Si nota immediatamente che i tempi per l'incasso dei crediti è mediamente alto, vi sono inoltre due picchi in corrispondenza del secondo anno precedente la domanda del procedimento e l'anno stesso della domanda di procedimento. Il picco corrispondente a y-2 segnala inoltre un rapporto abbastanza elevato tra incasso dei crediti dai clienti e il pagamento dei debiti ai

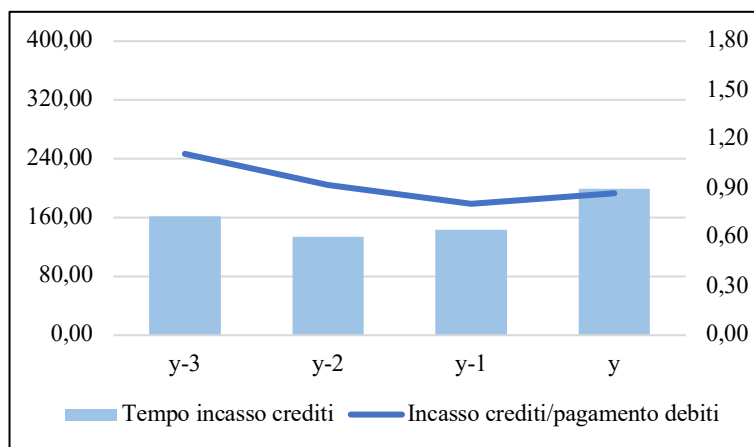
fornitori. In quel caso infatti viene meno il *matching* temporale tra i due momenti (incasso e pagamento) quindi si possono creare dei momenti di squilibrio nel ciclo economico, se consideriamo inoltre che 8 di queste imprese su 17 hanno avuto anche problemi nel ricevere credito bancario e ben 12 su 17 hanno avuto in generale problemi finanziari legati all'indebitamento finanziario si percepisce subito come questo abbia avuto un forte impatto nella prosecuzione dell'attività economica. L'ultimo anno nel grafico, corrispondente all'anno della richiesta della procedura è esplicativo della situazione, riscossione e pagamenti si sono praticamente fermati. Dato il rapporto uno a uno tra i due momenti e una media di giorni per la riscossione dei crediti pari a circa 260 giorni si palesa una situazione di non operabilità, una situazione stagnante. Se da un lato l'azienda non riesce più a riscuotere i propri crediti, la situazione è talmente critica che non riesce nemmeno a pagare i propri fornitori, a causa probabilmente della difficoltà a richiedere un credito bancario. In questo caso si instaura un "effetto domino" sulle altre imprese collegate, poiché i debiti non pagati da un'impresa diventano i crediti non riscossi di un'altra.

Grafico 2.8: Tempi di riscossione dei crediti e rapporto incasso crediti/pagamento debiti nelle aziende con causa primaria "Missed/high delayed payment by public administration".



Fonte: Elaborazione propria.

Grafico 2.9: Tempi di riscossione dei crediti e rapporto incasso crediti/pagamento debiti nelle aziende complementari a quelle con causa primaria “Missed/high delayed payment by public administration”.



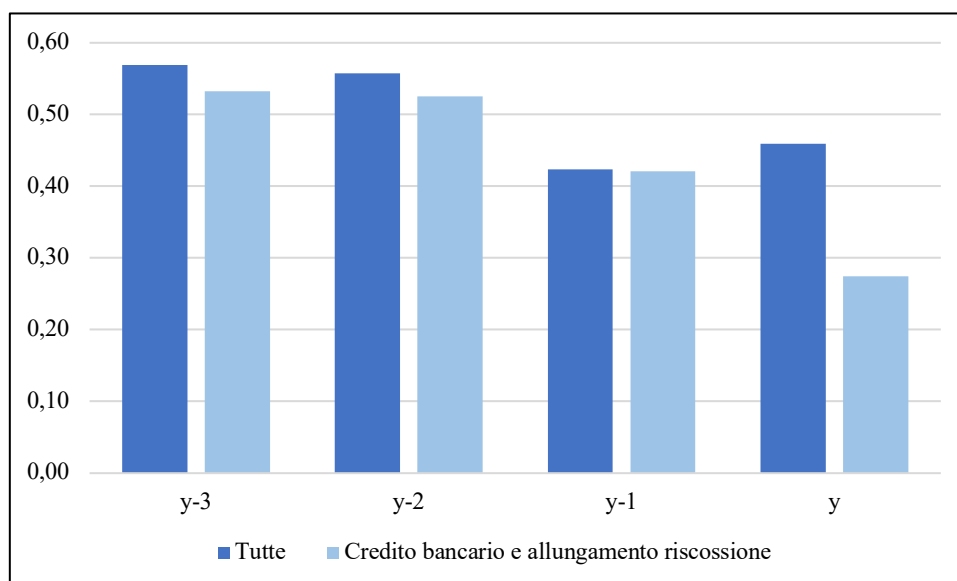
Fonte: Elaborazione propria.

In questi due grafici sono state prese in considerazione le imprese che avevano manifestato forti ritardi nella riscossione di crediti verso pubbliche amministrazioni e tutte le imprese residuali, questo per poterne confrontare i risultati.

La differenza maggiore si nota per quanto riguarda l'anno di presentazione della domanda dove da una situazione di *matching* temporale tra i due momenti si passa ad una situazione di forte squilibrio. Le imprese che vantano crediti verso la pubblica amministrazione, infatti, subiscono ritardi nella riscossione dei crediti superiori ad un anno, ma lo stesso non si può dire della loro capacità di posticipare i pagamenti ai fornitori. Il rapporto di tempo tra incasso crediti e pagamento fornitori sale fino a raggiungere un massimo di 1:1,8, praticamente queste aziende sono costrette a pagare i fornitori 2 volte prima di ricevere il primo credito dalla pubblica amministrazione. Confrontando i risultati con le imprese residuali notiamo che i tempi di riscossione dei crediti si sono certamente allungati ma non in modo così evidente ed inoltre il rapporto tra i due momenti rimane comunque inferiore di 1:1.

Successivamente si sono analizzati gli *acid ratio* per le imprese che avessero manifestato problemi di natura finanziaria, legati al mancato credito da parte delle banche e all'allungamento dei tempi di riscossione dei crediti verso i clienti.

Grafico 2.10: Acid ratio di tutte le imprese e di quelle con problemi finanziari.



Fonte: Elaborazione propria.

L'*acid ratio* è un indice di liquidità o tesoreria. È rappresentato dalla formula:

Equazione 2.1: Formula dell'*acid ratio*.

$$\text{Acid ratio} = \frac{\text{Attivo circolante} - \text{Totale rimanenze}}{\text{Totale debiti a breve}}$$

Un indice pari ad 1 equivale ad una situazione di buon equilibrio finanziario, in genere quindi permette all'azienda di far fronte agli impieghi a breve. Viene escluso il magazzino poiché, pur essendo parte del capitale circolante, può assumere un valore minore in termini di liquidità.

Per questo indice i valori di riferimento sono:

- Ottimo: $X > 1,1$ o $1,2$;
- Buono: $0,90 < X < 1$;
- Sufficiente: $0,80 < X < 0,90$;
- Critico: $X < 0,70$.

Nei campioni analizzati, visto i valori empirici standard sopra descritti, si può notare come la situazione delle imprese nei tre anni precedenti la domanda di concordato sia critica. Tra queste imprese ne sono state individuate alcune che avessero indicato nella loro domanda di concordato o di accordo difficoltà nel ricevere credito bancario e nel contempo un allungamento nei tempi di riscossione dei crediti verso i clienti.

Nel caso generale di tutte le imprese del campione, l'*acid ratio* ha un valore fortemente critico (circa dello 0,5 in media) anche se ha un andamento non linearmente decrescente, nell'anno

della domanda infatti vi è un leggero aumento, che non è comunque sufficiente per la naturale vita delle imprese.

Nella classificazione filtrata la situazione è, se possibile, ancor più negativa. L'*acid ratio* ha una media dei periodi inferiore (circa dello 0,4) e un andamento decrescente. Inoltre, nell'ultimo anno raggiunge un picco dello 0,28. In pratica per 100 unità di debito a breve, solamente 28 sono le attività di circolante, escluso il magazzino.

2.2.3 *Analisi delle singole cause*

La presenza di macro categorie e micro categorie di cause ha imposto un'analisi su due fronti. Per quanto riguarda le micro categorie si è deciso di individuare quali fossero quelle che producessero un impatto più rilevante ai fini della richiesta di concordato preventivo o accordo di ristrutturazione dei debiti e se le stesse fossero da considerarsi come cause principali o subordinate per l'avvio della fase negativa d'impresa.

Le macro cause sono state considerate da un punto di vista necessariamente meno specifico, andando a ragionare su quali fossero le più rilevanti nelle diverse classificazioni effettuate sulle aziende.

Le classificazioni delle aziende sono state molteplici, per permetterci di individuare una costante o dei fattori distintivi tra le analisi delle stesse.

Si è partiti da delle considerazioni generali riguardanti la totalità del campione analizzato (208 aziende), come il numero totale di ogni micro causa, senza considerare il livello di subordinazione raggiunto, la loro percentuale sul totale di cause presenti nel database, il numero di micro cause senza subordinazione e subordinate di 2°, 3° e 4° livello per ogni tipologia di cause.

I risultati sono stati interessanti per capire quali potessero essere le micro cause in grado di innescare un processo di degradazione all'interno dell'azienda e quali invece fossero delle cause secondarie o subordinate ad esse e che quindi non fossero da considerare sullo stesso piano, ma parte di un "*effetto cascata*".

Tabella 2.9: Le 10 micro cause con maggiori osservazioni.

Sectorial crisis	Devaluation of customer's credits	Difficulties in obtaining bank credit	Global economic crisis	Failure of a relevant project/bad investments
129	81	76	52	46

Crisis of a relevant client/client portfolio	Longer period for credits collection	High indebtment	High fixed costs	Price reduction
45	43	39	37	26

Fonte: Elaborazione propria.

In questa tabella si sono riportate solamente le prime 10 categorie con il numero più alto di micro cause. Si può notare immediatamente come le variabili legate all'ambiente esterno, come la crisi di settore o la crisi economica globale, siano molto rilevanti. Compaiono anche categorie riguardanti parti terze come la svalutazione dei crediti dei clienti, crisi di un cliente importante o di un portafoglio di clienti e l'allungamento dei tempi per la riscossione dei crediti. Queste variabili sono inoltre molto correlate tra loro per quanto riguarda un rapporto di subordinazione. Vi sono ulteriori altre variabili derivanti da macro categorie diverse come la difficoltà di ottenere credito dal sistema bancario, il fallimento di un importante investimento oppure alti costi fissi.

Questa tabella è confrontabile con quella che indica invece il numero di cause primarie, non subordinate.

Tabella 2.10: Le 10 micro cause con osservazioni primarie.

Sectorial crisis	Difficulties in obtaining bank credit	Global economic crisis	Failure of a relevant project/bad investments	Crisis of a relevant client/client portfolio
129	54	52	40	36

Devaluation of customer's credits	High fixed costs	High indebtment	Longer period for credits collection	High personnel costs
31	30	21	17	15

Fonte: Elaborazione propria.

Analizzando più nel dettaglio la seconda tabella, dove vengono numerate solo le cause primarie, si evince che la categoria *Global environment* rimane tra le voci principali, anche per quello che riguarda le cause primarie. Si notano invece dei cambiamenti per la categoria delle terze parti, dalle prime posizioni è scalata al 5°, 6° e 9° posto. Questo ad indicare che, mentre le cause riconducibili alla crisi di settore e alla crisi globale sono frequenti e sempre primarie, le cause relative alle parti terze invece sono frequenti ma spesso indicate come successive o subordinate ad altri problemi riscontrati in azienda. Sempre rispetto alle problematiche verso terzi si nota che la crisi di un importante cliente o di un portafoglio di clienti è l'unica causa che ha mantenuto l'80% delle realizzazioni, in questo caso infatti questa specifica causa è principalmente primaria, dalla quale spesso derivano la svalutazione dei crediti e un allungamento dei tempi di incasso degli stessi.

Tabella 2.11: Le 10 micro cause con osservazioni secondarie.

Devaluation of customer's credits	Longer period for credits collection	Difficulties in obtaining bank credit	High indebtment	Price reduction
42	22	19	17	11

Crisis of a relevant client/client portfolio	Non competitive prices	Request by the bank of paying the debt	High fixed costs	High personnel costs
9	9	9	6	6

Fonte: Elaborazione propria.

Questa tabella vuole confermare quanto affermato precedentemente ed infatti indica che nelle prime posizioni delle cause subordinate di 2° livello ritroviamo proprio la svalutazione dei crediti e l'allungamento dei tempi per la riscossione degli stessi.

Tabella 2.12: Le 10 micro cause con osservazioni terziarie.

Devaluation of customer's credits	Longer period for credits collection	Price reduction	Difficulties in obtaining bank credit	Request by the bank of paying the debt
8	4	3	3	3

Increasing costs of raw materials	Major change in customer's tastes	High fixed costs	High personnel costs	Shorter period for paying suppliers
2	2	1	1	1

Fonte: Elaborazione propria.

L'ultima tabella interessante per questo tipo di statistica sono le cause subordinate di 3° livello. Anche in questo caso si notano immediatamente la svalutazione dei crediti e l'allungamento dei tempi per la riscossione degli stessi nelle prime posizioni.

Ricapitolando, per questa categoria di cause riconducibili a problemi verso terzi notiamo che la crisi di un importante cliente o di un portafoglio di clienti è per l'80% una causa primaria e per il restante 20% una causa secondaria. La svalutazione dei crediti è per il 38% una causa primaria, per il 51% una causa secondaria di 2° livello e per il restante una causa terziaria di 3° livello. L'allungamento dei tempi per la riscossione dei crediti è per il 39% una causa primaria, per il 51% una causa secondaria di 2° livello e per il restante una causa terziaria di 3° livello.

Nella penultima tabella sono comparse nuove categorie di micro cause come i prezzi non competitivi, richieste di rientro bancario e alti costi del personale. Queste cause sono secondarie e sono successive al manifestarsi delle cause primarie, oppure derivano tutte da altre tipologie di cause primarie. Nell'ultima tabella invece compaiono le cause subordinate di terzo livello, l'aumento dei costi delle materie prime, forti cambiamenti nei gusti dei clienti e accorciamento dei tempi per il pagamento dei fornitori. Queste cause sono comparse solamente in relazione ad altre cause secondarie e quindi primarie, sono da considerarsi come il processo logico che porta l'azienda fino alla richiesta di concordato o all'accordo di ristrutturazione dei debiti. Come in un rapporto di causa-effetto infatti le cause primarie portano ad alcune cause secondarie che, a loro volta scatenano ulteriori problemi nell'azienda. Non si poteva considerare tutte le cause allo stesso livello poiché non si sarebbe dato il giusto peso ai veri problemi all'interno dell'azienda.

Tabella 2.13: Percentuale di osservazioni sul totale.

Sectorial crisis	Devaluation of customer's credits	Difficulties in obtaining bank credit	Global economic crisis	Failure of a relevant project/bad investments
62,02%	38,94%	36,54%	25,00%	22,12%
Crisis of a relevant client/client portfolio	Longer period for credits collection	High indebtment	High fixed costs	Price reduction
21,63%	20,67%	18,75%	17,79%	12,50%

Fonte: Elaborazione propria.

La tabella di cui sopra è molto interessante per quanto riguarda la presenza della singola causa all'interno del database. Il 62,02% delle aziende presenta la variabile *Sectorial crisis*, quindi i 3/5 delle aziende analizzate hanno manifestato problematiche riguardanti la crisi del settore in cui operano, inoltre, combinando questa tabella con la seconda, possiamo mostrare come tutte queste cause siano di primaria importanza per quanto riguarda la crisi aziendale. Stesso ragionamento va fatto con la variabile *Global economic crisis*, ovvero la crisi che si è manifestata non particolarmente nel settore in cui opera l'impresa, ma che ha comunque condizionato l'operatività della stessa, sempre individuata come causa primaria.

Una variabile molto ricorrente è sempre la svalutazione dei crediti che si classifica come una causa principalmente secondaria, quindi dovuta al manifestarsi di altre problematiche precedenti, collegate o meno.

Tramite analisi più approfondite si è dedotto che il 55,56% delle imprese che hanno avuto problemi di svalutazione dei crediti precedentemente hanno riscontrato anche problemi relativi alla crisi di settore, alla crisi globale o a specifiche problematiche di un cliente o di un portafoglio di clienti.

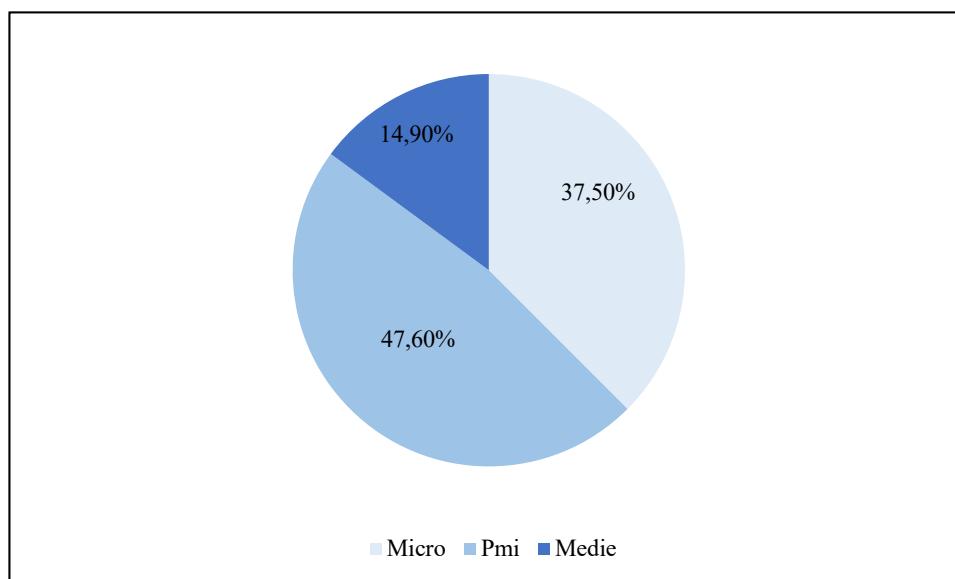
Per quanto riguarda la difficoltà ad ottenere nuovo credito presso istituti bancari più di 1/3 delle imprese ha manifestato questa causa, individuandola come primaria nel 68% dei casi, successiva negli altri casi. Possiamo quindi intuire che la stretta del credito si è manifestata principalmente non per cause imputabili alle imprese stesse, ma per un abbassamento delle soglie di tolleranza del rischio da parte delle banche, restie ad aprire nuovi finanziamenti.

Sono state poi fatte delle statistiche dividendo il campione di imprese in diverse categorie, prima analizzando la loro grandezza, poi raggruppandole per date di inizio della procedura concorsuale, sono state classificate per tipologia di procedura e si è cercato di analizzare i settori edili o di vendita immobiliare, che sono i maggiormente colpiti dalla crisi, nel confronto con le altre aziende.

Le aziende prese in considerazione sono state quindi raggruppate *in primis* per grandezza.⁶ Dato che dal *database* sono state eliminate le imprese grandi, per evitare che i dati venissero distorti dalle stesse, si sono utilizzati solamente le classificazioni micro, pmi e medie.

⁶ Micro impresa: ULA < 10 e fatturato ≤ 2 milioni di euro, oppure tot. bilancio annuo ≤ 2 milioni di euro;
Piccola impresa: ULA < 50 e fatturato ≤ 10 milioni di euro, oppure tot. bilancio annuo ≤ 10 milioni di euro;
Media impresa: ULA < 250 e fatturato ≤ 50 milioni di euro, oppure tot. bilancio annuo ≤ 50 milioni di euro;
Guida dell'utente alla definizione di PMI, Commissione europea, 2016.

Grafico 2.11: Grandezza delle aziende nel campione analizzato.



Fonte: Elaborazione propria.

Questa è la distribuzione del campione di aziende analizzato. Come prevedibile, rispetto al totale di aziende analizzate che hanno richiesto un procedimento concorsuale, le imprese di medie dimensioni rappresentano solamente il 15% circa, il resto sono imprese molto piccole o piccole. Questo risultato era prevedibile in quanto il tessuto economico veneto è caratterizzato da imprese di medio-piccole dimensioni e, sia per la loro limitata flessibilità e conoscenza manageriale, sia per la legge dei grandi numeri, era immaginabile un loro massiccio ricorso a queste procedure concorsuali.

Dopo questa rapida suddivisione si è proceduto ad analizzare le principali differenze tra le micro cause principali delle tre classificazioni.

Tabella 2.14: Percentuale delle osservazioni sul totale di micro imprese.

Sectorial crisis	Devaluation of customer's credits	Difficulties in obtaining bank credit	Global economic crisis	Longer period for credits collection
44	31	26	19	16
56,41%	39,74%	33,33%	24,36%	20,51%

Failure of a relevant project/bad investments	High indebtment	Crisis of a relevant client/client portfolio	Failure of a member of the group	Request by the bank of paying the debt
15	14	12	10	10
19,23%	17,95%	15,38%	12,82%	12,82%

Fonte: Elaborazione propria.

Questa tabella ci fornisce le principali cause che hanno portato alla crisi delle imprese di piccolissima dimensione.

La crisi di settore e la crisi globale hanno un ruolo preponderante insieme ad altre cause che sono principalmente legate a fattori esterni come la svalutazione dei crediti vantati verso i clienti, le difficoltà nell'ottenere credito bancario, allungamento dei tempi per la ricezione dei crediti. Vi sono invece altre cause che rimandano alla gestione negativa dell'azienda come il fallimento di un progetto rilevante, l'alto indebitamento e il fallimento di una società partecipata.

Si evince quindi quanto sia pesante per queste piccole imprese il manifestarsi della crisi e la mancanza di adeguate capacità manageriali a fronteggiarla, compiendo nel 19% dei casi investimenti errati, non riuscendo a controllare l'esposizione debitoria nel 18% dei casi e partecipando in altre imprese deboli e quindi troppo esposte al rischio per un 13% delle realizzazioni.

Tabella 2.15: Percentuale delle osservazioni sul totale di piccole imprese.

Sectorial crisis	Devaluation of customer's credits	Difficulties in obtaining bank credit	Failure of a relevant project/bad investments	Global economic crisis
63	39	38	28	26
63,64%	39,39%	38,38%	28,28%	26,26%

High fixed costs	Crisis of a relevant client/client portfolio	Longer period for credits collection	High indebtment	Price reduction
26	24	21	19	17
26,26%	24,24%	21,21%	19,19%	17,17%

Fonte: Elaborazione propria.

Questa debolezza da parte delle micro-imprese viene registrata anche nelle piccole imprese. Oltre alle variabili sempre significative come la crisi di settore, la crisi globale e ad altre comunque legate a queste, come la svalutazione dei crediti verso i clienti, la crisi di un cliente rilevante o di un portafoglio di clienti, l'allungamento dei tempi di collezione dei crediti, si manifesta anche in questa classificazione la mancanza di una programmazione aziendale più accurata e quindi il fallimento di progetti rilevanti nel 28% delle piccole aziende, costi fissi troppo elevanti nel 26% dei casi, indebitamento troppo elevato per un 19% e una errata strategia di riduzione del prezzo per un 17%.

Tabella 2.16: Percentuale delle osservazioni sul totale di medie imprese.

Sectorial crisis	Difficulties in obtaining bank credit	Devaluation of customer's credits	Crisis of a relevant client/client portfolio	Global economic crisis
22	12	11	9	7
70,97%	38,71%	35,48%	29,03%	22,58%

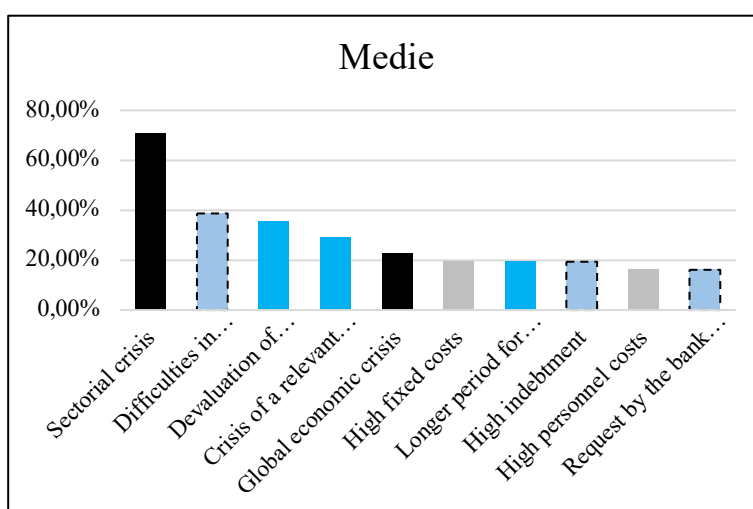
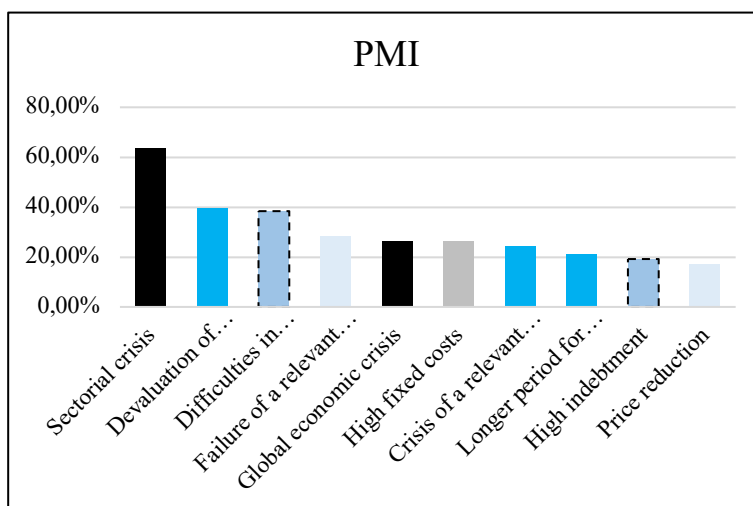
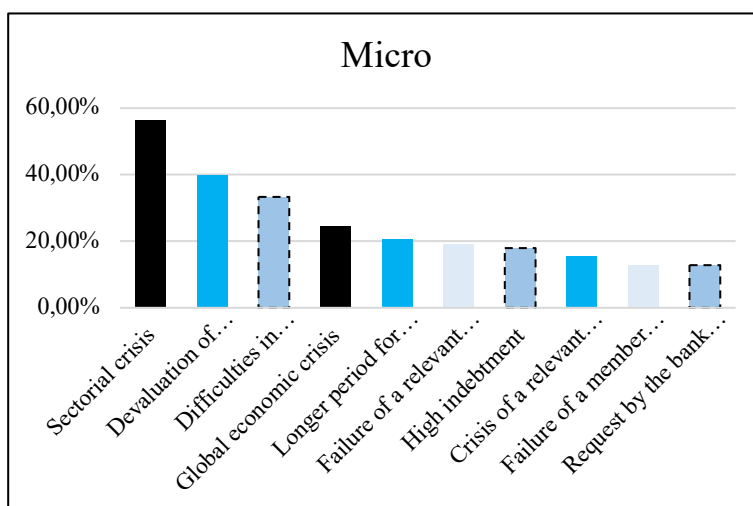
High fixed costs	Longer period for credits collection	High indebtment	High personnel costs	Request by the bank of paying the debt
6	6	6	5	5
19,35%	19,35%	19,35%	16,13%	16,13%

Fonte: Elaborazione propria.

Nelle medie imprese, ovvero solo il 15% delle aziende rimanenti nel campione, la situazione descritta nella tabella è leggermente diversa.

Le micro cause classificate come errori strategici non sono rilevanti come nelle micro o piccole imprese. In questa classificazione si presentano sempre le cause collegate all'ambiente esterno, al rapporto con terzi, ed ai rapporti con le banche. Al posto delle cause riconducibili ad errate strategie aziendali, si manifestano maggiormente problemi di carattere produttivo come gli alti costi fissi (19%) e gli alti costi del personale (16%).

Grafico 2.12: Le prime 10 micro cause in funzione della grandezza delle imprese.



Fonte: Elaborazione propria.

In questi tre grafici a barre vengono rappresentate le principali cause e la loro presenza nelle aziende classificate. Come suggerito precedentemente non si notano grosse differenze, a parte qualche variazione nelle cause riconducibili alla strategia aziendale.

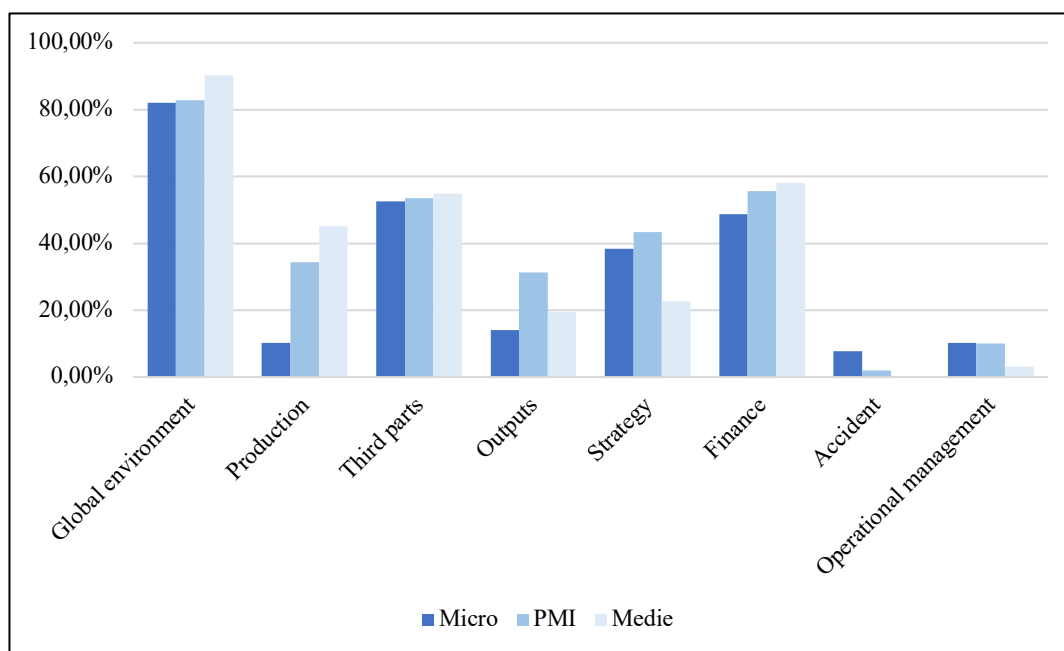
2.2.4 Analisi a livello aggregato

L'analisi si è spostata quindi a livello di macro cause, in questo caso è stato interessante approfondire quanto incidessero nella relativa classificazione.

Tabella 2.17: Percentuale di macro cause per grandezza delle imprese.

	Micro	PMI	Medie
Global environment	82,05%	82,83%	90,32%
Production	10,26%	34,34%	45,16%
Third parts	52,56%	53,54%	54,84%
Outputs	14,10%	31,31%	19,35%
Strategy	38,46%	43,43%	22,58%
Finance	48,72%	55,56%	58,06%
Accident	7,69%	2,02%	0,00%
Operational management	10,26%	10,10%	3,23%

Grafico 2.13: Percentuale di macro cause in funzione della grandezza delle aziende.



Fonte: Elaborazione propria.

In questa tabella è stato rapportato il numero di volte in cui appare la causa generale al numero di aziende appartenente ad ogni classe. Nel grafico si riesce ad osservare in modo più chiaro le differenze tra le varie categorie di imprese.

Tralasciando le macro cause che colpiscono trasversalmente e in egual modo imprese micro, piccole e medie, ci si può soffermare sulle differenze più marcate tra le diverse classi.

Come osservato precedentemente nello studio delle principali micro cause, notiamo una marcata differenza nella categoria produzione, qui le problematiche registrano un *trend* positivo con il crescere di dimensione delle aziende. Più grande è l'azienda più aggravi manifesterà in questa macro categoria. Probabilmente questo dato deriva dal fatto che un'impresa di medie dimensioni fa molta più fatica a gestire problemi legati alla produzione rispetto ad una piccola impresa, questo nel caso di scorte di magazzino troppo elevate oppure basti pensare a costi del personale eccessivi. Non si tratta di cause che possono essere risolte velocemente da una media azienda.

Troviamo risultati discordanti per quanto riguarda la macro *Outputs* ovvero quei fattori inerenti al prodotto, al cambio di preferenze dei clienti, prezzi non più competitivi e l'ingresso nel mercato di aziende a basso costo del lavoro o *brand* internazionali. In questo caso è facile che le aziende piccole manifestino le prime avvisaglie di una crisi in questa macro causa poiché non possono certamente competere con *brand* internazionali o con imprese a basso costo del

lavoro, non possono nemmeno variare troppo la loro produzione per riavvicinarsi ai clienti o chiedere maggiori sconti ai fornitori per mantenere un prezzo competitivo.

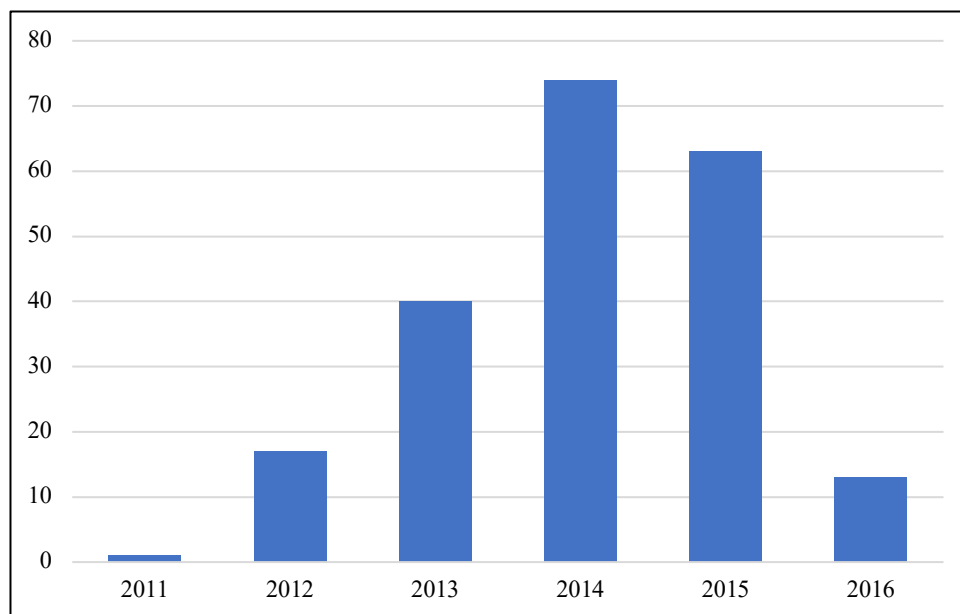
Le scelte strategiche sono una categoria di cause che danneggia principalmente le aziende molto piccole o piccole. Le aziende medie infatti hanno le capacità di evitare decisioni errate probabilmente grazie ad un'esperienza maggiore e una quantità più elevata di *stakeholder* che richiedono una ponderazione maggiore nelle scelte societarie.

L'ultimo aspetto interessante sul quale ci si può soffermare è la netta diminuzione di aziende di media dimensione, rispetto alle restanti imprese, che dimostrano problemi nel *management* come anticamera della crisi. Questo può risultare collegato con quanto detto precedentemente, le medie aziende hanno capacità manageriali sicuramente più qualificate rispetto alle piccole aziende, e ciò permette di evitare gli aspetti critici, almeno per ciò che riguarda questa macro causa.

Come seconda analisi, rispetto le variabili macro, si sono raggruppate le aziende individuando la data di apertura delle relative procedure concorsuali.

Le imprese classificate, sono così distribuite:

Grafico 2.14: Distribuzione delle macro cause per anno di apertura.

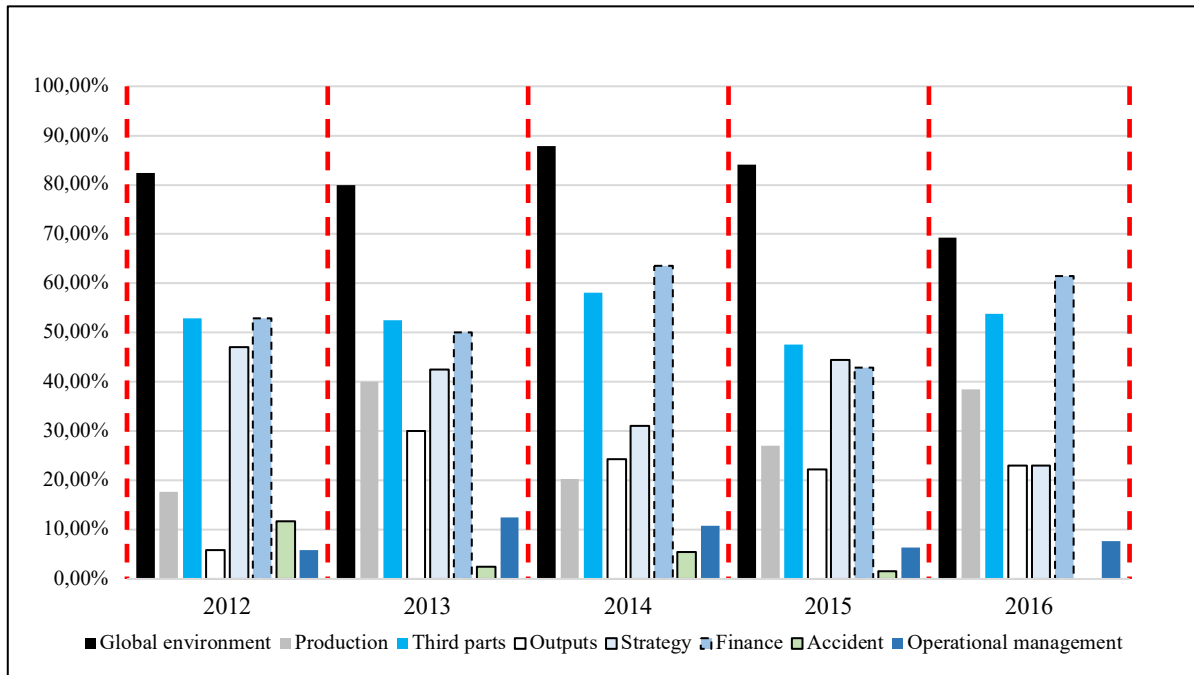


Fonte: Elaborazione propria.

Ai fini di completezza è stata mantenuta l'unica azienda con data di apertura della procedura concorsuale nel 2011, ma è chiaro che non è stata presa in considerazione nelle nostre statistiche descrittive, altrimenti si sarebbero verificate delle distorsioni nelle stesse.

Possiamo notare come le imprese che hanno richiesto una procedura di concordato o di ristrutturazione sono cresciute negli anni 2011-2014, a causa degli effetti della crisi, per poi ridursi lievemente nel 2015 e drasticamente nel 2016. Questo a significare probabilmente una svolta nella perdurante situazione di stallo.

Grafico 2.15: Distribuzione delle macro cause per anno di apertura della procedura.



Fonte: Elaborazione propria.

In questo grafico vengono individuate tutte le tipologie di cause che si sono manifestate negli anni. Ogni categoria viene ovviamente ponderata per il numero di aziende che hanno presentato il ricorso in quel determinato anno. In questo modo si è voluto evitare di dare maggior importanza a dei dati assoluti elevati, ma non comparati all'anno di riferimento.

Con questa specificazione si nota che le distribuzioni relative sono molto omogenee. È difficile notare qualche particolare andamento legato al tempo.

Come conferma dei dati raggruppati precedentemente, per ogni anno, si vede come le cause che più hanno svolto un ruolo determinante nel consolidarsi della crisi sono sempre le medesime: *Global environment*; *Third parts*; *Finance*. Solamente in alcuni anni vi sono state altre macro cause molto evidenti, come *Strategy* nel 2012 e 2015 e *Production* nel 2013 e 2016.

Un'altra classificazione interessante riguarda il fine delle procedure concorsuali. Si è deciso in questo caso di fare due tipologie diverse di raggruppamenti.

Nel primo caso si è voluto distinguere da procedure volte alla continuità aziendale, altre volte alla liquidazione ed altre ancora miste, con riferimenti sia all'una sia all'altra categoria. Nel secondo caso invece si sono distinte procedure liquidatorie da quelle in continuità dirette e quelle in continuità indirette.

Grafico 2.16: Scelta della procedura in funzione del numero di macro cause.

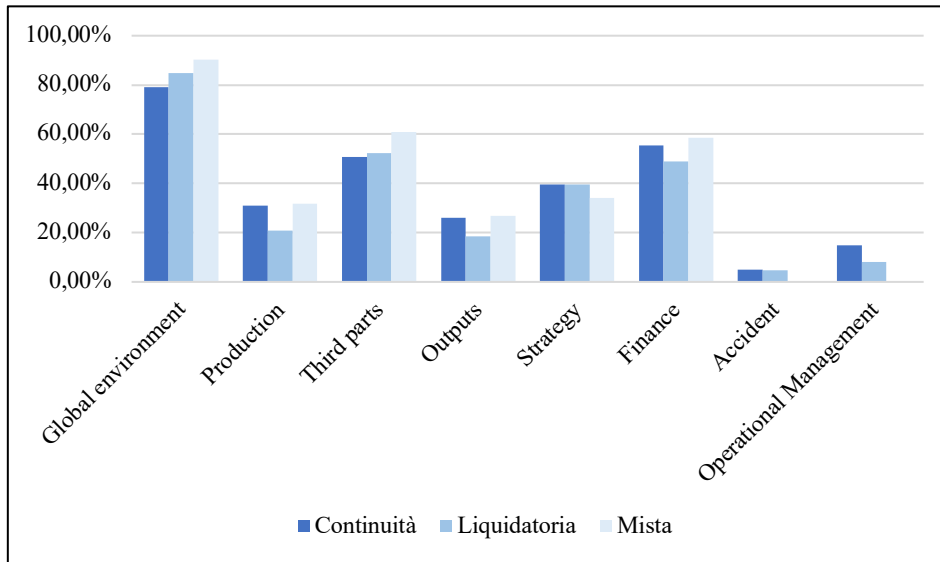
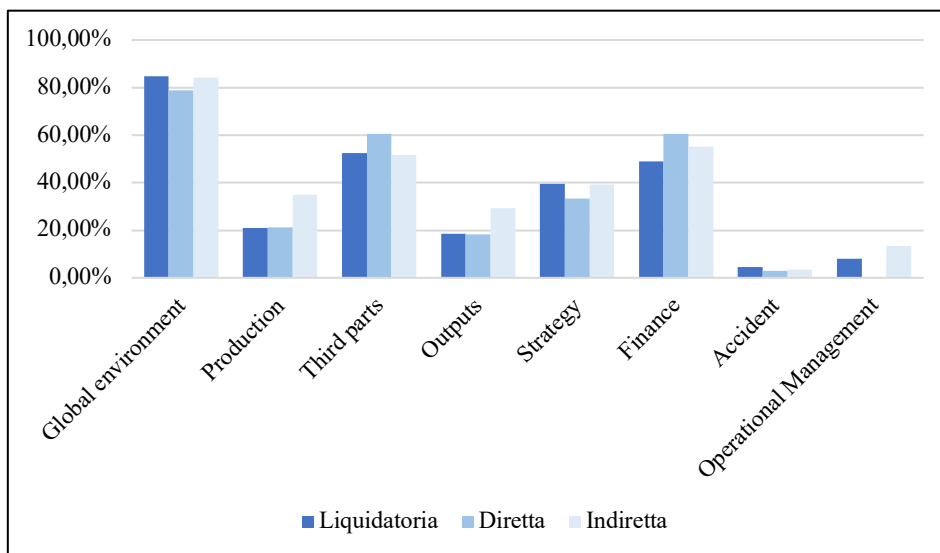


Grafico 2.17: Scelta tra procedura diretta o indiretta in funzione del numero di cause.



Fonte: Elaborazione propria.

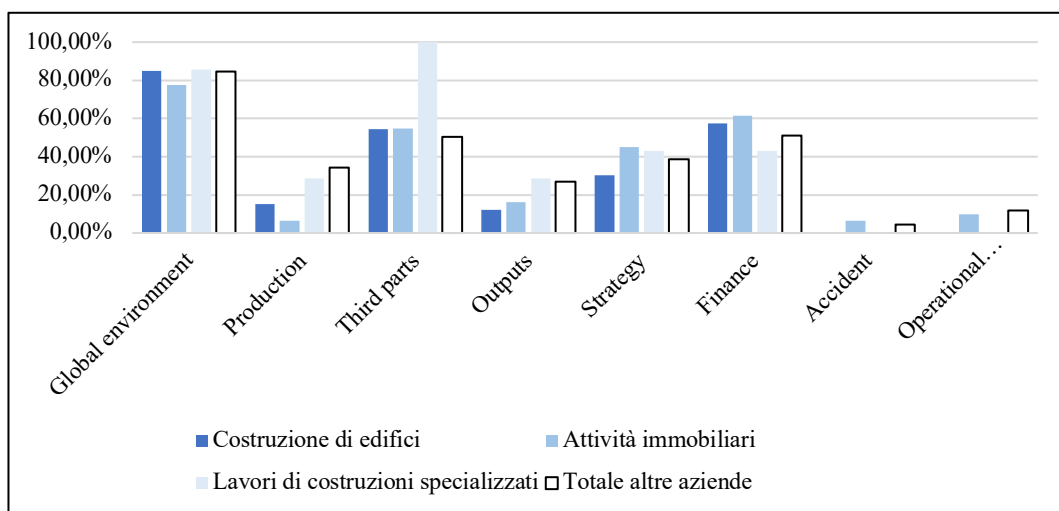
Nell primo grafico si nota come nei casi in cui le cause primarie della crisi siano riconducibili alla produzione, *outputs* esterni o problemi finanziari, la scelta sia ricaduta su di una procedura

concorsuale che preservasse la continuità aziendale o una procedura comunque mista. In tutti gli altri casi invece non è possibile identificare una logica uniforme.

Nel secondo grafico si nota invece come problemi legati ai fattori produttivi abbiano portato molte volte a seguire una procedura concorsuale di continuità indiretta rispetto alle altre tipologie di procedure, così come nei casi di problemi al *management* e *outputs* esterni.

Si è passati poi a confrontare casistiche differenti nei settori economici che empiricamente sono stati più attaccati dalla crisi del 2008. In questo caso sono stati analizzati settori come la costruzione di edifici, le attività immobiliari e i lavori di costruzioni specializzati. Le macro cause e poi le micro cause che hanno portato queste tipologie di aziende alla crisi sono state confrontate con i dati derivanti dal resto delle aziende, per poter individuare qualche peculiare differenza.

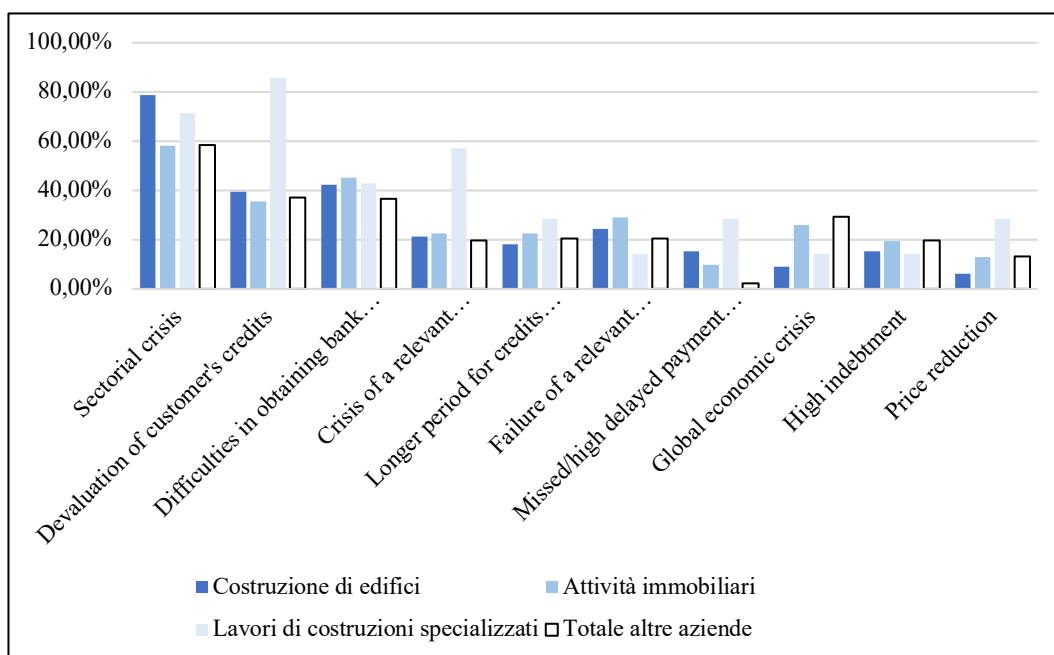
Grafico 2.18: Numero di macro cause per tipologia di azienda.



Fonte: Elaborazione propria.

Il grafico ci permette di individuare immediatamente la prima differenza nella macro categoria production. Qui infatti si nota che il settore di costruzione di edifici e attività immobiliare hanno avuto pochi problemi dal punto di vista produttivo, le loro difficoltà maggiori, rispetto alle altre aziende, sono da individuare principalmente nella categoria finanziaria. Si nota subito anche la costante presenza di problematiche legate a parti terze nei lavori specializzati. La statistica era intuibile dato che le aziende che operano in ambiti specializzati solitamente lavorano con pochi clienti, se questi iniziano ad avere problemi, questi si propagano rapidamente all'azienda stessa.

Grafico 2.19: Numero di micro causa per tipologia di azienda.



Fonte: Elaborazione propria.

Entrando più nello specifico, nelle micro categorie vi è una notevole rilevanza di svalutazione crediti e crisi di un cliente rilevante o portafoglio di clienti per quanto riguarda le aziende di costruzioni specializzate, essenzialmente la prova del ragionamento precedente. Una rilevante differenza (20%) vi è tra le cause legate alla crisi di settore tra le aziende di costruzioni e le restanti aziende, questo per evidenziare il fatto che la crisi ha intaccato molto pesantemente questo settore. Un altro fattore da non sottovalutare sono i pagamenti mancanti o ritardati da parte della pubblica amministrazione. Anche in questo caso vi è una forte concentrazione di questa causa nelle aziende di costruzioni specializzate, poiché molte di esse operano tramite appalti pubblici ed il legame con la pubblica amministrazione risulta essenziale.

2.3 Conclusione

In questo capitolo si è dimostrato tramite delle inequivocabili statistiche descrittive come alcune cause abbiano trascinato le imprese verso una situazione di crisi. Le strade intraprese per rilanciare il *business* aziendale non sono state uniformi, anche se possiamo notare una leggera preferenza per le procedure volte, quantomeno, ad un parziale rilancio aziendale.

Dallo studio sulla forma giuridica delle aziende si evince quanto le imprese più controllate e formalmente più organizzate come le S.p.A. subiscano meno l'incidenza della crisi globale e di problemi strategici, mentre siano molto più esposte, rispetto alle precedenti categorie, verso le parti terze in generale.

Le aziende sono state analizzate successivamente per finalità della procedura intrapresa.

Si è notato che le aziende che avevano scelto una procedura in continuità o mista riscontravano maggiori problematiche di tipo produttivo, di *outputs* o finanziari.

Le aziende con un numero minore di dipendenti ha intrapreso più spesso una procedura liquidatoria, mentre le imprese con più dipendenti hanno scelto una procedura mista o in continuità, questo si spiega probabilmente con l'enorme danno alla collettività che avrebbe creato una procedura liquidatoria di massa nelle medie imprese. Le imprese che hanno adottato una procedura liquidatoria sono infatti solamente l'8,14% sul totale.

Si è riscontrato un drastico calo dei dipendenti, manifestatosi in modo trasversale. Dal terzo anno precedente la domanda infatti si è riscontrato un calo del 38% circa nei casi di procedura mista, del 52% nel caso di procedura liquidatoria, del 53% nei casi di procedura in continuità e addirittura del 56% nella sottocategoria di imprese che avessero riscontrato problemi di elevati costi nel personale. In media quindi in 3 anni le imprese hanno perso il più del 50% dei loro dipendenti.

Sono state svolte ulteriori analisi nei bilanci, che hanno provato la veridicità di alcune affermazioni, tradotte poi in cause della crisi, riscontrate nel documento di ammissione alla procedura.

Le aziende che hanno ammesso di aver particolari problematiche nella riscossione dei crediti si ritrovavano con una situazione peggiore proprio in quella categoria di bilancio, lo stesso per quelle che lamentavano una restrizione dei tempi di pagamento ai fornitori.

Le aziende che lavoravano a stretto contatto con le pubbliche amministrazioni hanno dovuto sopportare tempi di riscossione dei crediti molto più lunghi del normale, spesso questi crediti non venivano assolutamente riscossi.

Con l'*acid ratio* si è voluto dimostrare, inoltre, la differenza tra tutte le imprese e le imprese che avessero avuto problemi di riscossione e anche di difficoltà di reperire credito dal sistema bancario.

Le prime avevano un andamento dell'indicatore sicuramente critico, ma altalenante.

Le altre imprese, invece, avevano un indicatore molto peggiore e con il passare degli anni strettamente decrescente. Tale indicatore è arrivato ad un valore di 0,28 nello stesso anno di presentazione della domanda, quando lo stato di criticità si rileva già per valori inferiori allo 0,7.

Le cause principali individuate dalla ricerca sono state quelle che ci si aspettava, una manifestazione netta della crisi globale e settoriale, dalla quale si dipanano uno spettro abbastanza eterogeneo di ulteriori aggravanti.

Se da un certo punto di vista la crisi globale era un elemento che si sapeva essere primario, dall'altro le cause derivanti sono state molto più caratteristiche di alcune classi di imprese, permettendo di formulare varie ipotesi sulla loro formazione.

Nelle imprese di medie dimensioni i vari interessi in gioco hanno permesso una gestione più oculata degli investimenti, magari a discapito della poca flessibilità per ciò che riguarda gli ambiti produttivi come gli elevati costi fissi oppure i costi legati al personale.

Le piccole imprese da un lato pagano queste mancanze a livello manageriale e la bassa differenziazione che le espone a rischi esterni e incidentali che spesso possono essere determinanti, dall'altro invece riescono a contrastare meglio i rischi di una struttura aziendale troppo pesante e, nel caso delle piccolissime imprese, sono più estranee a rischi di tipo finanziario.

Tutti questi dati illustrano sicuramente una situazione di criticità che alla fine ha portato a dei provvedimenti significativi, ma forse tardivi.

Probabilmente se le procedure fossero state intraprese preventivamente questa situazione degradata non si sarebbe presentata, o almeno i suoi effetti sarebbero stati meno intensi.

3 Analisi empirica delle relazioni tra le cause della crisi

3.1 Introduzione allo studio delle cause

Come ampiamente verificato nel capitolo precedente, esistono dei legami tra le cause che hanno portato l'azienda ad intraprendere una procedura di risanamento.

Si è visto come nella maggior parte delle aziende compaia almeno una causa di livello globale, sempre primaria, quindi indipendente dall'andamento dell'azienda. Risulta molto frequente infatti la categoria *Sectorial crisis* (62,02% del campione), affiancata da *Global economic crisis* (25,00% del campione).

Solitamente si è notato come le due categorie di cause non compaiano mai assieme, quindi è immediato notare la loro costante presenza all'interno del campione (circa nell'87% delle aziende).

Altre variabili molto rilevanti appartengono invece a diverse macro categorie. Nell'area finanziaria si è visto come le variabili legate al credito bancario siano determinanti, nei rapporti con terze parti si è esaminato il processo che causa una prima criticità con la crisi della clientela e quindi si sviluppa successivamente con l'allungamento dei tempi di pagamento e con la svalutazione dei crediti, rilevanti sono anche le cause legate ai costi fissi, sempre troppo elevati, o che si manifestano in seguito ad altri problemi, infine, in certi casi, si sono manifestati problemi rilevanti anche nell'ambito strategico, con investimenti non idonei e errate politiche di prezzo.

Tabella 3.1: Percentuale di osservazioni sul totale.

Sectorial crisis	Devaluation of customer's credits	Difficulties in obtaining bank credit	Global economic crisis	Failure of a relevant project/bad investments
62,02%	38,94%	36,54%	25,00%	22,12%

Crisis of a relevant client/client portfolio	Longer period for credits collection	High indebtment	High fixed costs	Price reduction
21,63%	20,67%	18,75%	17,79%	12,50%

Fonte: Elaborazione propria.

Date queste cause si è voluto comprendere meglio come esse fossero in grado di influenzarsi le une con le altre. Utilmente a questo scopo, si è cercato di riassumere il peso di ogni singola macro causa, includendone all'interno informazioni dalle relative categorie minori.

3.2 Correlazioni tra cause

Un aspetto fondamentale nell'analisi dei rapporti tra le cause è la loro correlazione. Questa ci ha permesso di comprendere meglio e quantificare la predisposizione di una macro causa a manifestarsi o meno al verificarsi di altre difficoltà.

La correlazione tra una matrice di variabili ed un'altra non evidenzia un rapporto di consequenzialità, quanto la tendenza di un valore a modificarsi contestualmente ad un altro. La correlazione è un valore compreso tra -1 ed 1, dove 1 indica la predisposizione della variabile a modificarsi nello stesso segno di quella relazionata e -1 a variare in segno contrario. Questo indicatore statistico si è dimostrato importante per poter individuare e quantificare quali variabili fossero collegate statisticamente tra loro e quali invece no.

Nel contesto da noi analizzato bisogna considerare anche la significatività dei valori inseriti come input. Sicuramente, grazie alla legge dei grandi numeri, all'aumentare del campione preso in analisi la frequenza delle rilevazioni tenderà in modo sempre meno approssimato alle effettive probabilità, ma visto la presenza di un *dataset* non esauriente ci sono da considerare inevitabilmente le distorsioni che si possono venire a creare. Essere in grado di determinare la

presenza o meno di determinate cause e la loro dipendenza, a livello nazionale, avrebbe portato certamente a conclusioni più puntuali.

Tabella 3.2: Correlazione tra la presenza di cause.

	Global environment	Production	Third parts	Outputs	Strategy	Finance	Accident	Operational management
Global environment								
Production	0,1855							
Third parts	-0,0126	-0,0826						
Outputs	0,0388	0,1852	0,0576					
Strategy	-0,1321	-0,0198	0,0408	0,0046				
Finance	-0,1588	-0,0212	0,2158	-0,0404	-0,0037			
Accident	-0,0624	-0,0563	-0,0745	0,0538	-0,1164	-0,0643		
Operational management	-0,0078	-0,0462	0,1011	0,1454	0,0433	0,0254	0,1843	

Fonte: Elaborazione propria.

In questa prima tabella sono state inserite due matrici identiche, le quali indicano la presenza o meno di cause aggregate all'interno della macro categoria. Sono stati omessi i valori sulla diagonale principale poiché ovviamente uguali a 1. Le cause più correlate positivamente sono state rappresentate con un colore tendente al blu mentre la correlazione negativa è stata rappresentata dal rosso.

Le cause più correlate positivamente sono *Third parts* con *Finance*, *Global environment* con *Production*, la stessa *Production* con *Outputs* ed *Accident* con *Operational management*.

Queste correlazioni non sono molto forti, ma sono comunque evidenti. Ci si può aspettare, quindi, di osservare il verificarsi di problematiche verso clienti o fornitori, mancati pagamenti o dilazione negli stessi e al contempo iniziare a registrare delle problematiche in ambito finanziario, spesso verso le banche creditrici.

Per quanto riguarda le aziende colpite dall'ambiente economico globale sfavorevole, molte di queste sono state ulteriormente indebolite da problemi di produzione. Si ricorda però che queste cause non possono essere considerate consequenziali, ma simultanee.

Rilevanti relazioni di tipo negativo invece si osservano per quanto riguarda *Global environment* con *Finance*, sempre *Global environment* con *Strategy* e la stessa *Strategy* con *Accident*.

In questi casi, data la relazione negativa, si dovrebbero osservare situazioni nelle quali, ad esempio, aziende che manifestano problematiche derivanti dalla crisi globale o comunque all'ambiente economico globale, tendono a non manifestare anche problemi legati alla finanza,

o almeno aziende che manifestano molte problematiche globali sviluppano poche cause importanti di dissesto finanziario.

Lo stesso vale anche per problematiche legate alle strategie. Questo può essere spiegato anche dal fatto che qualora un'azienda manifestasse problemi riguardanti *Global environment*, difficilmente è portata a indicare anche problemi strategici nella richiesta di ammissione al concordato o alla procedura di risanamento. Questo perché *Global environment* racchiude in sé talmente tanti aspetti negativi e determinanti, che nessuna strategia può essere definita positiva o negativa, e quindi, a meno di investimenti sbagliati, slegati dalla situazione di dissesto presente, non viene indicata all'interno del piano.

Tabella 3.3: Correlazione tra la presenza di cause primarie e secondarie.

		1							
		Global environment	Production	Third parts	Outputs	Strategy	Finance	Accident	Operational management
2	Global environment	0,0062	-0,0339	-0,0487	-0,0300	-0,0422	-0,0469	-0,0133	-0,0201
	Production	0,0794	-0,0530	0,0890	0,0398	-0,0801	0,0196	0,0980	-0,0046
	Third parts	0,0113	0,0167	0,0047	0,0237	-0,0284	-0,0807	-0,0450	0,0195
	Outputs	0,1900	0,0290	-0,0305	0,1165	0,0660	-0,0727	-0,0583	0,0209
	Strategy	0,1156	-0,0082	0,0111	0,0393	-0,0183	-0,0580	-0,0575	-0,0866
	Finance	0,0426	-0,0112	-0,0474	-0,0185	0,0134	-0,0837	0,0804	-0,0642
	Accident								
	Operational management	0,1010	0,1010	0,1010	0,1010	0,1010	0,1010	0,1010	0,1010

Fonte: Elaborazione propria.

La tabella di cui sopra rappresenta le correlazioni tra cause primarie e cause secondarie, quindi successive temporalmente alle prime. Le relazioni, in questo caso, possono assumere anche un livello di consequenzialità poiché individuano dei rapporti tra cause distanti nel tempo.

Le principali correlazioni dirette sono rappresentate da *Global environment (1)* con *Outputs (2)*, *Outputs (1)* con *Outputs (2)*.

La consequenzialità consiste nel fatto che le cause di secondo livello sono subordinate ad altre cause primarie, quindi, individuando le cause correlate a queste si intende misurare la capacità di contagio delle stesse.

Ad esempio, alcune aziende che inizialmente hanno riscontrato un problema legato a *Global environment (1)*, successivamente hanno presentato cause anche nella macro *Outputs (2)* data

l'elevata correlazione tra le due variabili distanti nel tempo. Questo si spiega data la natura delle due cause, essenzialmente esterne all'azienda. In questa tabella quindi, diversamente da quella precedente, si evidenzia la consistenza di rapporti causa-effetto tra diverse variabili.

Lo stesso tipo di relazione lo troviamo anche tra aspetti negativi legati inizialmente alla categoria *Outputs (1)* e proseguiti nella stessa, magari con altre variabili, in questo caso si può notare come sia probabile un'evoluzione della variabile *Outputs* in altri problemi all'interno della stessa categoria.

Correlazioni negative, anche se più deboli, si trovano per quanto riguarda le variabili *Finance (1)* e la stessa categoria di secondo livello, *Operational management (1)* e *Strategy (2)*, *Finance (1)* e *Strategy (2)*.

Cause primarie legate alla composizione finanziaria si sono evolute molto probabilmente in altre cause legate alla stessa categoria.

Un basso livello nel *management* si è tradotto inevitabilmente a scelte poco ponderate in ottica strategica, come l'errata composizione degli investimenti.

Infine, sempre la struttura finanziaria ha portato l'azienda a compiere errate scelte di strategia.

In questa tabella non sono presenti dati relativi ad *Accident (2)*, probabilmente perché, quando si verificano incidenti molto gravi, questi sono indicati come elemento primario della crisi.

Non sono stati prese in considerazione le correlazioni rispetto ad *Operational management (2)* poiché le osservazioni sono molto poche e si rischiava di incorrere in problemi legati alla loro significatività.

3.3 Metodi di aggregazione

Un altro tema fondamentale nello studio del database, specialmente nella parte principale delle cause, è stato la scelta del modello di aggregazione delle micro cause.

Per poter studiare a livello inferenziale cause molto diverse, si è cercato di strutturarle in modo da valorizzare ogni singola informazione, altrimenti espressa in 0,1,2,3,4.

Durante lo studio di queste relazioni si è presentato un problema di perdita di informazioni legate al raggruppamento, necessario, di tutte le categorie di micro cause nelle relative macro.

Le cause che hanno portato l'azienda ad una procedura di risanamento, individuate nel documento di richiesta di ammissione, sono state da noi inserite in 47 tipologie, le micro cause. Queste, sono state successivamente organizzate in 8 categorie di livello superiore, le macro cause.

Appare evidente come un'analisi approfondita non possa prescindere da un certo livello di facilità di interpretazione, quindi l'elevata numerosità delle micro cause ha portato ad escludere un loro coinvolgimento nell'analisi regressiva seguente.

La peculiarità del database e la specificità delle cause prese in considerazione ha impedito l'applicazione di un metodo universalmente accettato per la loro aggregazione.

Si sono proposte quindi diverse alternative.

Tabella 3.4: Esempio di tipologia di cause osservate.

	Third parts					Finance		
	...	Devaluation of customer's credits	Longer period for credits collection	Crisis of a relevant client/client portfolio	...	Difficulties in obtaining bank credit	High indebtment	...
Azienda esempio	...	2	2	1	...	2	1	...

Fonte: Elaborazione propria.

La tabella sopra rappresentata dimostra come vi possano essere infiniti modi per aggregare tutte le cause relative a *Third parts* o a *Finance* in un unico valore, ma come sia difficile spiegare poi quel valore con un ragionamento calzante.

Il primo metodo preso in considerazione è la semplice somma dei valori, secondo la quale, sempre seguendo l'esempio precedente si produrrebbe questa tabella:

Tabella 3.5: Uso del metodo somma nell'esempio precedente.

	Third parts	Finance
Azienda esempio	5	3

Fonte: Elaborazione propria.

Da un lato vi è la facilità di applicazione nel nostro modello, dall'altro però la mancanza di una *ratio* significativa, che possa spiegare l'entità di questi numeri.

Alla base vi è un errore nella considerazione delle cause, poiché, secondo questa rappresentazione, assumono tutte lo stesso peso, sia che provengano da *Third parts*, sia che provengano da *Finance*.

In questo modello conta solamente la numerosità delle osservazioni di 1°, 2°, 3° e 4° livello.

Seguendo questa impostazione, il raggruppamento delle cause in un'azienda che avesse avuto solamente una variabile primaria in *Accident* (spesso determinante) e molte altre in diverse categorie sarebbe alquanto distorto, soppesando in modo esagerato le altre cause rispetto a quella, magari più rilevante, di *Accident*.

Tabella 3.6: Esempio di aggregazione con il metodo somma.

	Global environment	Production	Third parts	Outputs	Strategy	Finance	Accident	Operational management
Azienda esempio		3 (1+2)		3 (1+2)	1 (1)		1 (1)	

Fonte: Elaborazione propria.

In questo esempio è stato usato il metodo di aggregazione per somma, ipotizzando una micro causa primaria in *Production*, una secondaria sempre in *Production*, una primaria e una secondaria in *Outputs*, una primaria in *Strategy* e una primaria in *Accident*. Come dimostrato precedentemente una causa primaria in *Accident* potrebbe essere considerata di poca influenza con questo metodo, non andando a valorizzare la macro categoria.

Un altro metodo di aggregazione ipotizzato è la media.

Questo operatore viene spesso utilizzato per indicare una sintesi, magari concettualmente non realizzabile, di molti valori sottostanti.

Il problema riguardo all'applicazione di questa misura statistica all'interno dei nostri dati riguarda circa le stesse problematiche precedenti.

Non vi è un motivo secondo il quale dare maggiore o minore importanza a cause subordinate di vario livello, rispetto a cause primarie.

Nel processo che ha portato l'azienda alla scelta del concordato preventivo, si è visto come la stessa abbia avuto problemi di varia natura, difficilmente solo uno. Risulta difficile ipotizzare che solamente le cause sorte per prime siano state quelle fondamentali alla crisi dell'azienda, è possibile che cause primarie abbiano scatenato cause secondarie e che magari quelle siano imputabili al processo di decadimento.

Tabella 3.7: Esempio di aggregazione con il metodo media.

	Third parts	Finance
Azienda esempio	1,667	1,500

Fonte: Elaborazione propria.

Il risultato derivante dall'uso di questa impostazione sarebbe quindi più adatto alla somma algebrica mostrata precedentemente, perché pesa ogni osservazione in modo più adeguato, ma non tiene conto della differenza tra macro variabili.

Dal documento di ammissione alla procedura non si può distinguere in modo efficace le cause che effettivamente hanno avuto un peso determinante nella procedura. Si può distinguere sicuramente un legame di consequenzialità, di tempistiche e di relazioni tra le cause interne, ma è molto difficile estrapolare dai documenti qual è davvero la causa che assume maggior peso delle altre.

Se dal punto di vista della singola azienda questo è sicuramente vero, a livello aggregato si possono stabilire delle ipotesi di rilevanza, cercando di eliminare il più possibile la discrezionalità di chi analizza i documenti.

Questi presupposti hanno portato all'elaborazione di un diverso metodo di aggregazione che ha portato a numerosi benefici, sia in termini di successiva analisi inferenziale, sia di comprensione delle variabili prese singolarmente.

Il punto centrale del problema si è svolto sul ragionamento precedente: come attribuire a ciascuna variabile e a ciascun livello, un valore di ponderazione che fosse il più possibile univoco, eliminando la discrezionalità.

Si sarebbe potuto ad esempio attribuire arbitrariamente a qualche variabile, reputata generalmente più rilevante, un determinato valore (*Global environment* 90) e ad altre, valori inferiori (*Accident* 80, *Third parts* e *Operational management* 70, *Production* e *Finance* 60, *Outputs* e *Strategy* 50). Si sarebbe quindi suddiviso l'insieme delle variabili in diverse classi, quelle reputate più rilevanti (*Global environment*), quelle intermedie (*Accident*, *Third parts* e *Operational management*), e quelle poco rilevanti (*Production*, *Finance*, *Outputs* e *Strategy*).

Tabella 3.8: Esempio di ponderazione per tipologia di macro cause.

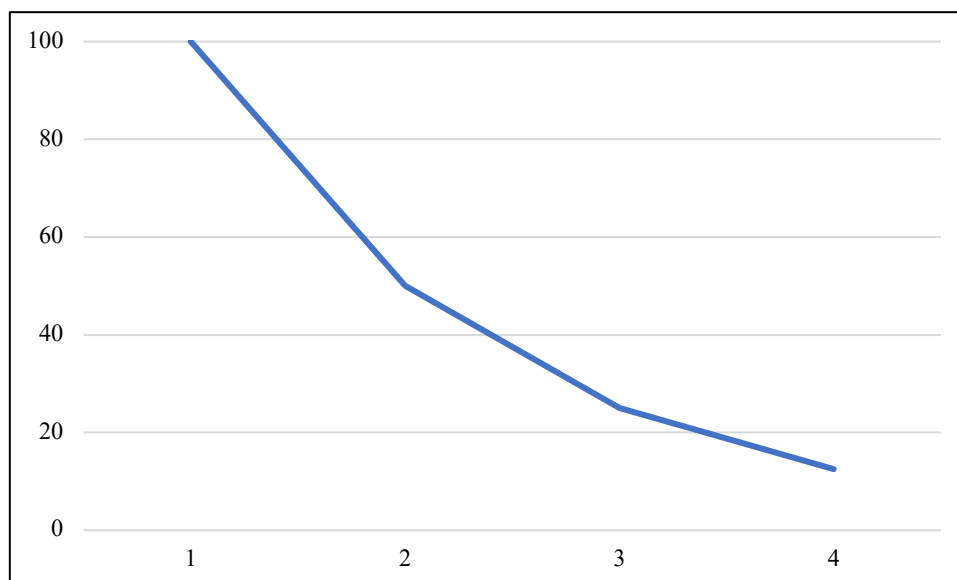
	Global environment	Production	Third parts	Outputs	Strategy	Finance	Accident	Operational management
Ponderazione	90	60	70	50	50	60	80	70

Fonte: Elaborazione propria.

Come passo successivo, oltre alla diversità delle variabili si sarebbe potuto pesare maggiormente cause di primo livello e meno quelle di livello successivo, magari usando una scala esponenziale inversa, in modo da attribuire un peso rilevante alle cause primarie, uno

molto inferiore alle secondarie, uno meno che proporzionale alle terziarie e uno di poco inferiore per le quaternarie. In questo modo si sarebbe potuto evidenziare la poca differenza tra cause di terzo livello e di quarto livello, in quanto difficilmente distinguibili.

Grafico 3.1: Esempio di ponderazione dei livelli, espresso in percentuali.



Fonte: Elaborazione propria.

Questo metodo magari avrebbe portato a risultati interessanti, ma avrebbe avuto una base completamente soggettiva, non solo diversa da azienda ad azienda, ma anche da persona a persona. Il livello di discrezionalità quindi avrebbe assunto valori troppo elevati per uno studio di portata generica.

Il passo successivo è stato quello di eliminare la componente soggettiva e riuscire a coniugare la numerosità del campione, la differenza tra diverse variabili ed il livello temporale.

Le aziende prese a campione sono aggregate per esito della procedura, la quale può essere in continuità, mista o liquidatoria. Tralasciando il fatto che sia la procedura in continuità, sia quella mista si suddividano in ulteriori due categorie, diretta e indiretta, sono state prese in considerazione solamente le aziende che avessero intrapreso una procedura di concordato preventivo liquidatoria.

Questo procedimento è stato seguito per individuare quelle imprese che molto probabilmente fossero ad un livello troppo elevato di dissesto per poter proseguire la loro attività e che quindi avessero risentito maggiormente delle cause da loro indicate.

Successivamente, con questo *dataset* di imprese, sono state calcolate tutte le frequenze, di tutte le 47 variabili, inserendo a numeratore quante volte la causa si fosse verificata in tutto il campione e a denominatore il numero totale di tutte le cause presenti a livello di macro.

Questo procedimento è stato svolto non solamente riguardo alle cause in generale, ma differenziandole nei vari livelli, in modo da calcolare quante cause di 1°, 2° e 3° livello fossero presenti nella relativa categoria (è stata esclusa l'unica osservazione di 4° livello, indicata come di 3° livello).

Questo procedimento complesso risulta più facile nella comprensione grazie all'ausilio di una tabella esplicativa.

Tabella 3.9: Esempio metodo basato sulla frequenza.

	Global environment						Third parts					
		Sectorial crisis	Climate issue	Global economic crisis	Change public policies	Currency rate		Devaluation of customer's credits	Longer period for credit collection	Crisis of a relevant client/client portfolio	Shorter period for paying suppliers	Missed/high delayed payment by public administration
Az. es. 1		1										
Az. es. 2		1						1				1
Az. es. 3												
Az. es. 4		1		1	1							
Az. es. 5				1			2	2	1			
Az. es. 6		1										
Az. es. 7		1										
Az. es. 8				1								
Az. es. 9		1					2					
Az. es. 10				1	1				1			
Az. es. 11		1						2		2		
Az. es. 12				1	1							
N. di 1	0	7	0	5	3	0	0	0	1	2	0	1
N. di 2	0	0	0	0	0	0	0	2	2	0	1	0
N. di 3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tot. 1 macro	15						4					
Tot. 2 macro	0						5					
Tot. 3 macro	0						0					
Freq. 1	0,0000	0,4667	0,0000	0,3333	0,2000	0,0000	0,0000	0,0000	0,2500	0,5000	0,0000	0,2500
Freq. 2	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,4000	0,4000	0,0000	0,2000	0,0000
Freq. 3	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Elaborazione propria.

Questa tabella non mostra le frequenze realmente osservate, ma vuole solamente aiutare nella comprensione del procedimento svolto.

Successivamente sono stati inseriti i valori relativi alle frequenze in corrispondenza dell'osservazione di una causa, e questo procedimento è stato svolto su tutto il campione, utilizzando anche le aziende coinvolte in procedure in continuità o miste.

Il ragionamento che sottende queste scelte è abbastanza logico. Si sono ponderate maggiormente quelle cause che, a prescindere dal loro livello, risultavano più frequenti nelle aziende che successivamente avrebbero richiesto una procedura liquidatoria, quindi più negativa rispetto a quella in continuità.

Si è riusciti quindi ad assegnare una ponderazione ad ogni singola variabile e ad ogni singolo livello, che non fosse risultato di una mera decisione soggettiva, ma avvalorata dai dati in nostro possesso. Con questo metodo è infatti possibile che alcune variabili di secondo e terzo livello abbiano una ponderazione uguale, superiore o inferiore ad altre di primo livello, in base alla loro frequenza.

La tabella che ne risulta, prendendo ad esempio i dati fittizi precedenti, è questa:

Tabella 3.10: Ponderazione per la frequenza.

	Global environment						Third parts					
		Sectorial crisis	Climate issue	Global economic crisis	Change public policies	Currency rate		Devaluation of customer's credits	Longer period for credit collection	Crisis of a relevant client/client portfolio	Shorter period for paying suppliers	Missed/high delayed payment by public administration
Az. es. 1	0,0000	0,4667	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Az. es. 2	0,0000	0,4667	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,2500	0,0000	0,0000	0,2500
Az. es. 3	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Az. es. 4	0,0000	0,4667	0,0000	0,3333	0,2000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Az. es. 5	0,0000	0,0000	0,0000	0,3333	0,0000	0,0000	0,0000	0,4000	0,4000	0,5000	0,0000	0,0000
Az. es. 6	0,0000	0,4667	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Az. es. 7	0,0000	0,4667	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Az. es. 8	0,0000	0,0000	0,0000	0,3333	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Az. es. 9	0,0000	0,4667	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,4000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Az. es. 10	0,0000	0,0000	0,0000	0,3333	0,2000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,5000	0,0000	0,0000
Az. es. 11	0,0000	0,4667	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,4000	0,0000	0,2000	0,0000
Az. es. 12	0,0000	0,0000	0,0000	0,3333	0,2000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Elaborazione propria.

Analizzando i dati originari per livello si nota come quasi tutte le variabili (47) del database abbiano valori diversi tra loro, ottenendo quindi quella diversità ricercata all'inizio.

Infine, i dati sono stati aggregati sommando tutte le frequenze presenti all'interno della macro ed è stata effettuata una trasformazione logaritmica per avvicinare la loro distribuzione il più possibile ad una distribuzione normale (seppur, come ci si aspettava, senza mai raggiungerla).

Equazione 3.1: Metodo di aggregazione utilizzato.

$$\text{Valore aggregato della macro} = \ln \left[\left(\sum_{i=1}^n \text{Freq. Micro}_i \right) + 1 \right]$$


Fonte: Elaborazione propria.

Dove n è il numero di micro categorie presenti nella relativa macro (non hanno tutte lo stesso numero) e Freq. Micro_i è la frequenza i -esima della micro categoria.

Nel calcolo del logaritmo naturale è stata aggiunta una unità per evitare che si verificasse un errore nei calcoli, questo perché in alcuni casi non erano presenti molte micro cause e poteva capitare che, a livello aggregato, la macro presentasse il valore 0. Calcolare il logaritmo naturale di 0 sarebbe risultato impossibile.

La tabella definitiva sulla quale sono stati poi svolti ulteriori approfondimenti è rappresentata da questo esempio:

Tabella 3.11: Applicazione del logaritmo naturale sull'aggregazione utilizzata.

	Global environment	Third parts		Global environment	Third parts	
1	0,4667	0,0000	 Applicando la formula del logaritmo naturale	1	0,3830	0,0000
2	0,4667	0,5000		2	0,3830	0,4055
3	0,0000	0,0000		3	0,0000	0,0000
4	1,0000	0,0000		4	0,6931	0,0000
5	0,3333	1,3000		5	0,2877	0,8329
6	0,4667	0,0000		6	0,3830	0,0000
7	0,4667	0,0000		7	0,3830	0,0000
8	0,3333	0,0000		8	0,2877	0,0000
9	0,4667	0,4000		9	0,3830	0,3365
10	0,5333	0,5000		10	0,4274	0,4055
11	0,4667	0,6000		11	0,3830	0,4700
12	0,5333	0,0000		12	0,4274	0,0000

Fonte: Elaborazione propria.

Il risultato che ne consegue è sicuramente più articolato dei primi 2 modelli analizzati (somma e media), ma gode di molti più benefici d'interpretazione rispetto ai precedenti:

- Discrezionalità del modello molto bassa, derivante per lo più dalla scelta del campione di aziende in concordato liquidatorio e non di altre categorie;
- Spettro di valori molto più numeroso rispetto ai modelli precedenti, ma comunque riconducibile alla micro di partenza;
- Differenziazione tra le 47 variabili, evitando il problema più evidente rispetto somma e media che consideravano tutte le variabili alla stessa stregua;
- Differenziazione anche rispetto ai livelli, che ora sono pesati non in funzione di un'ipotetica maggior o minor rilevanza, ma dal loro ruolo effettivo nelle aziende in concordato liquidatorio.

Vi sono da segnalare comunque gli aspetti negativi che si potrebbero riscontrare:

- Soggettività comunque presente, anche se marginale, ma che potrebbe alterare i risultati finali o il loro significato;
- Modello logaritmico selezionato per facilità d'uso, vi sono infatti altre possibili trasformazioni da effettuare per cercare di normalizzare i dati;
- Mancanza di normalità delle variabili, questo non aiuta la specificazione di un modello regressivo poiché esso parte dal presupposto che le variabili inserite seguano una distribuzione normale.

D'altro canto, è già molto raro che osservazioni puntuali relative a fenomeni reali assumano distribuzione normale, senza tener conto poi che queste sono osservazioni estrapolate da un documento in cui la disamina delle cause non rappresentava il fine ultimo e le cui interpretazioni sono state inevitabilmente condizionate dai nostri ragionamenti personali.

3.4 Analisi inferenziale tra variabili

3.4.1 Metodo di selezione delle regressioni lineari

Un modo pratico per evidenziare ulteriormente le relazioni che vi possono essere tra le cause interne nel campione di aziende da noi analizzato è la regressione lineare.

Questa tipologia di analisi econometrica risulta molto interessante per quantificare, oltre al singolo indicatore della correlazione, la predisposizione a variare di una determinata causa rispetto alle altre.

Mentre Blazy, Chopard, Fimayer e Guigou, nel *paper* del 2011,⁷ avevano provato ad individuare quali cause potessero intervenire nel fallimento o meno dell'azienda, nulla era stato detto riguardo a come le cause stesse potessero propagarsi all'interno dell'impresa.

Questi autori non avevano individuato pesi diversi per cause diverse, si erano limitati ad osservare la presenza o meno di determinate cause all'interno dell'azienda.

In questo elaborato, invece, è stato usato un modello di aggregazione delle cause che ha permesso di quantificare il peso di ogni singola macro causa, in modo da poter studiare in modo inferenziale come esse possano essersi propagate all'interno delle aziende.

Per poter individuare quali fossero le relazioni più consistenti tra le cause sono state svolte otto diverse regressioni lineari, rispetto le relative otto macro cause come variabili dipendenti e le restanti cause, più qualche indicatore di bilancio, poste come variabili indipendenti.

I dati in nostro possesso possono essere in qualche modo soggettivi, poiché non sono dati puntuali ma sono speculazioni dedotte dal ricercatore (seppur in modo scientifico) al fine di stabilire o meno la presenza di quella determinata causa all'interno della crisi d'azienda. Questo però non impedisce alle successive analisi di avere un fondamento teorico e pratico, oltre che un utilizzo preventivo e didattico per migliorare gli strumenti già attualmente a disposizione delle imprese.

Le successive otto regressioni sono state suddivise in tre gradi di significatività, questo per diversi motivi.

⁷ Blazy R., Chopard B., Fimayer A., Guigou J., *Employment preservation vs. creditor's repayment under bankruptcy law: The French dilemma?*, International review of Law and Economics, n. 31, 2011.

Il primo motivo è la loro rilevanza in ambito econometrico. Cercare delle relazioni a tutti i costi tra variabili è controproducente, sia riguardo alla bontà dell'analisi svolta, sia rispetto al suo significato interpretativo.

Nel selezionare le regressioni che avessero un determinato *standard* di qualità ci si è riferito a determinati indicatori.

Il primo indicatore è la significatività delle variabili, il secondo è l'*Adjusted R²*, ovvero uno degli indici di bontà del modello, il terzo è il significato in termini pratici ed infine la vicinanza della distribuzione degli errori ad una normale con media 0.

Il secondo motivo alla base della scelta delle regressioni è la numerosità dei dati analizzati.

In tutto il dataset in nostro possesso le cause osservate si concentravano principalmente in tre categorie principali, quali *Global environment*, *Third parts* e *Finance*. Poiché *Global environment* presentava, come successivamente verrà dimostrato, indicatori di bontà del modello troppo bassi, si è deciso di concentrare le analisi solamente sulle regressioni che ponevano *Third parts* e *Finance* come variabili dipendenti.

3.4.2 *Analisi inferenziali non significative*

In questo primo insieme di analisi svolte, sono state inserite tutte quelle regressioni che non sono risultate significative ai fini della nostra ricerca di un eventuale contagio tra le cause della crisi.

Per fare questa tipologia di analisi è tornata estremamente utile la metodologia di aggregazione presentata nel capitolo 3.1.2, le variabili sono quindi da intendersi come frutto di quel processo ed anche la loro analisi deve percorrere un ragionamento inverso.

I regressori definiti indipendenti, oltre alle altre cause aggregate, sono:

- LN(TEMPO): il numero di giorni che intercorre dalla data di apertura della procedura alla data di omologa, variabile poi trasformata in scala logaritmica;
- LN(TOTASS): il totale degli asset aziendali, questa variabile è risultata collineare rispetto alla grandezza dell'impresa quindi sarebbe risultato errato inserirle entrambe, poiché avrebbero spiegato la stessa cosa, è stata preferita appunto TOTASS poiché non categoriale, ma continua e quindi più precisa per i nostri fini, variabile poi trasformata in scala logaritmica;
- NUM1: il numero di cause primarie all'interno di ogni azienda;
- NUM2: il numero di cause secondarie all'interno di ogni azienda;

- NUM3: il numero di cause terziarie all'interno di ogni azienda;
- LN(DEBPN+1000): il rapporto tra debiti e patrimonio netto per ogni azienda, il valore 1000 è legato solamente alla trasformazione logaritmica;
- LN(BANKDEB): il rapporto tra debiti verso banche e totale dei debiti, variabile poi trasformata in scala logaritmica;
- LN(ASSPASS): il rapporto tra totale degli asset e totale delle passività, variabile poi trasformata in scala logaritmica.

Il *software* di analisi⁸ ha provveduto a modificare l'estensione del campione analizzato in base alla completezza dei dati al suo interno, si osserva infatti una riduzione del campione da 208 a 183 imprese.

Le regressioni presentate sono da considerarsi il passaggio finale di un'analisi più ampia. Nelle regressioni di partenza erano presenti tutte le macro cause diverse dalla variabile dipendente e tutti gli indicatori elencati precedentemente.

Nel caso della regressione lineare è sempre più prudente passare da un modello generico ad uno particolare, piuttosto che viceversa, per non incorrere in errori statistici causati dal mancato inserimento di una variabile rilevante all'interno della regressione.

Sono state eliminate quindi le variabili che presentassero un livello di significatività inferiore al 95%, in altre parole sono state eliminate quelle variabili che avessero un coefficiente non distinguibile da 0, quindi inutili per il nostro obiettivo.

Se si osserva infatti la colonna P>t tutti i valori sono inferiori allo 0,05 (tranne la costante, la quale risulta necessaria per la regressione).

⁸ Regressioni effettuate con il software Stata, versione 14.2.

Tabella 3.12: Analisi inferenziale della variabile dipendente “Global environment”.

Number of obs	=	183
F(4, 178)	=	6.79
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.1323
Adj R-squared	=	0.1128
Root MSE	=	.25692

LN(GLOENV+1)	Coef.	Std. Err.	P>t	Beta
LN(TOTASS)	.0447354	.0138969	0.002	.2265765
LN(FINANCE+1)	-.1978083	.0603329	0.001	-.2404242
NUM1	.0343927	.0127273	0.008	.1943356
NUM2	.0398306	.0168129	0.019	.1675865
_cons	-.2770314	.209688	0.188	.

Fonte: Elaborazione propria.

Tabella 3.13: Analisi inferenziale della variabile dipendente “Accident”.

Number of obs	=	183
F(1, 181)	=	5.78
Prob > F	=	0.0173
R-squared	=	0.0309
Adj R-squared	=	0.0256
Root MSE	=	.08068

LN(ACC+1)	Coef.	Std. Err.	P>t	Beta
LN(MANAG+1)	.1641237	.0682864	0.017	.1758635
_cons	.0099457	.0061613	0.108	.

Fonte: Elaborazione propria.

Tabella 3.14: Analisi inferenziale della variabile dipendente “Operational management”.

Number of obs	=	183
F(3, 179)	=	7.88
Prob > F	=	0.0001
R-squared	=	0.1167
Adj R-squared	=	0.1019
Root MSE	=	.083

LN(MANAG+1)	Coef.	Std. Err.	P>t	Beta
LN(PROD+1)	-.0763146	.0249752	0.003	-.2343113
LN(STRAT+1)	-.0560316	.0225943	0.014	-.1838936
NUM1	.0206502	.0045328	0.000	.3634065
_cons	-.017131	.0133158	0.200	.

Fonte: Elaborazione propria.

Il terzo indicatore che si osserva dopo il numero di osservazioni e la statistica F è, insieme all'*Adjusted R²*, un valore di bontà del modello. In particolare, viene effettuato un *F Test* sulla regressione per evidenziare quale sia la probabilità che tutti i regressori indipendenti, visti in ottica congiunta, siano uguali a 0. Questa probabilità è praticamente pari a 0 in ognuno dei tre modelli presentati.

Nella nostra analisi non viene considerato l'indicatore R^2 perché all'aumentare del numero di regressori questo indicatore tende a fallire. Questo aspetto negativo viene risolto dall'*Adjusted R²*, che invece indica (in modo molto generico) quanto i nostri regressori spieghino la variabile dipendente.

In tutte e tre le regressioni presentate, questo valore risulta molto basso, pari a circa il 2,45% nel caso peggiore e 11,28% in quello migliore. Queste percentuali purtroppo non possono essere considerate soddisfacenti, poiché dimostrano la totale inutilità del modello analizzato.

Se si osservano le variabili dipendenti si capisce perché sembrano non esserci relazioni importanti tra le variabili, nel caso di *Global environment* e *Accident* si tratta di cause essenzialmente indipendenti da altre cause. La crisi a livello globale non può infatti dipendere da variabili interne all'azienda, così come disastri di natura casuale come incendi, cataclismi, etc.

Nel caso di *Operational management* invece la mancanza di significatività della regressione potrebbe derivare dalle poche osservazioni a nostra disposizione in questa tipologia di cause.

Le relazioni individuate sono quindi da ritenersi casuali e non è stata ritenuta necessaria una loro spiegazione approfondita, poiché potrebbero risultare collegamenti fuorvianti tra cause, di fatto, indipendenti.

3.4.3 Analisi inferenziali esatte ma non significative

Le successive tre analisi inferenziali risultano significative per ciò che riguarda l'indicatore dell'*Adjusted R²*, ma all'interno del *dataset* a nostra disposizione sono cause che si sono verificate in un numero non sufficiente rispetto alle ultime due variabili (*Third parts* e *Finance*) che quindi verranno successivamente analizzate in modo più approfondito.

Tabella 3.15: Analisi inferenziale della variabile dipendente “Production”.

Number of obs	=	183
F(6, 176)	=	13.89
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.3214
Adj R-squared	=	0.2983
Root MSE	=	.22525

LN(PROD+1)	Coef.	Std. Err.	P>t	Beta
LN(THIRD+1)	-.1898294	.0602966	0.002	-.2402406
LN(STRAT+1)	-.2383898	.0624065	0.000	-.2548211
LN(FINANCE+1)	-.2040196	.0536941	0.000	-.2515372
LN(MANAG+1)	-.6513776	.1979236	0.001	-.2121521
NUM1	.100761	.012375	0.000	.5775309
NUM2	.0855127	.0179533	0.000	.3649635
_cons	-.0567975	.0383057	0.140	.

Fonte: Elaborazione propria.

Tabella 3.16: Analisi inferenziale della variabile dipendente “Outputs”.

Number of obs	=	183
F(5, 177)	=	17.18
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.3268
Adj R-squared	=	0.3077
Root MSE	=	.18934

LN(OUT+1)	Coef.	Std. Err.	P>t	Beta
LN(THIRD+1)	-.2417227	.0517092	0.000	-.3614716
LN(FINANCE+1)	-.1571876	.0447598	0.001	-.2289929
NUM1	.0670442	.0097033	0.000	.4540641
NUM2	.0841732	.0149437	0.000	.424489
NUM3	.1183023	.0266752	0.000	.2842197
_cons	-.0786578	.0323134	0.016	.

Fonte: Elaborazione propria.

Tabella 3.17: Analisi inferenziale della variabile dipendente “Strategy”.

Number of obs	=	183
F(8, 174)	=	9.67
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.3077
Adj R-squared	=	0.2758
Root MSE	=	.2446

LN(STRAT+1)	Coef.	Std. Err.	P>t	Beta
LN(PROD+1)	-.3285953	.0786762	0.000	-.3074068
LN(THIRD+1)	-.1532151	.0686999	0.027	-.1813998
LN(FINANCE+1)	-.229602	.0597024	0.000	-.2648244
LN(MANAG+1)	-.5692852	.2172664	0.010	-.1734588
NUM1	.1015647	.0145144	0.000	.5445998
NUM2	.0648825	.0202452	0.002	.259059
NUM3	.1634452	.0345712	0.000	.3108935
LN(DEBPN+1000)	.1022406	.0428933	0.018	.1516871
_cons	-.7318786	.3012454	0.016	.

Fonte: Elaborazione propria.

Nelle tre le regressioni presentate il valore dell’*Adjusted R²* è pari a circa il 27,58% nel caso peggiore e 30,77% in quello migliore. I risultati sono abbastanza soddisfacenti dal lato tecnico della regressione poiché sembra che effettivamente possano esserci relazioni consistenti tra le variabili. Tuttavia, si è preferito concentrare l’analisi sulle ultime due regressioni presentate nel capitolo successivo.

Anche se esatte, queste regressioni presentano un difetto nel numero delle osservazioni alla base del *dataset* che potrebbe influenzare l’esito della regressione stessa. Nello studio inferenziale è necessario possedere una base di dati quantomeno sufficiente, ciò non è stato possibile in questo caso per le poche osservazioni presenti nelle cause inserite come variabile dipendente. Questo problema è fondamentale soprattutto se si tratta di variabili supposte dipendenti.

3.4.4 Analisi inferenziali esatte e significative

Le ultime due analisi sono risultate quelle più utili al nostro scopo di ricercare delle relazioni tra le cause poiché le osservazioni delle variabili dipendenti sono numericamente significative ed inoltre gli indici di bontà del modello sono risultati ottimi in ogni caso.

Tabella 3.18: Analisi inferenziale della variabile dipendente “Third parts”.

Number of obs	=	183
F(7, 175)	=	22.54
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.4741
Adj R-squared	=	0.4531
Root MSE	=	.25167

LN(THIRD+1)	Coef.	Std. Err.	P>t	Beta
LN(PROD+1)	-.2681645	.0798322	0.001	-.2118937
LN(OUT+1)	-.4438095	.0944694	0.000	-.2967836
LN(STRAT+1)	-.1650661	.0745172	0.028	-.1394192
LN(FINANCE+1)	-.2543977	.0624564	0.000	-.2478337
NUM1	.0994287	.0157585	0.000	.4503099
NUM2	.1945844	.0178057	0.000	.6562113
NUM3	.1684275	.0376447	0.000	.2705934
_cons	-.0184853	.0439084	0.674	.

Fonte: Elaborazione propria.

Tabella 3.19: Analisi inferenziale della variabile dipendente “Finance”.

Number of obs	=	183
F(8, 174)	=	9.54
Prob > F	=	0.0000
R-squared	=	0.3049
Adj R-squared	=	0.2729
Root MSE	=	.2827

LN(FINANCE+1)	Coef.	Std. Err.	P>t	Beta
LN(GLOENV+1)	-.2718241	.0798805	0.001	-.2236425
LN(PROD+1)	-.3144736	.0894531	0.001	-.2550668
LN(THIRD+1)	-.3512794	.0812155	0.000	-.3605832
LN(OUT+1)	-.4318528	.1089255	0.000	-.2964366
LN(STRAT+1)	-.3083012	.0819633	0.000	-.2672962
NUM1	.1298207	.0175682	0.000	.6035262
NUM2	.1380723	.0243006	0.000	.4779638
NUM3	.1684842	.0438213	0.000	.2778538
_cons	.143347	.0566581	0.012	.

Fonte: Elaborazione propria.

Nelle due le regressioni precedenti il valore dell'*Adjusted R²* è pari a circa il 27,29% nel caso peggiore e 45,31% in quello migliore.

L'aspetto che risulta molto interessante è come vi siano molte variabili che risultano estremamente significative.

Sicuramente il peso delle variabili *Third parts* e *Finance* non può essere spiegato solamente con questi regressori, ma comunque, tra gli altri, questi sono sicuramente significativi.

Per procedere ad un'analisi sul peso di ogni singola variabile sono stati calcolati i beta standardizzati di entrambe le regressioni.

Tabella 3.20: Beta standardizzati della regressione con variabile dipendente “Third parts”.

LN(THIRD+1)	LN(PROD+1)	LN(OUT+1)	LN(STRAT+1)	LN(FINANCE+1)	NUM1	NUM2	NUM3	_cons
	-.2118937	-.2967836	-.1394192	-.2478337	.4503099	.6562113	.2705934	.

Fonte: Elaborazione propria.

Le relazioni in questo caso sono estremamente significative, perché supportate anche da numerose osservazioni nel *dataset* in nostro possesso.

La prima variabile significativa è *Production*, al netto della trasformazione logaritmica questa variabile influenza negativamente il peso della variabile dipendente *Third parts*. Il valore beta

che assume è abbastanza alto dato che all'aumentare di un'unità del peso della variabile *Production*, il peso della causa *Third parts* diminuisce di 0,2119 circa. La relazione individuata consiste nel fatto che qualora il peso misurato con il metodo aggregato della variabile *Production* aumentasse, si registrerebbero meno osservazioni o osservazioni meno frequenti nella variabile *Third parts*. Ciò non significa che le cause verso parti terze spariscono qualora vi siano numerose osservazioni nella categoria riguardante la produzione. La relazione che viene individuata si basa solamente sul peso che questa variabile occupa all'interno dell'azienda. Problemi di produzione possono portare sicuramente anche a problemi verso parti terze, ma è più probabile che, all'aumentare di problemi di produzione, le cause osservabili verso parti terze rientrino nella categoria di quelle meno frequenti, con una minor probabilità quindi di osservare cause come la svalutazione dei crediti verso clienti (molto frequente all'interno del *dataset*).

La centralità della crisi non sarebbe più rivolta ad un ambito esterno, ma più che altro alla disfunzione di qualche struttura interna, come il magazzino troppo fornito o la mancanza di flessibilità dei macchinari.

La seconda causa che influenza negativamente la variabile dipendente è *Outputs*.

Qualora l'azienda manifestasse rilevanti problemi rispetto alle condizioni di vendita esterne, meno saranno quelli rispetto ai crediti deteriorati o di allungamento dei pagamenti (prendendo le micro cause più frequenti). Questo è logico se si pensa alle cause più rilevanti all'interno di *Outputs* come il cambio di scelta di molti clienti, prima legati alla propria azienda, oppure all'intervento di altre aziende con costi e manodopera più bassi. Qualora sorgessero problemi di questo tipo i crediti verso i clienti non sarebbero il problema principale della nostra azienda, poiché non vi sono più compratori disposti ad investire nel nostro prodotto, o ve ne sarebbero molti meno.

La relazione che invece influisce meno, tra quelle significative, è *Strategy*, è infatti difficile spiegarsi come un aumento delle problematiche a livello strategico possa influenzare negativamente il peso delle cause rivolte a parti terze. Si può ipotizzare che la variabile *Strategy* influisca negativamente nella presenza di cause rivolte a parti terze poiché probabilmente essa è collegata a politiche strategiche che non interferiscono con le relazioni che l'azienda intrattiene con i suoi clienti.

Un peso rilevante è occupato anche dalla variabile *Finance*, che influisce sempre negativamente la variabile *Third parts*. Leggendo congiuntamente questo risultato con i dati della correlazione si può supporre che all'aumentare del peso della variabile *Finance* diminuisca quella relativa alla variabile *Third parts*, ma ciò non influenzi il numero di cause presenti nella macro categoria, quanto la loro rilevanza all'interno delle cause determinanti alla crisi dell'impresa.

Quindi all'aumentare della presenza della variabile *Third parts* aumenterà anche il numero di cause relative a *Finance*, ma il peso di queste cause diminuirà all'aumentare della rilevanza della variabile *Finance*. In sostanza, le cause sono tra loro collegate ma ovviamente la rilevanza di una macro causa ha un effetto inverso sulla rilevanza dell'altra macro causa.

Risultano molto più importanti nel calcolo del peso della variabile *Third parts* il numero delle cause di secondo livello. L'effetto è più significativo che quello con cause primarie. Probabilmente quindi più elevato sarà il numero di cause secondarie, più sarà probabile che esse ricadano all'interno della macro *Third parts*.

Per studiare gli effetti che le altre cause hanno sulla variabile *Finance* sono sempre stati creati i valori beta standardizzati.

Tabella 3.21: Beta standardizzati della regressione con variabile dipendente "Finance".

LN(FINANCE+1)	LN(GLOENV+1)	LN(PROD+1)	LN(THIRD+1)	LN(OUT+1)	LN(STRAT+1)	NUM1	NUM2	NUM3	_cons
	-.2236425	-.2550668	-.3605832	-.2964366	-.2672962	.6035262	.4779638	.2778538	.

Fonte: Elaborazione propria.

Le cause che risultano significative sono quindi *Global environment*, *Production*, *Third parts*, *Outputs* e *Strategy*.

Risulta significativo, inoltre, il numero di cause primarie, secondarie e terziarie elencate dall'azienda.

La causa che pesa di più è *Third parts*. All'aumento di una unità di questa variabile corrisponde una diminuzione di 0,3605 circa della variabile *Finance*.

Tralasciando la presenza della trasformazione logaritmica, più la variabile *Third parts* assume un peso rilevante nell'azienda, quindi all'aumentare di cause molto frequenti o alla presenza di molte cause congiuntamente, più è probabile che sorgano problemi di natura finanziaria meno frequenti oppure che l'azienda non faccia riferimento ad essi nelle cause che l'hanno portata alla richiesta di concordato preventivo.

Lo stesso ragionamento vale anche per la variabile *Global environment* anche se questa risulta quella meno importante. Più il problema si concentra nell'aspetto globale, meno specifico sarà rispetto alla categoria *Finance*.

Questo non vuol dire che in questi casi *Finance* sia poco importante, ma solamente che la maggior parte dei problemi saranno di altra natura.

Un'altra relazione significativa è tra il peso della variabile *Production* e la variabile dipendente *Finance*. Questa relazione negativa è abbastanza logica dato che si tratta di ambiti abbastanza differenti, soprattutto per le micro categorie che risultano al loro interno. Risulta normale quindi che all'aumentare di problemi relativi alla produzione vi siano meno cause rilevanti all'interno di *Finance*, che quindi assumerebbe un peso marginale nel computo delle cause più rilevanti per la richiesta di un concordato preventivo.

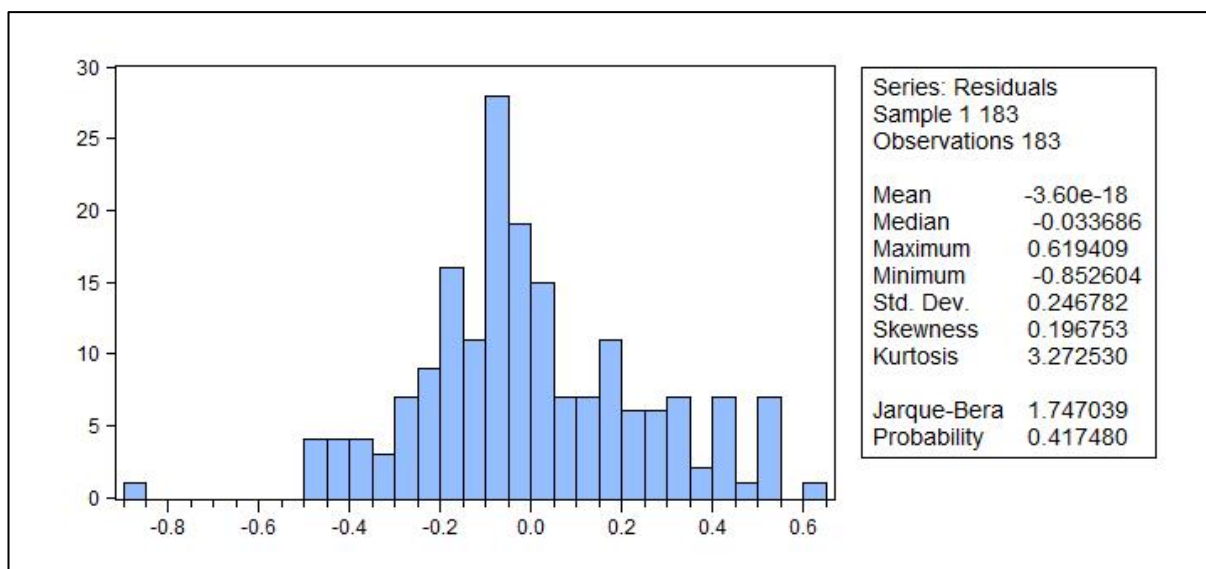
Altre relazioni negative risultano dalle variabili *Outputs* e *Strategy*. Guardando congiuntamente anche ai risultati della correlazione si nota che si tratta principalmente di correlazioni negative e quindi inverse. Problemi legati a fattori esterni per la vendita del prodotto e problemi strategici sono inversamente correlati con i problemi di natura finanziaria e dalla regressione si evince che qualora comunque si verificassero assieme, non potrebbero assumere la stessa rilevanza e all'aumentare della rilevanza di *Outputs* o *Strategy*, diminuirebbe il peso della causa *Finance*. Continuando con l'analisi dei beta notiamo una relazione diretta tra il numero di cause primarie, secondarie e terziarie con l'aumento del peso della variabile *Finance*. Questo risultato era largamente preventivato ed anche la composizione era prevedibile. Infatti, il peso di *Finance* aumenterà molto quanto vi saranno molte cause di primo livello, che sono anche le più frequenti, meno quando sono di secondo livello e in modo ancora ridotto per quelle di terzo livello.

Un'analisi regressiva di buon livello non può prescindere da uno studio dei suoi residui, per capire almeno come essi si comportino.

L'unico *test* da poter svolgere sui residui, non trattandosi di una regressione su serie storiche, è la normalità dei residui. Per assunzione ci si aspetta che i residui della regressione seguano l'andamento di una Normale con media pari a 0. Ci si basa sul principio che, se essi sono veramente casuali, il loro valore atteso sia appunto 0, tale da compensare realizzazioni positive con quelle negative.

Il *test* effettuato sui residui del campione è un *test Jarque-Bera* ed ha come ipotesi nulla la verifica congiunta del valore 0 per l'asimmetria e 3 per la curtosi. Questo *test* è quindi volto a verificare la normalità dei residui.

Grafico 3.2: Distribuzione degli errori della regressione con “Third parts” variabile dipendente.

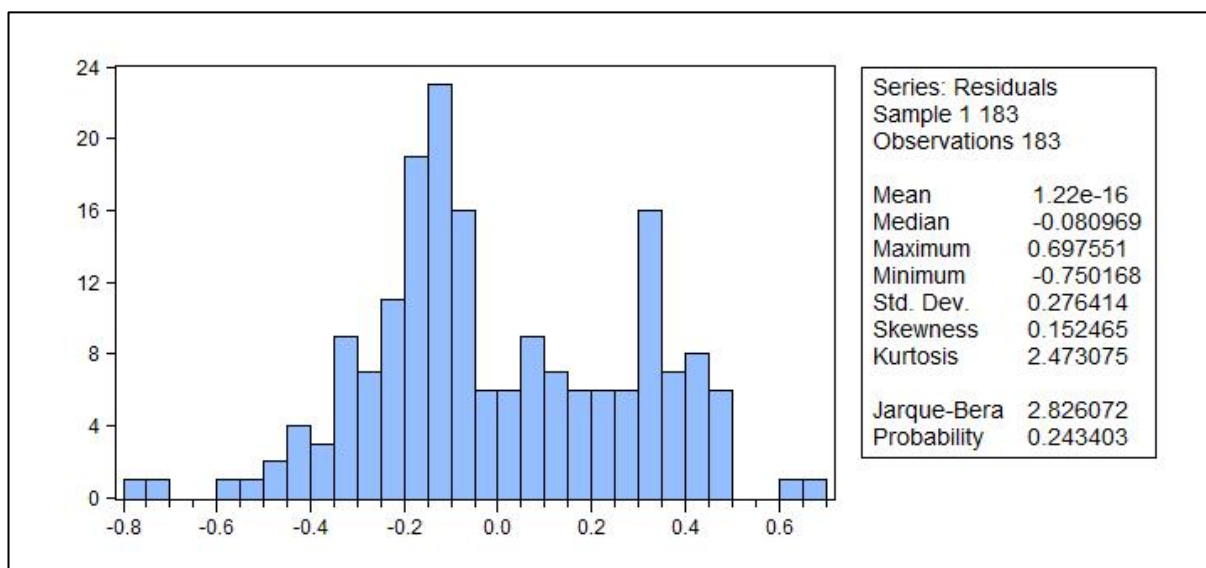


Fonte: Elaborazione propria.⁹

La distribuzione in questo grafico rappresenta quella dei residui nella regressione con variabile dipendente *Third parts*. Nonostante il grafico non ci faccia suggerire ad una distribuzione Normale, il *test* ci suggerisce di accettare l’ipotesi nulla di normalità, inoltre, guardando alla media degli errori, il valore è molto prossimo allo 0.

La regressione risulta quindi soddisfacente.

Grafico 3.3: Distribuzione degli errori della regressione con “Finance” variabile dipendente.



Fonte: Elaborazione propria.

⁹ Grafici effettuati con il software EViews, versione 9.

Come nell'analisi precedente, anche in questo caso il *test Jarque-Bera* ci suggerisce di accettare l'ipotesi di normalità dei residui, guardando anche la media, essa è molto vicina allo 0 della distribuzione Normale.

Conclusione

Lo studio delle crisi d'impresa ha dimostrato come le modalità attraverso le quali il dissesto si manifesta sono molteplici.

Si possono evidenziare cinque categorie principali di crisi, in base ai sintomi principali evidenziati. La crisi da inefficienza deriva da mancate ottimizzazioni in funzioni fondamentali dell'impresa, la crisi da sovracapacità/rigidità deriva dalla bassa flessibilità della struttura produttiva e amministrativa, la crisi da decadimento dei prodotti è dovuta dalla bassa competitività del prodotto principale, la crisi da carenza di programmazione/innovazione è dovuta essenzialmente allo scarso livello di managerialità dell'impresa e la crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale da un errata ponderazione tra capitale proprio e capitale esterno.

Queste tipologie di crisi possono portare ad un dissesto che può interessare solamente l'imprenditore che si accolla, per definizione, il rischio di impresa, ma ciò accade raramente. Nella maggior parte dei casi l'impresa è inserita in un ambiente economico composto da un insieme di *stakeholders*, inevitabilmente influenzati dall'andamento dell'impresa stessa.

Nel perseguimento della *ratio* di difesa di questi creditori sono state concepite le prime forme di risanamento aziendale, che avevano come unica finalità l'espulsione dell'impresa dal mercato e la massima soddisfazione dei creditori.

Dopo la riforma del 2005 questo *corpus* normativo è stato aggiornato ed in particolare il legislatore si è concentrato sulla possibilità di proseguimento dell'attività imprenditoriale, in modo tale da evitare il contagio della crisi anche in ambito sociale.

L'imprenditore ora dispone di un più ampio spettro di soluzioni per gestire la crisi della sua impresa, da quelle meno invasive come il piano attestato di risanamento, a quelle più permeanti, come le varie forme di concordato preventivo.

Nel campione di aziende successivamente analizzato, ogni impresa coinvolta aveva partecipato almeno ad una procedura tra il concordato preventivo e l'accordo di ristrutturazione dei debiti. Sono state svolte analisi approfondite per comprendere quali fossero i motivi alla base di questo dissesto e per comprendere quali fossero le caratteristiche empiriche di ogni procedura.

Le aziende che hanno scelto una procedura volta alla continuità aziendale, risultano di un numero maggiore rispetto a quelle che hanno dovuto optare per un procedimento liquidatorio. Questa sembra essere proprio la finalità ricercata dal legislatore, anche vista la continua crescita della procedura di concordato preventivo negli anni.

L'incidenza della crisi su queste aziende si è notata soprattutto per quanto riguarda la drastica diminuzione del personale in un periodo relativamente breve di tre anni, inoltre si sono notate differenze dalle aziende di medie dimensioni rispetto alle micro-piccole imprese. Le aziende più grandi hanno contrastato meglio problematiche riguardanti l'aspetto manageriale o a quello strategico, mentre le piccole hanno riscontrato minori problemi legati direttamente alla produzione.

L'impatto della crisi economica globale nel campione analizzato è risultato determinante e molto spesso tutte le altre cause si sono manifestate successivamente a questa osservazione. Importanti problematiche sono state riscontrate nell'ambito finanziario ed in quello legato a relazioni con parti terze, come i clienti. Si è visto anche come vi sia una forte relazione tra tutte le cause e come da ognuna si diramino poi una serie di ulteriori effetti negativi.

Queste relazioni sono state studiate più approfonditamente nell'ultima parte dell'elaborato, guardando la correlazione tra cause temporalmente equidistanti ed altre separate nel tempo.

In questo procedimento e nelle analisi precedenti si sono palesate cause più o meno frequenti, si è deciso quindi di concentrare l'analisi solamente su quelle che avessero un campione di analisi abbastanza ampio.

Uno dei problemi principali nello studio aggregato delle variabili è stato il loro raggruppamento in categorie più riconoscibili, evitando la perdita di informazione derivante da tale processo. In questo verso è stata adottata una tecnica basata sulle frequenze che ha permesso una puntuale differenziazione tra tutte le cause di partenza ed una loro logica aggregazione.

La parte conclusiva dell'analisi è stata svolta sulle macro cause riguardanti l'aspetto finanziario e quelle riguardanti le parti terze rispetto a tutte le altre variabili considerate esogene. Nella regressione riguardante *Third parts* la relazione negativa più consistente si è evidenziata nella variabile *Outputs*, mentre il numero delle cause di natura secondaria influenza direttamente il peso della variabile endogena, più del numero di cause primarie o terziarie. La regressione lineare riguardante il peso delle cause di natura finanziaria ha evidenziato delle relazioni negative rispetto al peso delle cause verso parti terze, mentre sia direttamente collegato al numero di cause primarie, poi secondarie e terziarie.

In definitiva si nota che vi sono relazioni negative tra le cause che dimostrano come vi sia una tendenza alla concentrazione delle cause in un'unica macro categoria. Dalle analisi svolte risulta

difficile che un'azienda abbia sofferto di un'eterogeneità di problemi differenti, dalle regressioni si evince come la presenza o il maggior peso di alcune cause porti ad escludere la presenza di altre categorie di cause, oppure alla presenza di cause meno frequenti.

Le analisi descrittive iniziali, sviluppate prima in modo generale e poi in modo aggregato, la lettura della correlazione, tra variabili appartenenti allo stesso istante temporale o a momenti separati ed infine lo studio inferenziale su due delle principali macro categorie, ci hanno permesso di individuare una struttura di cause legate tra loro da diversi rapporti di causa effetto. La comprensione di questi legami all'interno delle cause del dissesto aziendale può permettere di individuare quali siano gli aspetti più critici da prendere in considerazione in ottica di un risanamento aziendale efficace e quali invece siano solamente cause peculiari della singola impresa.

Bibliografia

Altman E., *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, Journal of Finance, n. 4, 1968.

Altman E., Hotchkiss E., *Corporate financial distress and bankruptcy*, John Wiley & Sons, New York, 2016.

Bastia P., *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Giappichelli Editore, Torino, 1996.

Blazy R., Chopard B., Fimayer A., Guigou J., *Employment preservation vs. creditor's repayment under bankruptcy law: The French dilemma?*, International review of Law and Economics, n. 31, 2011.

Blazy R., Chopard B., Nigam N., *Building legal indexes to explain recovery rates: An analysis of the French and English bankruptcy codes*, Journal of Banking & Finance, n. 37, 2013.

Franchi F., Fondazione ARISTEIA, *Fallimenti e Collegio sindacale*, Fondazione ARISTEIA, 2007.

Capaldo P., *Crisi d'impresa e il suo risanamento*, Banche e Banchieri, n. 8, 1977.

Coda V., *Crisi e risanamento aziendali*, Sviluppo e Organizzazione, n. 75, 1983.

Danovi A., *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, 2014.

Danovi A., Quagli A., *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, IPSOA, Milano, 2008.

Gioia D., Chittipeddi K., *Sensemaking and sensegiving in strategic change initiation*, Strategic Management Journal, vol. 12, n. 6, pp. 433-448, 1991.

Gioia D., Corley K., Hamilton A., *Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research: Notes on the Gioia Methodology*, Organizational Research Methods, 2013.

Guatri L., *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè Editore, Milano, 1986.

Guatri L., *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995.

Giacosa E., Mazzoleni A., *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli Editore, Torino, 2012.

Mazzoleni M., Veneziani M., *L'efficacia del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione del debito nell'esperienza dei tribunali lombardi*, Giappichelli Editore, Torino, 2014.

Pencarelli T., *Le crisi d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, 2013.

Tedeschi Toschi A., *Crisi d'impresa tra sistema e management: per un approccio allo studio delle crisi aziendali*, Egea, 1993.

Weitzel W., Jonsson E., *Decline in Organizations: A Literature Integration and Extension*, Administrative Science Quarterly, vol. 34, n. 1, 1989.

Sitografia

www.portalecreditori.it

www.cerved.it

www.abi.it

www.aida.bvdinfo.com

www.fallimentipadova.com

www.fallimentirovigo.com

www.fallimentitreviso.com

www.fallimentivenezia.com

www.fallimentivicenza.com

