



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Economia e Management

L'efficacia degli strumenti di diagnosi della crisi: applicazione ad
alcune realtà aziendali.

The effectiveness of crisis diagnostic tools: application to some
business realities.

Relatore: Chiar.mo

Prof. Simone Poli

Tesi di Laurea di:

Elisa Mattioli

Anno Accademico 2018 – 2019

INDICE

Introduzione.....	5
-------------------	---

CAPITOLO I – ASPETTI GENERALI DELLA CRISI

D’IMPRESA.

I.1 Cause e tipologie di crisi aziendali.....	16
I.1.1 Crisi da inefficienza.....	20
I.1.2 Crisi da rigidità.....	21
I.1.3 Crisi da decadimento del prodotto.....	22
I.1.4 Crisi da squilibrio finanziario.....	23
I.1.5 Crisi da carenza di programmazione ed innovazione.....	24
I.2 Gli stadi della crisi aziendale.....	25
I.2.1 Squilibri ed inefficienze.....	26
I.2.2 Perdite economiche.....	28
I.2.3 L’insolvenza.....	30
I.2.4 Il dissesto.....	30
I.3 I segnali della crisi d’impresa e i requisiti delle tecniche di accertamento.....	32

CAPITOLO II – STRUMENTI DI DIAGNOSI DELLA CRISI

D'IMPRESA

II.1 Individuazione della crisi: sistema informativo e nuove diagnosi.....	39
II.2 I modelli tradizionali complessi: l'analisi di bilancio.....	49
II.2.1 Le finalità dell'analisi di bilancio.....	49
II.2.2 Classificazioni delle analisi di bilancio.....	51
II.2.3 Le fasi fondamentali dell'analisi di bilancio.....	54
II.3 Indicatori della performance per la previsione della crisi d'impresa...	66
II.3.1 Analisi della solvibilità aziendale.....	67
II.3.2 Analisi della redditività.....	75
II.3.3 Analisi dell'indebitamento.....	77
II.3.4 Analisi del Cash Flow.....	79
II.4 I modelli evoluti o statistici utilizzati per la previsione delle insolvenze.....	82
II.4.1 Modelli di analisi Monovariata.....	85
II.4.2 Modelli di analisi Multivariata.....	93

CAPITOLO III – ANALISI DI ALCUNE REALTÀ AZIENDALI:

APPLICAZIONE DEI MODELLI EMPIRICI.

III.1 La metodologia utilizzata.....	111
III.2 Il campione di aziende selezionate.....	113
III.3 Applicazione del modello complesso al campione di aziende.....	116
III.3.1 Analisi della solvibilità aziendale.....	119
III.3.2 Analisi della redditività.....	126
III.3.3 Analisi dell'indebitamento.....	132
III.3.4 Analisi del Cash Flow.....	138
III.4 Applicazione dei modelli evoluti al campione di aziende.....	142
III.4.1 Applicazione del modello di analisi multivariata.....	143
Conclusioni.....	151
Bibliografia.....	157
Ringraziamenti.....	161

INTRODUZIONE

Le crisi aziendali che hanno colpito le imprese, negli ultimi anni, sono state più frequenti ed hanno avuto una più intensa manifestazione rispetto al passato, tanto da essere diventate oggetto di studio da parte di molteplici autori.

L'idea di sviluppare tale studio sulla crisi, nasce dall'esigenza, sempre più incalzante, sia per gli imprenditori, sia per l'intero sistema economico, di mettere a punto degli strumenti che permettessero di avere informazioni circa lo stato di salute delle aziende, e che, allo stesso tempo, fossero stati in grado di agevolare ed indirizzare la gestione d'impresa.

La crisi d'impresa si evolve, potrebbe regredire o progredire, ma lo stato di crisi delle aziende può scomparire solo se viene affrontato in tempo; è pertanto importante che l'imprenditore o i manager svolgano un'attenta sorveglianza preventiva, volta ad individuare l'insorgenza di possibili situazioni di crisi.

Il presente lavoro, dunque, ha l'obiettivo di evidenziare e valutare l'importanza dell'utilizzo degli strumenti diagnostici da parte delle imprese, al fine di avere una panoramica sullo stato di salute delle aziende, individuare l'insorgenza di possibili situazioni critiche, a diversi livelli aziendali, ed, eventualmente, mettere in atto delle azioni correttive al fine di ripristinare l'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dell'impresa stessa.

A tal fine, l'elaborato è stato diviso in tre capitoli. Nel primo capitolo, dopo aver passato in rassegna le principali definizioni e le principali teorie in tema di crisi d'impresa, sviluppatasi nel corso del tempo, si procederà ad analizzare le principali cause e le diverse tipologie di crisi aziendali che potrebbero insorgere nelle imprese; infine, sempre nel primo capitolo, si cercherà di individuare i segnali della crisi aziendale.

Il secondo capitolo, invece, si focalizza sull'attenzione alle modalità di prevenzione e di individuazione degli stati di crisi: infatti, solo da un valido ed approfondito lavoro di individuazione dello stato di salute aziendale, si possono impostare diagnosi corrette ed interventi risanatori appropriati. In questa seconda parte, quindi, si illustreranno i principali strumenti diagnostici, utilizzabili da imprenditori e manager, e che rientrano nella grande famiglia dei modelli empirici; in particolare si approfondiranno i modelli tradizionali complessi ed i modelli evoluti o statistici.

I modelli tradizionali complessi si basano sull'utilizzo dell'analisi di bilancio, mentre i modelli evoluti sono quei modelli che, grazie all'introduzione della statistica, permettono di superare le lacune dell'analisi di bilancio. I modelli evoluti si dividono in due grandi famiglie: i modelli di analisi monovariata ed i modelli di analisi multivariata; nel presente lavoro si andranno ad approfondire entrambi i modelli di analisi, prendendo in considerazione quelli più rilevanti:

per l'analisi monovariata si approfondirà lo studio di William H. Beaver degli anni sessanta e successivamente quello di Roberto Barontini del 2000, mentre per l'analisi multivariata, si approfondiranno i modelli elaborati da Edward I. Altman, a partire dal 1968, fino ad arrivare ad uno studio effettuato dall'autore nel 2013, con l'aiuto di due autori italiani: Alessandro Danovi ed Alberto Falini.

Seguendo le orme del capitolo secondo, nel terzo ed ultimo capitolo si andrà a valutare l'efficacia degli strumenti illustrati nel capitolo precedente, al fine di capire se tali metodologie possono essere utilizzate dalle imprese per individuare, in via anticipata, delle possibili situazioni di crisi.

Con lo scopo appena illustrato, dunque, è stato selezionato un campione di aziende italiane, tutte società di capitali ed aventi dimensioni diverse, che hanno dichiarato lo stato di fallimento nel 2018 e per le quali, l'ultimo bilancio disponibile risulta essere quello al 31/12/2017.

Di tali aziende si procederà a studiare i bilanci relativi ai cinque anni precedenti la dichiarazione di fallimento, andando ad applicare, agli stessi, prima i modelli tradizionali complessi e, in un secondo momento, i modelli evoluti.

CAPITOLO I – ASPETTI GENERALI DELLA CRISI D’IMPRESA.

La crisi d’impresa è un fenomeno, che nel corso degli anni, ha interessato moltissimi studiosi che hanno cercato di dare una spiegazione ed una definizione al fenomeno stesso; infatti, nella letteratura economico – aziendale si riscontra una continua evoluzione concettuale di tale fenomeno, partendo dagli anni cinquanta e sessanta¹, fino ad arrivare ai giorni nostri, dove solo l’introduzione del nuovo Codice della crisi d’impresa, ha delineato e dato una definizione di crisi.

In Economia Aziendale, in generale, il termine crisi viene utilizzato per indicare la situazione di gravità, più o meno elevata, in cui ciascuna impresa si trova; per ognuna di esse, poi, cambiano le cause responsabili della manifestazione della crisi e le modalità di risanamento.

Fino agli anni sessanta tutto ciò che riguardava i cambiamenti di un’impresa, erano dovuti a fattori di origine esterna e al di fuori di ogni possibilità di intervento da parte dei soggetti interni e dei manager: solo nel momento in cui cambiavano i fattori esterni, dovuti, ad esempio alla modifica di una determinata

¹ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 13.

normativa, allora a quel punto, anche l'impresa, dal punto di vista interno, doveva adattarsi al cambiamento². Secondo questa ideologia, quindi, anche la crisi era considerata come un fenomeno a carattere eccezionale, dovuto solo ed esclusivamente a fattori di origine esterna rispetto all'impresa e scaturente da alcuni limiti o imperfezioni che caratterizzavano la struttura del sistema industriale.

Solo dagli anni settanta, la situazione cambia e l'evoluzione ambientale subisce una brusca accelerazione dovuta, da una parte, da una serie di cause legate allo sviluppo tecnologico, e, dall'altra alla maggiore espansione dei traffici commerciali³. In un contesto simile, le crisi cessano di essere considerate come fenomeni sporadici e legati, solo ed esclusivamente a fattori di natura esterna all'impresa.

Come accennato sopra, numerosi sono stati gli studiosi che hanno cercato di dare una definizione al concetto di crisi: essi, infatti, partendo dalle definizioni di impresa e da come essa viene considerata, hanno anche cercato di delineare il fenomeno della crisi. Di seguito si cercherà di riassumere le principali teorie dell'impresa, a livello italiano, e i principali autori che si sono interessati del

² Cfr. S. MARASCA (a cura di); *Misurazione della performance e strumenti di controllo strategico*; Esculapio; Bologna; 2011.

³ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 9.

fenomeno crisi d'impresa.

Primo fra tutti è Luigi Guatri che attraverso l'approccio classico⁴, considera la crisi come una "patologia", cioè un male inevitabile, ma necessario, che assicura la selezione naturale delle aziende meritevoli, decretando la fine di quelle che invece non abbiano saputo gestire processi, competenze e relazioni in modo adeguato; infatti, secondo l'autore, l'estinzione delle aziende sono considerate il prezzo da pagare per riequilibrare l'ambiente.

Come Guatri, anche Bastia, sostiene che "la crisi è uno stato patologico dell'azienda, tale da poterne compromettere la stessa sopravvivenza e da richiedere impegnativi interventi risanatori"⁵; l'impresa in mancanza di un intervento, sia esso esterno o interno, non è più in grado di arrestare il danneggiamento, arrivando così al dissesto.

Altra teoria rilevante, a livello italiano, è la teoria istituzionalista dell'impresa⁶, il cui maggior esponente è stato Gino Zappa, che definisce "*l'impresa come un istituto economico e duraturo, dotato di propria soggettività*"; secondo tale concezione, l'impresa è in crisi quando vengono meno gli elementi ed i presupposti istituzionalisti dati dalla stabilità di governo, dall'autonomia

⁴ Cfr. L. GUATRI; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986; pag. 4.

⁵ Cfr. P. BASTIA; *La pianificazione e il controllo dei risanamento aziendali*; Giappichelli Editore; Torino; 1996.

⁶ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 15.

imprenditoriale, dall'orientamento di lungo termine e dall'autosufficienza economica.

Altra teoria italiana, di particolare rilievo ed importanza è quella concernente il sistema dei principi dell'Economia Aziendale “pura” definita da Aldo Amaduzzi⁷; secondo tale teoria l'azienda, nello svolgimento della sua gestione, persegue, in modo dinamico, un equilibrio prospettico, al quale concorrono tre tipologie di equilibri:

- equilibrio economico, rappresentato dalla capacità dell'impresa di ottenere un volume di ricavi sufficiente, derivante dalla vendita dei beni e dei servizi prodotti, per la copertura dei costi, sia variabili che fissi, e che permetta di remunerare tutti i fattori della produzione;
- equilibrio finanziario, rappresentato dalla capacità dell'azienda di soddisfare i bisogni finanziari ed essere in grado di rispondere in maniera puntuale ai propri impegni, mediante i flussi finanziari in entrata e derivante dallo sviluppo dell'impresa nel lungo periodo⁸;
- equilibrio patrimoniale, cioè l'attitudine dell'azienda a mantenere una solidità patrimoniale necessaria a garantirle l'esistenza, lo sviluppo e

⁷ Cfr. A. AMADUZZI; *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*; Utet; Torino; 1986.

⁸ La solvibilità, deve essere intesa sia a livello strutturale, nel lungo periodo, come correlazione tra investimenti e finanziamenti aziendali, sia a livello immediato, come pareggio tra entrate ed uscite monetarie.

la crescita.

L'impresa deve sempre tenere in considerazione le relazioni esistenti tra tutti i tre gli equilibri, in quanto essi costituiscono i tre elementi dell'equilibrio prospettico che ciascuna impresa vorrebbe raggiungere, ed al fine di non intaccare gli altri aspetti di tale equilibrio, nel caso in cui uno dei tre fenomeni incorra in uno stato di crisi⁹: la crisi viene, quindi, vista come *“quel fenomeno patologico di decadenza graduale delle condizioni di gestione, che trova la sua origine nell'esistenza di pesanti squilibri di natura economica, patrimoniale e finanziaria”*¹⁰.

Altro approccio interessante al fenomeno della crisi, è quello offerto da Caramiello¹¹: l'autore fa riferimento a tre tipi di “ordini”, necessari affinché l'impresa conservi il suo successo nel tempo:

- l'ordine di tipo combinatorio che deve intercorrere tra i fattori produttivi;
- l'ordine sistematico tra le diverse operazioni che l'impresa realizza per raggiungere gli obiettivi aziendali;
- l'ordine di composizione che riguarda la corrispondenza tra le forze interne e le forze esterne.

⁹ Nel momento in cui un'impresa si trova in difficoltà sul fronte dell'equilibrio economico, ad esempio, inevitabilmente, nel corso del tempo, tale difficoltà si ripercuote e si riflette sia sull'equilibrio patrimoniale, sia sull'equilibrio finanziario

¹⁰ Cfr. A. AMADUZZI; *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*; Utet; Torino; 1986.

¹¹ Cfr. C. CARAMIELLO; *L'azienda nella fase terminale*; Colombo Cursi; Pisa; 1968.

La crisi, secondo Caramiello, si manifesta nel momento in cui si ha una spaccatura di questi ordini che altera la “forza auto – generatrice” dell’azienda, che le permette, in condizioni normali, di adeguare, attraverso le normali attività gestionali, le proprie risorse e le proprie strategie ai mutamenti ambientali; quando questa forza viene meno, si viene a generare una crisi latente, che si mostra nel momento in cui l’impresa si trova a dover affrontare i radicali cambiamenti ambientali da lei non percepiti¹².

In generale, quindi, la letteratura economico - aziendale considera la crisi come un fenomeno che si manifesta attraverso degli squilibri di natura economica, patrimoniale e finanziaria, ma che può svilupparsi progressivamente raggiungendo diversi stadi¹³.

Analizzando il problema da punto di vista giuridico, si può affermare che nell’ordinamento italiano, fino all’introduzione del nuovo Codice della Crisi d’impresa, non esisteva una vera e propria definizione di crisi, ma la si doveva estrapolare dalla lettura coordinata di alcuni articoli della legge fallimentare.

L’art. 160 della Legge Fallimentare¹⁴ precisa che per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza; lo stato di insolvenza, definito dall’art. 5 della stessa

¹² Cfr. C. CARAMIELLO; *L’azienda nella fase terminale*; Colombo Cursi; Pisa; 1968; pagg. 122 e seguenti.

¹³ Cfr. L. GUATRI; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.

¹⁴ Legge Fallimentare aggiornata con le modifiche introdotte con la legge n. 232 del 11 dicembre 2016.

Legge Fallimentare, si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni¹⁵.

È solo grazie all'introduzione del D. Lgs 14/2019 che si ha una vera e propria definizione di crisi a livello normativo: essa viene definita come *“lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate”*¹⁶.

¹⁵ Cfr. Art. 160 della Legge Fallimentare aggiornata con le modifiche introdotte con la legge n. 232 del 11 dicembre 2016.

¹⁶ Cfr. Art. 2 del Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza, in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n° 155.

I.1 CAUSE E TIPOLOGIE DI CRISI AZIENDALI.

La classificazione delle cause della crisi presenta un'ampia varietà di posizioni dottrinarie¹⁷; nonostante questo, si preferisce adottare una logica entity-based, secondo la quale non tutte le categorie di crisi possono interferire allo stesso modo nei diversi contesti aziendali. Le cause da monitorare devono essere identificate dal management, comparando l'azienda e i suoi fattori competitivi da un lato, e il contesto competitivo, in cui l'azienda opera, dall'altro. Quindi è possibile affermare che nella realtà è difficile trovare una lista onnicomprensiva di tutte le cause che possono portare l'azienda in uno stato di squilibrio, in quanto le variabili da considerare sono molteplici e non sono per tutte le imprese le stesse.

Nonostante questo, mantenendo un livello generale, senza entrare nei particolari dei diversi contesti e dei diversi settori nei quali le imprese operano, i motivi che inducono le stesse ad entrare in una situazione di crisi, possono essere, sostanzialmente, divisi in motivi di natura soggettiva e motivi di natura oggettiva¹⁸.

¹⁷ Cfr. A. DANOVI, A. QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento.*; Wolters Kluwer; Vicenza; 2015; pag. 8.

¹⁸ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 11.

I motivi di natura soggettiva sono quelli che dipendono dai comportamenti del management o dei soci, quindi derivanti dai comportamenti di soggetti interni all'impresa; mentre i motivi di natura oggettiva riguardano gli eventi esterni che colpiscono un singolo settore o l'intero ambiente economico.

Tra i motivi di natura soggettiva rientrano¹⁹:

- inerzia o incapacità del management nell'adattare le diverse condizioni del mercato alle strategie utilizzate fino a quel momento;
- visione limitata sulla percezione dello stato di crisi e sui metodi di intervento per farvi fronte;
- minore capacità previsionale rispetto alla concorrenza che, invece, è in grado di intuire prima o meglio la situazione di crisi e le nuove opportunità;
- decisioni non supportate da sufficiente o errata analisi riguardo la tipologia di problemi che si devono affrontare;
- reazione lenta rispetto ai concorrenti riguardanti sia i processi decisionali, sia di incapacità di prendere decisioni nel timore di effettuare errori;
- imitazione delle attività della concorrenza se non supportata da

¹⁹ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 11

un'efficace programma strategico;

- incapacità di ammettere gli errori di gestione e strategici, soprattutto da parte degli amministratori che agiscono per conto dei soci;
- incapacità dell'azienda di far fronte ad eventi esterni a causa della rigidità strutturale della stessa;
- inefficienze operative;
- incapacità manageriali;
- diversificazioni di investimenti attraverso l'utilizzo di risorse sottratte al core-business dell'impresa.

Tra i motivi di natura oggettiva²⁰, e quindi di carattere esterno, invece, rientrano:

- motivi politici e normativi come ad esempio le politiche di deregulation²¹, di variazione dei dazi tariffari, abolizione di sistemi protezionistici, ecc...;
- motivi economici, come, ad esempio, la variazione della propensione al consumo degli individui e delle famiglie, le dinamiche dei cicli economici, l'affermarsi di Paesi dove esistono bassi costi di produzione,

²⁰ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 13.

²¹ Processo per cui i governi e gli Stati cessano i controlli sul mercato ed eliminano le restrizioni nell'economia, al fine di incoraggiare le operazioni del mercato stesso.

l'appartenenza a strutture economiche integrate e la globalizzazione dei mercati;

- motivi socio-culturali riguardanti, ad esempio, le variazioni demografiche;
- motivi connessi con le variazioni dei comportamenti dei consumatori, come ad esempio maggior ricorso a produzioni ecologiche e solidali;
- motivi tecnologici, quali le variazioni degli standard tecnologici nei prodotti;
- motivi connessi all'andamento del prezzo delle materie prime;
- motivi esterni dovuti all'ascesa dei Paesi emergenti che sono in grado di competere con prezzi molto più bassi rispetto a quelli dei Paesi occidentali.

Alla luce di tutto questo, è possibile affermare che la crisi può essere causata sia da ragioni di tipo interno all'impresa, dovuti sia all'incapacità del gruppo imprenditoriale e manageriale di governare i rapporti tra le dinamiche ambientali esterne e quelle aziendali interne, sia da ragioni di tipo esterno all'impresa stessa, cioè al manifestarsi di situazioni non prevedibili, che ne mettono a repentaglio la sopravvivenza, la quale dipende dalla velocità con cui l'impresa è in grado di

rimuovere i fattori che determinano la crisi e mettere in atto azioni riparatorie²².

È possibile, tuttavia, affermare che né i motivi di natura interna e né i motivi di natura esterna, da soli, possono essere causa di una crisi; l'insuccesso del processo è dovuto all'inadeguatezza delle competenze imprenditoriali e manageriali rispetto alla complessità dei problemi di gestire o alle difficoltà della situazione²³.

Nella teoria economica²⁴ si possono distinguere cinque diverse tipologie di crisi, anche se in alcune occasioni, si presentano in combinazione tra di loro:

- crisi da inefficienza;
- crisi da rigidità;
- crisi da decadimento del prodotto;
- crisi da squilibrio finanziario;
- crisi da carenza di programmazione ed innovazione.

I.1.1 Crisi da inefficienza.

Questa tipologia di crisi si verifica quando l'attività aziendale non ha rendimenti in linea con quelli dei concorrenti ed opera con costi più elevati.

²² Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 30.

²³ Cfr. T. PENCARELLI (a cura di); *Le crisi d'impresa. Diagnosi, previsione e procedure di risanamento*; Franco Angeli; Milano; 2013; pag. 28.

²⁴ Cfr. L. GUATRI, *Economia delle aziende industriali e commerciali*; Egea; Milano; 1992; pagg. 465 e seguenti.

L'inefficienza deve essere analizzata in relazione ai principali concorrenti e questo potrebbe rappresentare un limite per la conduzione di un'analisi approfondita, in quanto non sono sempre disponibili tutti i dati necessari per un confronto dettagliato sulle performance²⁵. Infatti potrebbero sfuggire delle piccole carenze di efficienza come anche delle analisi effettuate sui bilanci di esercizio, potrebbero rilevare degli scostamenti importanti.

L'inefficienza si può verificare in tutte le aree che appartengono all'azienda, anche se sono più comuni nelle aree di produzione del bene o del servizio²⁶; in questo caso l'analisi si basa sul confronto dei costi di produzione o sull'analisi degli indici di efficienza.

I.1.2 Crisi da rigidità.

Si manifesta quando l'azienda produce in misura superiore rispetto alla domanda che viene richiesta dal mercato. Questa situazione può derivare da due diverse motivazioni quali:

- sovracapacità del settore in cui l'azienda opera a causa delle diverse preferenze dei consumatori, oppure, ad esempio, a causa di importatori maggiormente competitivi. In una situazione simile l'impresa potrebbe

²⁵ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 49.

²⁶ L'area produttiva risulta essere quella più critica, in quanto gli elementi di debolezza sono molteplici: obsolescenza degli strumenti di produzione, scarsi interventi innovativi, esuberanza del personale non eliminabile, difficoltà logistiche, ecc.

entrare in crisi per l'incapacità di adeguare la propria produzione alle condizioni richieste dalla domanda; in particolare, le aziende forti potranno mantenere i loro livelli di produzione sottraendo quote di mercato ai concorrenti, mentre le aziende più deboli rischieranno di entrare in uno stato di crisi, difficile da gestire;

- sovracapacità della singola azienda a causa della perdita di quote di mercato oppure a causa della mancata crescita dei ricavi a fronte di investimenti particolarmente importanti; l'unica soluzione per evitare la crisi, in questa situazione, è quella di adeguare la propria struttura produttiva e ridurre i costi²⁷.

I.1.3 Crisi da decadimento del prodotto.

La crisi da decadimento del prodotto si manifesta quando la produzione dell'azienda non incontra più i favori della domanda la quale è attratta e propensa ad acquistare prodotti sostitutivi o prodotti di aziende appena nate che potrebbero rispondere meglio alle loro esigenze, sia in termini di prodotto che in termini di prezzo²⁸.

²⁷ La contrazione di alcuni costi gestionali può risultare complicata, soprattutto per quanto riguarda la sfera del personale e i costi fissi legati a determinati servizi centrali (amministrazione e finanza) e alle immobilizzazioni tecniche presenti (ammortamenti ed oneri finanziari correlati), eliminabili solo con interventi a medio/lungo termine.

²⁸ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 15.

Questo tipo di crisi è oggi causata dalla concorrenza dei Paesi in via di sviluppo che sono in grado di offrire gli stessi prodotti, o simili, a prezzi nettamente più bassi.

I.1.4 Crisi da squilibrio finanziario.

Tale crisi si manifesta nelle situazioni di congiuntura negativa cioè a causa del manifestarsi, contemporaneamente, di alcuni fattori che determinano un effetto negativo sul capitale dell'azienda.

Questa situazione può insorgere quando le aziende finanziano con debiti a breve termine una parte delle attività immobilizzate, determinando un livello di indebitamento elevatissimo e spostato eccessivamente sul breve termine; si viene quindi a creare uno squilibrio in quanto il capitale circolante diventa negativo e viene a prevalere l'indebitamento bancario a breve²⁹.

Quella appena descritta, è la tipica problematica che si viene a creare soprattutto nelle PMI italiane³⁰.

La crisi che ne deriva, dal punto di vista economico, è causata dagli elevati

²⁹ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 10.

³⁰ Le imprese italiane, essendo per la maggior parte di piccole o medie dimensioni, sono spesso familiari e concentrate sulla figura dell'imprenditore con nessuna struttura manageriale, localizzate in settori tradizionali caratterizzati da una bassa produttività, intensità tecnologica e capacità innovativa; inoltre esse sono caratterizzate da una forte dinamica demografica, con nascite e morti molto frequenti. Sono imprese che fanno grande ricorso all'indebitamento bancario a breve e che hanno difficoltà a rivolgersi ad investitori istituzionali diversi, come private equity, venture capital o altri partner.

oneri finanziari provocati dal pesante indebitamento e dall'elevato costo del denaro preso in prestito.

Lo squilibrio finanziario, molto spesso, rappresenta il sintomo e non la malattia; non è la causa della crisi, ma un effetto di altre situazioni di crisi che si amplifica e aggrava l'andamento negativo complessivo dell'impresa³¹.

I.1.5 Crisi da carenza di programmazione ed innovazione.

La crisi da carenza di programmazione ed innovazione si verifica quando l'impresa non è in grado di adattarsi ai mutamenti ambientali e non è in condizione di innovare il proprio modello di fare impresa per distinguersi dalle altre imprese concorrenti e per aggredire nuovi mercati.

Gli errori³² che possono essere commessi in questo ambito sono molteplici:

- un'attenzione eccessiva al breve termine, tale da causare un peggioramento delle capacità reddituali dell'intero organismo;
- il mancato coinvolgimento diretto del management di medio-basso livello e del personale;
- difficoltà di prevedere le linee evolutive delle condizioni ambientali per svolgere la gestione in maniera più adatta.

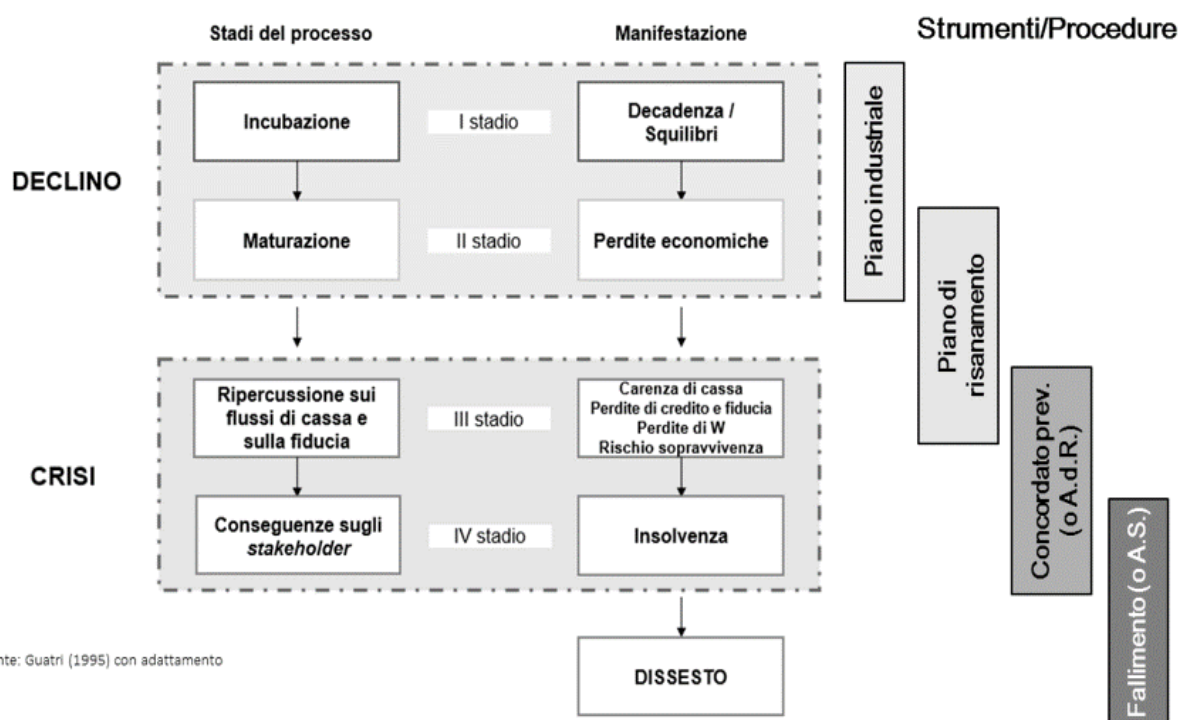
³¹ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 13.

³² Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 50

I.2 GLI STADI DELLA CRISI AZIENDALE.

Dopo aver analizzato le principali cause e le principali tipologie di crisi aziendali che si possono venire a creare, l'analisi prosegue evidenziando i principali stadi della crisi.

Qualunque sia la sua causa, la crisi d'impresa, secondo L. Guatri³³, come nella figura sotto esposta, può essere individuata secondo quattro stadi:



³³ Cfr. L. GUATRI; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.

- squilibri/inefficienze diffuse su tutta la struttura organizzativa;
- perdite economiche, che si manifestano a diversi livelli del Conto Economico e che si traducono nel disequilibrio tra costi e ricavi;
- insolvenza, dove si verifica uno squilibrio nel ciclo finanziario;
- dissesto, dove si verifica uno squilibrio patrimoniale ed un passivo scoperto (patrimonio netto negativo).

Nei successivi paragrafi si approfondiranno tutti e quattro gli stadi.

I.2.1 Squilibri ed inefficienze.

All'origine della crisi generalmente sussistono fenomeni di squilibrio e di inefficienza, che possono essere di origine interna o esterna³⁴.

La condizione essenziale per far sì che l'azienda esista è il raggiungimento ed il mantenimento di una situazione di equilibrio generale, risultante dall'esistenza di diversi equilibri³⁵:

- equilibrio economico: inteso come la capacità dell'impresa di produrre con continuità un flusso di reddito soddisfacente, in una prospettiva di lungo periodo. L'indicatore principale per verificare l'equilibrio economico è il reddito operativo netto il quale indica la

³⁴ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 11.

³⁵ Cfr. A. AMADUZZI; *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*; Utet; Torino; 1986.

capacità dell'azienda di produrre reddito dalla gestione tipica; altri tipi di ricavi, ad esempio, quelli generati dalla gestione finanziaria o dalla gestione straordinaria non sono rappresentativi dell'equilibrio economico dell'azienda;

- equilibrio finanziario: consistente nel perseguimento della solvibilità aziendale, sia per sopravvivere nel presente, sia per far fronte al fabbisogno di capitale futuro, derivante dallo sviluppo dell'impresa nel lungo periodo. Per stabilire tale equilibrio occorre seguire una serie di fasi: individuare il tipo di fabbisogno, comprendere la dinamica finanziaria e ricercare la copertura del fabbisogno con l'acquisizione di risorse esterne; si ottiene così la struttura finanziaria;
- equilibrio patrimoniale: indica la prevalenza delle attività rispetto al totale delle passività e dipende dall'equilibrio della struttura finanziaria derivante dal circuito finanziario con quello della produzione.

Una crisi economica affrontata al primo stadio, cioè quando ci sono degli squilibri o delle inefficienze, quando ancora non si sono generate perdite economiche, è più facilmente rimediabile, a parità di circostanze; tuttavia, riconoscere una crisi in questo stadio risulta molto difficile in quanto essa non

ha manifestato a pieno i suoi sintomi³⁶.

I.2.2 Perdite Economiche.

Se le condizioni di inefficienza perdurano, possono verificarsi delle conseguenti perdite economiche.

Le perdite economiche assumono particolare importanza in una fase di previsione della crisi. Infatti, mentre potrebbe apparire difficoltoso riconoscere una crisi al primo stadio (quello delle inefficienze), in quanto difficile è l'individuazione dei sintomi (squilibri ed inefficienze) che la caratterizzano e che conducono alla seconda fase, la valutazione dei risultati negativi che si palesano nel bilancio di esercizio, risulta più oggettiva.

Nella maggioranza dei casi, infatti, la crisi viene individuata nel secondo stadio, cioè quello in cui si riscontrano delle perdite economiche³⁷.

La perdita può essere esaminata sotto diversi aspetti:

- intensità: è un indice che rappresenta la possibilità di recupero dell'impresa;
- persistenza e tendenza: se la perdita si manifesta in un solo esercizio, potrebbe non essere rilevante, mentre risulta preoccupante la

³⁶ Nella prima fase, infatti, le risorse aziendali non sono ancora state erose e se si riuscisse a riconoscere la crisi già da questo stadio, si avrebbe il tempo di porvi rimedio.

³⁷ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 28.

ripetizione per più esercizi e la sua crescita;

- struttura: a tal proposito è utile esaminare come si configurano le perdite al fine di comprendere quali componenti reddituali hanno agito negativamente sull'economicità dell'azienda³⁸; in particolare ci si riferisce a quali voci del Conto Economico evidenziano un importo negativo³⁹;
- effetti contabili: l'analisi della perdita deve discostarsi dalle eventuali politiche di bilancio che, in momenti di crisi, potrebbero essere utilizzate in misura maggiore per mascherare la situazione negativa;
- conseguenze finanziarie: le perdite che si generano nei “livelli” inferiori del Conto Economico non destano particolari problemi in quanto non comportano perdite finanziarie immediate.

L'arresto della crisi, in questo secondo stadio, è sicuramente più difficile, ma le difficoltà dipendono dal quadro di deterioramento cui il sistema è pervenuto, cioè, in sostanza, dall'intensità della durata delle perdite subite⁴⁰.

³⁸ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA; *I modelli di previsioni delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè Editore; Milano; 2006.

³⁹ Ad esempio, un valore negativo del Margine Operativo Lordo (MOL) o del Valore Aggiunto (VA), denoterebbe la discontinuità della gestione caratteristica, cioè dell'attività tipica dell'impresa. Perdite a livello di reddito operativo con margini primari (MOL o VA) positivi, indicherebbero, invece, un eccessivo ammontare degli ammortamenti, degli oneri accessori, degli oneri finanziari o degli oneri straordinari. Quindi più la perdita si manifesta a “livelli” superiori del Conto Economico, minori sono le probabilità di risanare l'impresa e di riportarla a normali condizioni operative.

⁴⁰ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 28.

I.2.3 L'insolvenza.

Lo stadio successivo della crisi è quello dell'insolvenza, che ne è la palese manifestazione appariscente. L'insolvenza è intesa come l'impossibilità di far fronte, in modo regolare, agli impegni di pagamento assunti dall'azienda; essa potrebbe derivare dal perdurare di squilibri di natura economica che si riflettono sull'aspetto finanziario della gestione: incapacità di fronteggiare le scadenze, perdita di fiducia e di credito, sfaldamento della struttura organizzativa e perdita progressiva della clientela. Per valutare l'andamento e l'evoluzione dell'insolvenza, è utile lo strumento dell'analisi di bilancio. L'ipotesi alla base di tale ragionamento è quella per cui l'insolvenza, intesa come momento di dissesto aziendale, rappresenta la manifestazione terminale di un percorso di crisi in atto, tale per cui qualsiasi intervento riparatore appare problematico, spesso tardivo e con probabilità di successo molto ridotte⁴¹. In ogni caso, per tentare il salvataggio dell'azienda, sono necessari interventi profondi, che investano innanzitutto la struttura del capitale e il management.

I.2.4 Il dissesto.

All'insolvenza può seguire la fase del dissesto. Al manifestarsi del dissesto,

⁴¹ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 17.

i valori di bilancio dell'impresa in esame, paragonati con quelli di aziende operanti in condizioni di normalità gestionale, segnalano notevoli differenze per quanto riguarda le principali dimensioni strutturali ed operative indagate, in quanto si esplicitano andamenti gestionali differenti.

Il dissesto è una condizione permanente di squilibrio patrimoniale.

In condizione di dissesto, sono concepibili interventi che possono portare al salvataggio e al risanamento dell'azienda, ma tali operazioni sono attuabili solo mediante il ricorso a procedure concorsuali⁴².

Sul punto Guatri aggiunge: “la storia dei dissesti aziendali è spesso contrassegnata da tardivi riconoscimenti dei sintomi di crisi, dall'illusione che spinge ad escludere lo stato di crisi od a minimizzarne la portata, dal timore di adottare misure idonee perché inevitabilmente dolorose. L'effetto finale di tali comportamenti è che il processo di disfacimento e di depurazione diventa via via più grave, fino al limite dell'irreversibilità”⁴³.

⁴² Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA; *I modelli di previsioni delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè Editore; Milano; 2006.

⁴³ Cfr. L. GUATRI; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.

I.3 I SEGNALI DELLA CRISI D'IMPRESA E I REQUISITI DELLE TECNICHE DI ACCERTAMENTO.

Quando l'impresa si trova in una situazione iniziale di crisi, gli imprenditori considerano tale situazione come provvisoria e tentano, in prima battuta, di ricercare delle soluzioni che gli consentano di proseguire la normale gestione dell'azienda, con lo scopo di risolvere in maniera autonoma i primi sintomi di difficoltà della stessa⁴⁴.

Solo in un secondo momento, e cioè quando la situazione risulta aggravata e spesso addirittura irreparabile, gli imprenditori maturano la necessità di ricorrere a specialisti con delle competenze specifiche.

La crisi d'impresa è un fenomeno che colpisce l'azienda con gravi conseguenze, sia per i soggetti interessati (gli stakeholder, quali i soci, i dipendenti, i fornitori, i clienti), sia per l'intero sistema socio-economico. E' un fenomeno complesso che deve essere analizzato ed affrontato caso per caso con i giusti mezzi e con la precisa visione degli obiettivi da raggiungere. A tal proposito Guatri e Andrei⁴⁵ affermano che: *“la crisi non può essere intesa come un*

⁴⁴ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 15.

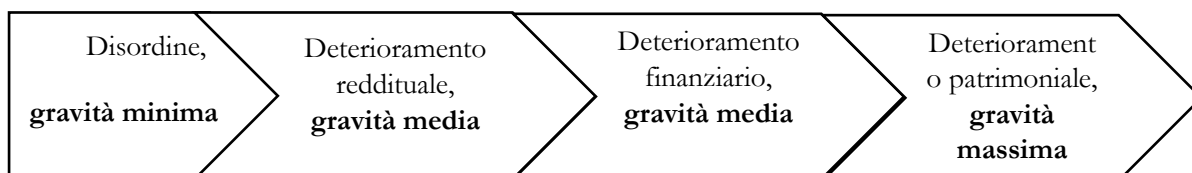
⁴⁵ Cfr. P. ANDREI; *Crisi di impresa e procedure concorsuali. Studi critici emergenti da un'indagine empirica*; Giuffrè, Milano, 1996 e L. GUATRI; *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*; Egea, Milano, 1995.

evento accidentale ed improvviso, piuttosto essa si manifesta come un processo di progressivo deterioramento delle condizioni rovinose della combinazione economica”.

La prima fase dell’insorgenza della crisi non desta particolare pericolo; più si va avanti, però, e più si manifestano sintomi sempre più gravi che possono portare al progressivo deterioramento dell’impresa.

I sintomi che consentono l’individuazione dello stato critico possono essere determinati da uno studio diagnostico applicato per ciascuna azienda e che evidenzia le alterazioni delle condizioni fisiologiche.

Ogni fenomeno di crisi presenta dei caratteri unici in ogni impresa; nonostante questo è possibile individuare un percorso che permette di diagnosticare lo stato di crisi⁴⁶:



Fonte: . G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d’impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea, 2009.

La sequenza, sopra rappresentata, non ha solo lo scopo di evidenziare come la crisi si aggrava nel corso del tempo, ma permette anche di far comprendere la

⁴⁶ Cfr. . G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d’impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea, 2009; pag. 21.

progressiva complessità del fenomeno, in quanto ad ogni stadio corrisponde un deterioramento ed una gravità, nelle diverse aree, via via crescente.

Le fasi centrali e finali hanno delle manifestazioni evidenti, mentre la prima fase ha delle manifestazioni appena accennate e di equivoca interpretazione, quindi sono anche di difficile individuazione⁴⁷.

La prima fase, quella del disordine, evidenzia le disfunzioni che costituiscono le cause scatenanti della degenerazione del sistema aziendale ed è caratterizzata dagli errori sia di struttura che di dinamica interna in relazione alle cause della crisi, interne od esterne⁴⁸.

La fase del deterioramento reddituale, costituisce l'evoluzione della fase del disordine che inizia ad intaccare e corrodere i risultati di gestione e determina il passaggio da crisi potenziale a crisi manifesta; inizia anche lo squilibrio tra costi e ricavi e la perdita di capacità reddituale prospettica⁴⁹.

La terza fase del deterioramento finanziario è la logica conseguenza dello squilibrio economico e comporta la necessità di ripristinare il deficit finanziario;

⁴⁷ Cfr. L. GUATRI; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè, Milano, 1986.

⁴⁸ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 51.

⁴⁹ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009; pag. 21.

tale necessità viene, di solito, fronteggiata con il ricorso all'indebitamento⁵⁰. Tale soluzione crea un sollievo illusorio in quanto, in realtà, aggrava la situazione: il peso degli interessi si somma alla sproporzione generata dal deterioramento reddituale.

L'ultima fase della diagnosi della crisi è quella del deterioramento patrimoniale che aggrava le perdite economiche e gli squilibri finanziari, compromettendo la struttura del capitale, fino ad arrivare alla fase terminale rappresentata dallo stato di insolvenza che rappresenta la fase ultima ed irreversibile del processo⁵¹.

Per l'accertamento delle condizioni di operatività e di crisi vengono utilizzati degli strumenti tecnici a supporto dell'indagine dell'analista che avrà il compito di individuare quelli più idonei per le esigenze dell'azienda.

Tali strumenti devono possedere tre parametri fondamentali:

- l'attendibilità espressa in termini di precisione nella formulazione;
- la tempestività sia di accertamento, sia come precocità di intervento;
- la sostenibilità in termini di rapporto tra costi e risultati.

⁵⁰ Cfr. G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea, 2009; pag. 21.

⁵¹ Cfr. . G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea, 2009; pag. 22.

Gli strumenti per l'accertamento dello stato di crisi possono essere molteplici e il sistema informativo che essi configurano deve possedere necessariamente una serie di requisiti quali⁵²:

- elevata integrazione delle fonti e dei dati informativi, per cogliere le relazioni tra fenomeni gestionali e possibili concause di patologie;
- flessibilità per operare con metodi di simulazione volti a testare certe ipotesi interpretative e certi indizi;
- elevata articolazione con numerose possibilità di analisi di diverse segmentazioni gestionali ed organizzative dell'azienda, soprattutto se questa si presenta con una notevole complessità strutturale;
- tempestività necessaria per disporre di informazioni aggiornate al fine di mettere in atto dei provvedimenti, in alcuni casi urgenti, da avviare per il salvataggio dell'impresa;
- profondità di orientamento temporale sia verso il passato che verso il futuro per sviluppare più adeguate ed efficaci analisi dei trend;
- multidimensionalità intesa come varietà di aspetti e di contenuti informativi, di tipo sia quantitativo, che qualitativo in quanto i segnali di crisi sono spesso non rappresentabili da grandezze

⁵² Cfr. P. BASTIA; *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*; Giappichelli; Torino; 1996; pag. 137-190.

misurabili.

CAPITOLO 2 – STRUMENTI DI DIAGNOSI DELLA CRISI D'IMPRESA.

II.1 INDIVIDUAZIONE DELLA CRISI: SISTEMA INFORMATIVO E DIAGNOSI.

L'azienda, come spiegato nel precedente capitolo, nel corso della sua vita può incorrere in situazioni di disequilibrio, di discontinuità gestionali, che vengono meglio definite come situazioni di crisi; queste situazioni si possono manifestare in quanto l'impresa, intesa come struttura economica, guidata professionalmente da un imprenditore, a perdurare nel tempo⁵³, è un fenomeno continuo, ma allo stesso tempo anche un sistema aperto, dinamico, probabilistico ed instabile.

La crisi identifica, in quest'ottica, la negazione delle condizioni necessarie per garantire una prospettiva di continuità economica a valere nel tempo, generando “disordine” nella dinamica della realtà aziendale⁵⁴.

Nell'ambito della crisi di impresa, è necessario, quindi, il costante monitoraggio dell'esistenza del presupposto di continuità aziendale, o anche detto going concern. L'obbligo di tale verifica ricade sugli amministratori

⁵³ Cfr. Art. 2082 c. c.

⁵⁴ Cfr. R. MARCELLO; *La continuità aziendale nella crisi d'impresa*; Articolo tratto dal sito “<https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/>” del 15 Ottobre 2015.

dell'impresa e conseguentemente sul revisore e sul collegio sindacale.

Il presupposto del going concern è verificato quando l'impresa è in grado di continuare la propria esistenza operativa per un futuro prevedibile, e quindi non ci sono motivi o cause che inducano la stessa a situazioni di squilibrio economico e finanziario o ad interrompere l'attività⁵⁵.

I riferimenti normativi, sia nazionali, che internazionali, riguardanti il rispetto del principio della continuità aziendale sono molteplici.

Partendo dalla normativa nazionale, l'art. 2423-bis comma 1 n. 1 c.c., in tema di principi di redazione del bilancio (in condizioni ordinarie), rileva che *“la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato”*. Data questa definizione, quindi, un'impresa opera in un'ottica di continuità aziendale quando, attraverso la propria attività gestionale, è in grado di⁵⁶:

- soddisfare le aspettative dei soci, sia conferenti di capitale che dei prestatori di lavoro;
- mantenere un grado soddisfacente di economicità, conservando

⁵⁵ Cfr. A. SCARANELLO; *Going concern, ovvero l'obbligo di valutazione del presupposto della continuità aziendale*; Articolo tratto dal sito [“https://www.commercialistatelematico.com/”](https://www.commercialistatelematico.com/) del 31 Marzo 2015.

⁵⁶ Cfr. R. MARCELLO; *La continuità aziendale nella crisi d'impresa*; Articolo tratto dal sito [“https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/”](https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/) del 15 Ottobre 2015.

l'equilibrio economico della gestione, inteso come la capacità dell'impresa di conseguire dei ricavi superiori ai costi;

- mantenere l'equilibrio monetario della gestione, inteso come l'attitudine dell'azienda a preservare i prevedibili flussi di entrate monetarie.

Spostando l'attenzione dalla normativa nazionale, ai principi contabili italiani di riferimento, il concetto della continuità aziendale è ripreso nel Principio contabile nazionale OIC 11 intitolato "Finalità e postulati del bilancio d'esercizio", aggiornato al marzo del 2018.

L'OIC 11 dà delle indicazioni in merito al postulato della continuità aziendale ed agli effetti che esso produce, in senso positivo o negativo, sulla valutazione delle poste di bilancio⁵⁷. Secondo tale postulato, la continuità aziendale si sostanzia nella capacità dell'impresa di continuare a costruire un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito per un prevedibile arco temporale futuro relativo ad un periodo di almeno 12 mesi dalla data di riferimento del bilancio⁵⁸. Sempre secondo l'OIC 11 quando gli amministratori intravedono significative incertezze in merito alla capacità

⁵⁷ Cfr. F. LANDUZZI; *La continuità aziendale secondo il nuovo OIC 11*; Articolo tratto dal sito "<https://www.euroconference.it/>" del 10 Aprile 2018.

⁵⁸ Cfr. OIC 11 paragrafo n. 21.

dell'azienda di permanere nelle condizioni suddette, nella Nota integrativa essi devono fornire, in modo chiaro, le informazioni relative ai fattori di rischio, alle assunzioni effettuate ed alle incertezze identificate, nonché ai piani aziendali futuri, volti a fronteggiare dette incertezze⁵⁹. Nella Nota integrativa dovranno essere, poi, esplicitate anche le ragioni che qualificano tali incertezze come significative ed infine le ricadute che possono intaccare la continuità aziendale.

Spostandoci dal contesto nazionale, a livello internazionale, il concetto della continuità aziendale è presentato nello IAS 1, intitolato “Presentazione del bilancio”, che al paragrafo 25 dispone che, nel processo di redazione del bilancio, sia valutata la continuità aziendale, cioè la capacità dell'impresa di continuare ad operare come entità in funzionamento; è, quindi, evidente come la continuità aziendale non è compatibile con l'intenzione, o la necessità, di liquidare l'azienda o interromperne l'attività⁶⁰.

In fase di predisposizione del bilancio, è necessario effettuare una valutazione della capacità dell'impresa di continuare ad operare come un'entità in funzionamento, al fine di rispettare il principio della continuità aziendale. Infatti, come spiegato dallo IAS 1 *“il bilancio deve essere redatto nella prospettiva della*

⁵⁹ Cfr. OIC 11 paragrafo n. 22.

⁶⁰ Cfr. R. MARCELLO; *La continuità aziendale nella crisi d'impresa*; Articolo tratto dal sito [“https://www.fondazione nazionale commercialisti.it/”](https://www.fondazione nazionale commercialisti.it/) del 15 Ottobre 2015.

*continuazione dell'attività a meno che non si intenda liquidare l'entità o interrompere l'attività, o non si abbiano alternative realistiche a ciò. Qualora si sia a conoscenza di significative incertezze per eventi o condizioni che possano comportare l'insorgere di seri dubbi sulla capacità di continuare a operare in funzionamento, tali incertezze devono essere evidenziate*⁶¹.

Secondo quanto detto sopra, sia a livello nazionale, sia a livello internazionale, il rispetto del presupposto della continuità viene meno nel momento in cui l'impresa si trova in una situazione di squilibrio tendenzialmente irreversibile, senza possibilità di recupero. Appaiono evidenti, dunque, i risvolti dal punto di vista contabile derivanti dall'accertamento della perdita di continuità aziendale, dal momento che è necessario abbandonare gli ordinari criteri di valutazione per adottare criteri alternativi (cosiddetti criteri di liquidazione o dying concern)⁶².

Dunque, in presenza di dubbi sulla capacità dell'impresa di continuare ad operare in un prevedibile futuro, gli amministratori, i revisori ed il collegio sindacale, devono descrivere tali incertezze nell'informativa di bilancio, quindi sia nella Nota integrativa e sia nella relazione sulla gestione, e,

⁶¹ Cfr. IAS 1, paragrafo 25.

⁶² Cfr. R. MARCELLO; *La continuità aziendale nella crisi d'impresa*; Articolo tratto dal sito: <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/> del 15 Ottobre 2015.

conseguentemente, anche nella rappresentazione delle attività e delle passività aziendali, apportando adeguate e conseguenti rettifiche ai criteri di funzionamento⁶³.

A tal proposito, l'art 2428 c. c. comma 1, richiede che tra le informazioni di base che devono essere iscritte all'interno della relazione sulla gestione, vi sia un'apposita sezione nella quale descrivere i principali rischi ed incertezze a cui la società è esposta; ad esempio, i rischi potrebbero riguardare la possibilità di subire un danno o una perdita, oppure l'esposizione ad un pericolo. I rischi, solitamente, variano a seconda del settore di appartenenza e del tipo di attività esercitata dall'impresa e possono essere rischi sia esterni all'azienda, non dipendenti da fatti o comportamenti interni alla stessa, che interni.

È inoltre opportuno che, oltre all'elencazione dei rischi, vengano evidenziate le azioni intraprese per la gestione ed il controllo degli stessi. Per quanto riguarda le incertezze, bisogna far riferimento ad eventi futuri le cui conseguenze non sono note all'atto della stesura della relazione sulla gestione⁶⁴.

Tutto quanto appena descritto, è utile nel momento in cui si hanno a disposizione tutte le informazioni ed i dati che mettano in evidenza il fatto che

⁶³ Cfr. R. MARCELLO; *La continuità aziendale nella crisi d'impresa*; Articolo tratto dal sito "<https://www.fondazione nazionale commercialisti.it/>" del 15 Ottobre 2015.

⁶⁴ Cfr. F. FURLANI; *La relazione sulla gestione*; Articolo tratto dal sito "<https://www.euroconference.it/>" del 3 Aprile 2017.

l'impresa si trovi in uno stato di difficoltà, tale da impedire il rispetto del principio di continuità aziendale.

Tuttavia, l'individuazione diretta ed immediata dei fattori causali, cioè quelli dai quali si origina la disfunzione aziendale, è poco agevole: tali elementi non si mostrano apertamente e con immediatezza e producono una serie di disarmonie che all'inizio non manifestano il proprio impatto sull'azienda⁶⁵; infatti come sostiene Giannessi⁶⁶: *“mentre tutto sembra procedere in conformità dei piani, le forze di dissoluzione, avendo preso il sopravvento su quelle di difesa, determinano un lento processo di erosione che mina la vita dell'azienda”*.

Facendo un paragone, ancora una volta, in ambito medico, il passaggio fondamentale per la diagnosi precoce di un'eventuale patologia è l'anamnesi del paziente, cioè l'analisi di tutte le notizie relative alla sua vita, soprattutto in termini di malattie avute in passato, delle modalità con cui esse sono insorte e del loro decorso⁶⁷.

Anche nei processi di diagnosi precoce applicati alle aziende, di fondamentale importanza riveste, quindi, un'indagine preliminare sulla storia

⁶⁵ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 47.

⁶⁶ Cfr. E. GIANNESI; *Appunti di economia aziendale con particolare riferimento alle aziende agricole*; Pacini Editore; 1993; pag. 209.

⁶⁷ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 54.

dell'azienda considerata, al fine di trarre elementi utili a comprendere maggiormente la realtà complessa. In particolare, l'anamnesi aziendale deve essere volta a raccogliere ed analizzare tutte le informazioni possibili inerenti, in generale, alle precedenti fasi di sviluppo dell'azienda ed in particolare alle eventuali difficoltà da questa già vissute in passato, con le cause che le hanno prodotte e il loro successivo decorso⁶⁸. Con l'obiettivo di effettuare una diagnosi precoce del potenziale sopraggiungere di una crisi aziendale, si ha la necessità di verificare la "storia" dell'azienda, in particolare le modalità e le tempistiche con cui le medesime, o simili, difficoltà del passato sono state risolte⁶⁹.

Per tutto ciò si ricorre ad un approccio di tipo *sintomatologico*⁷⁰ di tipo indiretto: si adoperano dei dati, informazioni, notizie, risultati ed indici segnaletici di particolari andamenti aziendali ed ambientali, determinanti i sintomi della crisi, che, presi singolarmente o in modo congiunto, permettono di conoscere i fenomeni da cui derivano⁷¹.

I sintomi crescono di gravità in relazione al progressivo diffondersi del

⁶⁸ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 54.

⁶⁹ In questo caso è utile distinguere le ipotesi in cui le cause scatenanti possono considerarsi definitivamente superate, da quelle, invece, in cui i problemi passati costituiscono ancora dei potenziali elementi di debolezza dell'organizzazione di riferimento.

⁷⁰ Il termine identifica la disciplina che si occupa di fornire un'interpretazione e valutazione dei sintomi aziendali rilevanti, al fine di riconoscere tempestivamente il processo patologico in atto.

⁷¹ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 48

malessere aziendale, fino ad assumere un'intensità tanto forte da mostrare con chiarezza l'esistenza di una crisi; nelle fasi iniziali, viceversa, i segnali appaiono isolati, appena accennati e spesso di difficile interpretazione⁷².

Affinché tutti questi sintomi, possano essere rilevati in maniera anticipata, è necessario che all'interno delle imprese ci sia un organo interno, stabile e distinto dalla direzione, che svolga, oltre all'ordinario controllo di gestione, una continua attività di ricerca, raccolta, selezione e valutazione dei sintomi di anti-funzionalità: deve trattarsi di un controllo esteso all'accertamento ed al monitoraggio di fenomeni patologici⁷³.

A tal fine gli strumenti utilizzabili sono numerosi e possono essere genericamente distinti in modelli teorici e modelli empirici. I modelli teorici non verranno approfonditi nel presente lavoro, in quanto, applicando tali modelli alla previsione della crisi, si riscontrano una serie di problematiche: essi sono molto sensibili alla valutazione preventiva dei parametri scelti come riferimento ed inoltre non consentono di prevedere l'insolvenza, ma solo la fase finale del processo, rappresentata dalla situazione di illiquidità⁷⁴. Pertanto si andranno ad approfondire, nei paragrafi successivi, i modelli empirici, in particolare i modelli

⁷² Cfr. L. GUATRI; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè, Milano, 1986.

⁷³ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 49.

⁷⁴ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 63.

tradizionali complessi⁷⁵ e quelli evoluti⁷⁶.

⁷⁵ I modelli empirici complessi, sono rappresentati dall'analisi di bilancio: attraverso l'analisi di bilancio è possibile comporre una serie di indici segnaletici dello stato di malessere aziendale, da sottoporre ad appropriata valutazione.

⁷⁶ I modelli evoluti, o anche chiamati statistici sono degli strumenti predittivi per la diagnosi anticipata degli stati di insolvenza, per l'accertamento del primo superamento dello stato di crisi e per la verifica dei risultati degli interventi di risanamento operati; essi si distinguono in due tipologie di analisi: analisi monovariata e analisi multivariata.

II.2 I MODELLI TRADIZIONALI COMPLESSI: L'ANALISI DI BILANCIO.

II.2.1 Le finalità dell'analisi di bilancio.

L'analisi di bilancio costituisce un complesso di tecniche di lettura, rielaborazione ed interpretazione dei dati economico – finanziari di bilanci di varia natura e di altre informazioni complementari, basato su tecniche codificate, sull'abilità, sull'esperienza e sull'intuito dei soggetti che la eseguono. Essa si basa su procedimenti relativamente standardizzati e, quindi, replicabili da parte del singolo analista, in ragione dello scopo e del contesto in cui trova applicazione⁷⁷.

Lo scopo principale dell'effettuazione dell'analisi di bilancio è quella di esprimere un giudizio sullo “stato di salute” di un'impresa, di un gruppo aziendale, di un ramo d'azienda o di un insieme di imprese; lo “stato di salute” può essere misurato in base⁷⁸:

- all'aspetto economico che riguarda la verifica del raggiungimento e del mantenimento dell'equilibrio economico per remunerare tutti i fattori produttivi impiegati;
- all'aspetto patrimoniale che ha come obiettivo la verifica

⁷⁷ Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

⁷⁸ Cfr. G. PAOLUCCI; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2014.

dell'equilibrio tra le fonti e gli impieghi;

- all'aspetto finanziario che misura la capacità delle entrate monetarie di far fronte alle uscite monetarie.

L'analisi di bilancio può essere obbligatoria o facoltativa. È obbligatoria quando è imposta per legge: è il caso della redazione della relazione sulla gestione, quando l'art. 2428 comma 1-bis c. c. prevede che in essa si forniscano una serie di "indicatori finanziari".

Quando l'analisi di bilancio è facoltativa, essa può essere applicata per una molteplicità di scopi, propri di chi la pone in essere (il quale, a sua volta, può essere la stessa azienda della quale si esamina il bilancio, o un soggetto ad essa esterno).

L'analisi di bilancio trova utili campi di applicazione in⁷⁹:

- calcolo di valori segnaletici degli andamenti economici, finanziari e patrimoniali per scopi di autodiagnosi;
- reperimento di parametri di riferimento che possono essere impiegati per comparazioni settoriali;
- alimentazione di un flusso informativo utile per assumere decisioni di investimento e di finanziamento;

⁷⁹ Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

- controllo di gestione, sia per alimentare la costruzione del budget, sia per fornire indicatori direttamente o indirettamente riepilogabili dei report interni;
- diagnosi dell'alterazione sensibile (come è definita la fattispecie degli artt. 2621 e 2622 c. c., in tema di false comunicazioni sociali), quando si devono valutare le condizioni di punibilità del reato, avendo superato le soglie reddituali, patrimoniali ed estimativa di non punibilità;
- affidamento bancario, cioè nella valutazione della capacità di credito delle imprese che, per la prima volta, domandano credito o intendono rinnovare quello già goduto;
- previsione delle insolvenze, che fa ricorso a modelli statistici basati sulla raccolta di vaste masse di dati e che intende stimare la probabilità di fallimento o di sopravvivenza delle singole aziende mediante delle equazioni che associano un punteggio graduato su una scala convenzionale a un set di indici aziendali.

II.2.2 Le classificazioni delle analisi di bilancio.

Le analisi di bilancio possono essere classificate in ragione di⁸⁰:

⁸⁰ Cfr. G. PAOLUCCI; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*; Franco Angeli, Milano, 2014.

1. *Posizione di chi effettua l'analisi*, ovvero se egli sia interno o esterno all'azienda esaminata.

L'esistenza di un rapporto di dipendenza gerarchica o di consulenza professionale in capo a chi è chiamato a svolgere l'analisi economico – finanziaria del bilancio, gli obiettivi da lui perseguiti, la disponibilità dei dati (soprattutto quelli interni e riservati) e la scelta delle tecniche da adottare sono elementi che incidono sulle analisi di bilancio, consentendo indagini sistematiche e continue, oppure frammentarie ed estemporanee⁸¹. In base alla posizione che assume l'analista si possono, quindi, distinguere le analisi interne da quelle esterne.

Le analisi interne sono condotte dalla direzione amministrativa o finanziaria, cioè da soggetti inquadrati nell'ambito della struttura organizzativa; essa è in grado di arrivare a risultati conoscitivi caratterizzati da una maggiore profondità ed accuratezza trovando fondamento in dati provenienti da numerose fonti quali la contabilità analitica⁸², il budget, l'organigramma aziendale. L'analisi interna è preceduta da un'interpretazione a scopo revisionale, volta ad accertare l'attendibilità dei valori e a sterilizzare gli effetti delle politiche

⁸¹ Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*; Maggioli Editore; Rimini; 2014.

⁸² La contabilità analitica è utile per individuare delle alterazioni aziendali, specie di quelle tecnico-organizzative, in quanto svela i sintomi dell'inefficienza e della scarsa produttività aziendale.

di bilancio; essa è condotta in forma libera, è destinata al vertice aziendale in quanto ha prevalentemente scopi di autodiagnosi o di pianificazione finanziaria.

Le analisi esterne, invece, sono realizzate da soggetti terzi rispetto all'azienda da valutare, che sono portatori di autonomi interessi e che vogliono approfondire le loro conoscenze con riguardo alla performance dell'azienda (banche, investitori privati, imprese concorrenti, ecc...). Essa giunge a dei risultati incompleti o non corretti in quanto le informazioni a disposizione dei soggetti che la predispongono sono limitate ai bilanci e agli altri documenti destinati a pubblicazione⁸³. Questa tipologia di analisi è condotta mediante l'utilizzo di schemi semi-rigidi, cioè imposti dalla natura dei dati di input e, di solito, anche dal tipo di software di analisi impiegato. L'analisi esterna ha prevalentemente lo scopo di valutazione dei profili di affidabilità, di rischio e di continuità operativa dell'azienda esaminata.

2. *Orizzonte temporale di riferimento dei dati.*

Le analisi di bilancio, di solito, hanno per oggetto gli andamenti passati dell'azienda in esame, e quindi, i bilanci riferiti a tre – cinque esercizi trascorsi, a partire dal più recente. In tal caso si tratta di analisi storiche che possono avere cadenza annuale o infrannuale. Le analisi di bilancio possono poi anche essere

⁸³ Cfr. G. PAOLUCCI; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*; Franco Angeli, Milano, 2014.

utilizzate per simulare gli andamenti futuri dell'azienda in esame; in tal caso l'analisi è di tipo previsionale.

3. Tecniche quantitative utilizzate.

Le analisi di bilancio non si limitano ad una lettura dei valori di bilancio, ma ad una loro elaborazione, più o meno complessa, mediante un'analisi statica o un'analisi dinamica⁸⁴. L'analisi statica ha l'obiettivo di calcolare una serie di indicatori che vengono costruiti relazionando tra loro grandezze dedotte dai prospetti dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico. Gli indicatori che si possono costruire sono dei quozienti (rapporto tra valori) o dei margini (differenze tra valori). L'analisi dinamica, invece, si basa sul calcolo dei flussi finanziari per arrivare poi alla redazione, lettura ed interpretazione del Rendiconto Finanziario; questa tipologia integra le conoscenze acquisite nell'analisi per indici, fornendo ulteriori elementi riguardo le politiche finanziarie adottate dall'azienda.

II.2.3 Le fasi fondamentali dell'analisi di bilancio.

Al fine di effettuare un'analisi di bilancio, gli analisti si servono di numerose tecniche, strumenti ed espedienti.

Il processo logico è uno schema di riferimento, una sequenza di fasi tra le

⁸⁴ Cfr. G. PAOLUCCI; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*; Franco Angeli, Milano, 2014.

quali deve essere assicurata coerenza interna, completezza ed accuratezza⁸⁵. Le tecniche, gli strumenti e le metodologie sono a supporto di tale processo, lo completano, lo chiariscono, lo rendono veloce, efficace ed efficiente.

Considerando le analisi di bilancio come un processo logico, si pone, innanzitutto, l'esigenza di individuare e di analizzare gli step necessari per una corretta ed utile analisi di bilancio.

Tali step possono essere variamente declinati e particolareggiati, ma i più comuni sono quattro⁸⁶:

1. Valutazione dell'attendibilità dei dati di bilancio;
2. Riclassificazione del bilancio;
3. Scelta delle tecniche di analisi;
4. Giudizio dei risultati ottenuti.

1. La valutazione dell'attendibilità dei dati di bilancio.

Poiché le analisi di bilancio rappresentano una rielaborazione dei dati presenti nel bilancio d'esercizio, è evidente che solamente partendo da valori veritieri ed attendibili⁸⁷, si potrà giungere a risultati altrettanto validi e, dunque, utili per l'analista.

⁸⁵ Cfr. . G. AMOROSO, D. BAGAGLIA, M. BRAMIERI, G. RUBBOLI; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea, 2009.

⁸⁶ Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

⁸⁷ Cfr. Art 2423 c. c.

Escludendo l'ipotesi che il bilancio sia volutamente non veritiero, esistono alcune situazioni che richiedono una particolare attenzione da parte dell'analista per giungere ad analisi corrette.

Tra queste cause ricordiamo, ad esempio, il mutamento dei criteri di valutazione nel tempo⁸⁸ o la deroga all'applicazione dei criteri di valutazione previsti dal codice civile quando sussistano speciali ragioni: di tali situazioni l'analista deve tenerne conto per non giungere a considerazioni poco attendibili.

Il mutamento dei criteri di valutazione nel tempo o la deroga all'applicazione dei criteri di valutazione previsti dal codice civile, devono essere evidenziati in nota integrativa e, dunque, l'analista potrà facilmente accorgersi della presenza di tali situazioni prima di procedere alle analisi vere e proprie.

2. La riclassificazione del bilancio.

Dopo aver esaminato l'attendibilità dei dati di bilancio si può procedere alla riclassificazione dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico.

Queste riclassificazioni rappresentano il punto di partenza delle successive elaborazioni.

Gli schemi di bilancio previsti dal legislatore negli artt. 2424 e 2425 del

⁸⁸ Ad esempio, se i criteri di valutazione sono mutati nel tempo, il confronto degli indici di bilancio, calcolati su bilanci riferiti ad esercizi diversi, si deve valutare in che misura la variazione dell'indice è dovuta ad una reale variazione della situazione aziendale e in che misura dipende solamente da una variazione dei criteri di valutazione.

codice civile assolvono una funzione di informazione minima obbligatoria per tutta la platea degli stakeholders. La norma civilistica, tuttavia, prevede classificazioni dell'attivo e del passivo dello Stato Patrimoniale, nonché dei componenti reddituali del Conto Economico, che solo in parte consentono di ottenere direttamente tutte quelle informazioni che possono rivelare lo “stato di salute” in cui versa l'azienda in esame.

Se, dunque, la principale fonte di dati per l'analisi che si vuole condurre è rappresentata dal bilancio civilistico, appare necessaria un'operazione di “ristrutturazione” degli schemi di bilancio e, di conseguenza, dei valori che esso contiene⁸⁹. Tale operazione viene chiamata riclassificazione.

La riclassificazione dello Stato Patrimoniale.

Lo Stato Patrimoniale può essere riclassificato secondo due diversi criteri⁹⁰: il criterio finanziario e il criterio funzionale (o della pertinenza gestionale).

Lo scopo principale della riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario è quello di esprimere l'attitudine degli investimenti e delle fonti di finanziamento a procurare e a richiedere mezzi di pagamento, cioè esso viene riclassificato in base alla velocità di trasformazione in denaro delle poste di bilancio.

⁸⁹ Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

⁹⁰ Cfr. G. PAOLUCCI; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, Milano, 2014.

Il risultato che si ottiene è uno Stato Patrimoniale a sezioni divise e contrapposte con l'indicazione degli impieghi in base al grado di liquidità, e delle fonti in base al grado di esigibilità. Il grado di liquidità di un impiego è il tempo necessario affinché l'impiego stesso generi flussi di rilievo (ricavi) tali da reintegrare il valore dell'investimento; quindi le attività vengono considerate delle future entrate. L'esigibilità, invece, riguarda il tempo di scadenza (a breve termine: entro i dodici mesi; a medio/lungo termine: oltre i dodici mesi); le passività vengono considerate delle future uscite.

Le future entrate vengono divise in:

- future entrate entro un anno (Attivo Circolante) che comprendono le liquidità immediate, le liquidità differite e le rimanenze;
- future entrate oltre un anno (Attivo Immobilizzato) che comprendono le immobilizzazioni materiali, le immobilizzazioni immateriali e le immobilizzazioni finanziarie.

Le future uscite, invece, vengono divise in:

- future uscite entro un anno (Passivo Corrente) che comprendono tutti quei valori che rappresentano finanziamenti, diretti o indiretti, destinati ad essere rimborsati nel breve termine o soggetti a revoca;
- future uscite oltre l'anno (Passivo Consolidato) che comprendono

tutti i debiti contratti dall'impresa (per finanziamenti e fondi come il TFR) per il quale il pagamento sarà fronteggiato nel medio/lungo termine;

- Patrimonio Netto che è costituito dall'insieme delle risorse apportate dai proprietari dell'impresa ed è rappresentato dal capitale sociale versato e sottoscritto dai soci, le riserve e il risultato d'esercizio.

Andando a ricollocare le voci dello Stato Patrimoniale civilistico occorre considerare quelle che hanno una “doppia anima”⁹¹: sono quelle voci che contabilmente appartengono ad una categoria, ma per destinazione finanziaria devono essere spostate in un'altra categoria⁹².

IMPIEGHI	FONTI
ATTIVO CORRENTE	PASSIVITA' CORRENTI
Liquidità Immediate	
Liquidità Differite	PASSIVITA' CONSOLIDATE
Rimanenze di magazzino	
ATTIVO IMMOBILIZZATO	PATRIMONIO NETTO
Immobilizzazione materiali	Capitale Sociale
Immobilizzazioni immateriali	Riserve
Immobilizzazioni finanziarie	Utile (Perdita) di esercizio
TOTALE IMPIEGHI	TOTALE FONTI

Fonte: Elaborazione propria

⁹¹ Cfr A. MANELLI, R. PACE; *Finanza di impresa*; ISEDI; Torino, 2009.

⁹² È il caso, per esempio, dei mutui: sono dei debiti da rimborsare a medio/lungo termine, ma in fase di riclassificazione, solo la parte che dovrà essere rimborsata entro l'anno successivo, deve essere considerata tra il Passivo Corrente, cioè tra i debiti a breve termine.

L'altra modalità di riclassificazione dello Stato Patrimoniale è quella della pertinenza gestionale che aggrega gli elementi del patrimonio sulla base del collegamento con le operazioni di gestione, isolando le poste afferenti la gestione corrente o caratteristica, da quelle dell'area degli investimenti/disinvestimenti e da quella dei finanziamenti/rimborsi⁹³. Tale struttura di Stato Patrimoniale evidenzia, dunque, classi omogenee di valori patrimoniali riconducibili ai diversi nuclei della gestione (operativa, extra-caratteristica, finanziaria e straordinaria).

La sezione dell'attivo può essere suddivisa differenziando gli investimenti in operativi ed extra – operativi⁹⁴. I primi rappresentano impieghi di risorse strettamente correlati al ciclo economico/tecnico di approvvigionamento, produzione e vendita⁹⁵: l'insieme degli investimenti operativi costituisce l'area del capitale investito operativo. La prima categoria dell'area operativa è rappresentata dalle attività operative correnti che contiene gli impieghi che si rinnovano assiduamente, senza soluzione di continuità, con il susseguirsi dei processi di acquisizione dei fattori produttivi, di produzione economica e di cessione dei prodotti finiti. In quest'area trovano ospitalità le rimanenze di

⁹³ Cfr. G. PAOLUCCI; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*; Franco Angeli, Milano, 2014.

⁹⁴ Cfr. G. PAOLUCCI; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*; Franco Angeli, Milano, 2014.

⁹⁵ È il caso degli immobili, impianti, attrezzature, scorte di magazzino, crediti commerciali, ecc...

magazzino, i crediti verso l'erario e gli enti previdenziali, i ratei e i risconti attivi derivanti da costi e ricavi della gestione operativa.

La seconda categoria di poste patrimoniali attive dell'area operativa è rappresentata dalle immobilizzazioni operative, che rappresentano investimenti in fattori produttivi a fecondità ripetuta e durevoli, derivanti da operazioni aziendali non ricorrenti. L'ultima parte dell'attivo è rappresentata da tutti quegli investimenti estranei alla gestione operativa, cioè le attività accessorie.

Il passivo dello Stato Patrimoniale di pertinenza gestionale è diviso in tre gruppi di poste patrimoniali passive: Passività operative correnti, Passività operative non correnti e i Debiti finanziari. Le Passività operative correnti comprendono i debiti di funzionamento che si generano per effetto di dilazioni di pagamento nelle forniture dei fattori produttivi acquisiti nell'ambito della gestione operativa. Le Passività operative non correnti, invece, comprendono i debiti di finanziamento legati alla struttura operativa (ad esempio, debiti v/fornitori per impianti). I Debiti finanziari comprendono tutti i debiti di finanziamento a breve e a medio/lungo termine, indipendentemente dalla scadenza del rimborso.

IMPIEGHI	FONTI
ATTIVITA' DELLA GESTIONE CORRENTE	PASSIVITA' DELLA GESTIONE OPERATIVA CORRENTE
	FINANZIAMENTI COLLEGATI ALLA GESTIONE CARATTERISTICA
IMMOBILIZZI COLLEGATI ALLA GESTIONE CARATTERISTICA	DEBITI FINANZIARI
IMMOBILIZZI ED INVESTIMENTI NON COLLEGATI ALLA GESTIONE TIPICA	CAPITALE NETTO
TOTALE IMPIEGHI	TOTALE FONTI

Fonte: Elaborazione propria

La riclassificazione del Conto Economico.

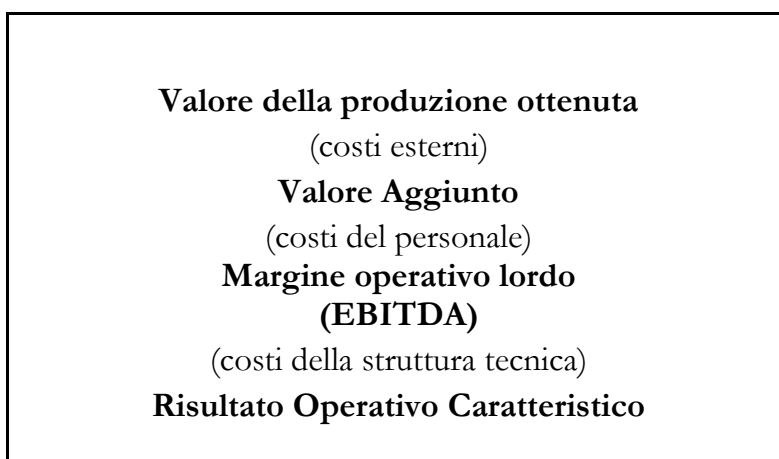
L'obiettivo principale della riclassificazione del Conto Economico è rappresentato dalla costruzione di risultati particolari, tendenti ad evidenziare il comporsi della relazione componenti positivi e negativi di reddito per verificare, nell'impresa osservata, l'attitudine a remunerare, in misura congrua, tutti i fattori produttivi utilizzati nella combinazione. Ne consegue che il denominatore comune a tutti i modelli di riclassificazione del Conto Economico è individuabile nella loro forma scalare, con l'esposizione dei dati suddivisi in aggregati parziali di valori, considerati particolarmente significativi per gli scopi

informativi perseguiti.

Esistono tre diversi criteri⁹⁶ di riclassificazione del Conto Economico: a costo del venduto, a valore aggiunto e a margine di contribuzione.

I tre differenti schemi di riclassificazione conducono tutti alla determinazione del Reddito Operativo Caratteristico (ROC), da quel punto in poi, tutti e tre i criteri evidenziano il contributo della gestione accessoria, straordinaria e finanziaria alla determinazione del reddito di esercizio.

Il Conto Economico a valore aggiunto riclassifica i costi della produzione “per natura”, cioè guardando al tipo di fattore produttivo la cui acquisizione e il cui impiego hanno determinato il sostenimento dei costi.



Il Conto Economico a costo del venduto, invece, riclassifica i costi per

⁹⁶ Cfr. G. PAOLUCCI; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*; Franco Angeli, Milano, 2014.

funzione o destinazione e determina il peso di ciascuna area funzionale.

<p>Ricavi netti di vendita (costo industriale del venduto) Risultato lordo industriale (costi commerciali e distributivi) (costi amministrativi e generali) Risultato Operativo Caratteristico</p>
--

L'ultima tipologia di riclassificazione del Conto Economico, invece, è quella a margine di contribuzione che evidenzia il contributo della gestione tipica alla copertura dei costi fissi.

<p>Ricavi netti di vendita (costi variabili industriali) Margine di contribuzione industriale (costi variabili commerciali) Margine di contribuzione totale (costi fissi) Risultato Operativo Caratteristico</p>
--

3. La scelta delle tecniche di analisi.

Una volta che il bilancio è stato riclassificato, secondo uno dei criteri sopra esposti, occorre scegliere le tecniche di analisi, che sostanzialmente sono

riconducibili a tre tipologie⁹⁷:

- l'analisi per margini: è condotta sulla struttura finanziaria ed economica, in quanto tende ad accertare le relazioni, sotto forma di differenze, fra le classi di attività e di passività e di costi e ricavi;
- l'analisi per indici: si basa su quozienti calcolati rapportando due voci di bilancio e consente di ottenere indicatori di sintesi particolarmente significativi;
- l'analisi per flussi: si propone di determinare e di spiegare le variazioni intervenute in rilevanti grandezze finanziarie di sintesi (liquidità, capitale circolante netto).

4. *Il giudizio dei risultati ottenuti.*

Le analisi di bilancio culminano in un ragionamento complesso sulle realtà aziendali indagate, ragionamento che porta l'analista a formulare un giudizio di sintesi, di natura e portata variabile a seconda della motivazione dell'indagine condotta⁹⁸. In particolar modo, una volta effettuata l'analisi, attraverso una delle tecniche sopra esposte, è possibile esprimere un giudizio sullo “stato di salute” dell'impresa in esame e anche sulla sua gestione; qualora il giudizio sia negativo è necessario mettere in atto delle azioni correttive.

⁹⁷ Cfr. G. PAOLUCCI; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*; Franco Angeli, Milano, 2014.

⁹⁸ Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

II.3 INDICATORI DELLA PERFORMANCE AZIENDALE PER LA PREVISIONE DELLA CRISI D'IMPRESA.

L'analisi di bilancio, come spiegato nel precedente paragrafo, è uno dei principali strumenti utilizzati in economia aziendale per valutare lo “stato di salute” di un'impresa, ed evidenziare quindi eventuali insorgenze di situazioni di crisi, in modo molto simile a quanto avviene nell'ambito delle analisi cliniche.

Come osserva l'ing. Arduino Gulisano nella sua “Lettura ed analisi di un bilancio”: *“il paragone non è fuori luogo perché il metodo è soggetto alle stesse limitazioni di quello utilizzato per i vari check – up, cioè i risultati non danno un'indicazione universale. Gli indici di bilancio servono a giudicare lo stato di salute dell'azienda in maniera simile a quanto avviene mediante le analisi cliniche. Il valore di un indice può, in alcuni casi, rappresentare una situazione florida, mentre in altri può non essere significativo. Da ciò deriva che un solo indice, da solo, non può fornire alcun elemento certo di giudizio, e che un giudizio affidabile si può avere solamente da un quadro clinico completo”*⁹⁹.

L'analisi di bilancio per indici, consiste nel calcolare, partendo dai dati contenuti nello Stato Patrimoniale e nel Conto Economico (opportunamente revisionati e riclassificati), indici (quozienti, espressi talvolta in percentuale) che mettono a confronto gruppi di valori, anche di diversa natura. I risultati ottenuti

⁹⁹ Cfr. A. GULISANO; *Lettura ed analisi di un bilancio*; Dispensa dell'Aprile del 2004.

vengono poi letti ed indirizzati secondo l'ottica che si vuole esaminare¹⁰⁰.

Ai fini del presente lavoro e con lo scopo di evidenziare i principali indicatori che permettono ai soggetti che effettuano l'analisi di bilancio di poter evidenziare in maniera anticipata l'insorgere di situazioni di crisi, gli indici possono essere raggruppati in base al tipo di analisi utile ad evidenziare situazioni di squilibrio¹⁰¹.

A tal fine le analisi maggiormente rilevanti nell'evidenziazione di eventuali situazioni di squilibrio sono: l'analisi della solvibilità aziendale, l'analisi della redditività, l'analisi dell'indebitamento e l'analisi del cash flow.

II.3.1 Analisi della solvibilità aziendale.

Il primo segnale più evidente dell'inizio di una crisi è rappresentato dal sorgere dello stato di insolvenza¹⁰², cioè l'incapacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari.

Un'azienda che si trova nel terzo stadio della crisi, quello dell'insolvenza, con molta probabilità si sta avvicinando alla fase terminale della crisi stessa che è quella del dissesto¹⁰³.

Le informazioni necessarie a capire il grado di insolvenza dell'impresa, si

¹⁰⁰ Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

¹⁰¹ Cfr. A. DANOVI, A. QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015.

¹⁰² Cfr. L. GUATRI; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.

¹⁰³ Cfr. L. GUATRI; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.

possono acquisire attraverso l'analisi della solidità patrimoniale e attraverso l'analisi della liquidità¹⁰⁴. La solidità patrimoniale esprime, da un lato l'adeguatezza della struttura delle fonti in relazione alla struttura degli impieghi, dall'altro, esprime la capacità del patrimonio aziendale di rimborsare i debiti contratti, indipendentemente dal periodo di scadenza. La liquidità dell'azienda, invece, fa riferimento all'equilibrio finanziario ed, in particolare, alla capacità di rispettare i pagamenti alle scadenze prestabilite senza andare ad intaccare le condizioni che garantiscono l'equilibrio economico e patrimoniale¹⁰⁵. Solidità patrimoniale e liquidità sono due variabili da considerare congiuntamente per esprimere un giudizio sulla solvibilità aziendale¹⁰⁶.

L'analisi della liquidità.

L'analisi della liquidità è basata sul confronto di due aggregati che si trovano all'interno dello Stato Patrimoniale riclassificato con il criterio finanziario: Passività Correnti (debiti a breve termine) e Attivo Circolante (investimenti che con buona probabilità si trasformeranno in denaro nel breve termine).

Viene definita liquida quell'azienda che riesce potenzialmente a rimborsare

¹⁰⁴ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015.

¹⁰⁵ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; 2015.

¹⁰⁶ Cfr. F. GIUNTA; *Interpretare la gestione con lo stato patrimoniale finanziario*; Amministrazione e Finanza; n° 1/1997; pag 23.

le Passività Correnti, e cioè quelle a breve termine, senza compromettere le future condizioni di equilibrio patrimoniale ed economico¹⁰⁷.

L'analisi della liquidità quindi, parte proprio dal confronto dell'Attivo Circolante e delle Passività Correnti:

$$\text{Indice di struttura Corrente} = \frac{\text{Attivo Circolante}}{\text{Passività Correnti}}$$

Tale indice assume valenza significativa qualora assumesse dei valori minori di 1, in quanto indicherebbe che l'Attivo Circolante non sarebbe sufficiente alla copertura dei debiti a breve termine, pertanto essi potrebbero essere soddisfatti solo mediante lo smobilizzo di una parte dell'attivo fisso: questa eventualità comprometterebbe le condizioni future di equilibrio patrimoniale ed economico, quindi l'azienda in esame non potrebbe essere definita liquida¹⁰⁸.

Quando l'indice di struttura corrente è negativo, l'azienda effettua un ricorso eccessivo all'indebitamento a breve termine; necessaria, quindi, in questa situazione, è una riconfigurazione della struttura delle fonti di finanziamento mediante l'accensione di debiti di finanziamento a medio/lungo termine con cui ridurre l'indebitamento a breve, oppure, un'altra soluzione, potrebbe essere quella in cui i soci potrebbero concedere un finanziamento all'azienda¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 48.

¹⁰⁸ Cfr. R. SILVI; *Riclassificazione e indici di bilancio*; McGraw-Hill; Milano; 2008.

¹⁰⁹ Cfr. R. SILVI; *Riclassificazione e indici di bilancio*; McGraw-Hill; Milano; 2008.

In generale, comunque, il ripristino dell'equilibrio tra le fonti e gli impieghi richiede un periodo lungo di tempo, durante il quale il cash flow generato, dovrebbe essere utilizzato per la riduzione dei debiti a breve, a scapito della distribuzione dei dividendi o di eventuali investimenti extra – operativi, per esempio¹¹⁰.

Quando, al contrario, l'indice di struttura corrente è positivo, vorrebbe dire che teoricamente l'impresa sarebbe in grado di rimborsare i debiti a breve attingendo in tutto o in parte dall'Attivo Circolante. Tuttavia, prima di poter definire effettivamente l'azienda come liquida, occorre confrontare l'Attivo Circolante al netto delle rimanenze delle materie prime e prodotti finiti, in quanto queste ultime, si convertono in liquidità in tempi più o meno lunghi rispetto alle altre componenti dell'Attivo Circolante.

Pertanto, considerando anche questo aspetto, partendo dall'indice di struttura Corrente, è possibile individuare il secondo indicatore che permette di esprimere un giudizio sulla liquidità dell'azienda:

$$\text{Indice di Liquidità secca} = \frac{\text{Liquidità Immedite} + \text{Liquidità Differite}}{\text{Passività Correnti}}$$

Solo nel caso in cui tale indicatore assuma valori superiori ad 1, allora è

¹¹⁰ Cfr. A. DANОВI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015.

possibile affermare che l'impresa, alla data del bilancio, risulta liquida; nel caso contrario, l'indice segnalerebbe lo stato di insolvibilità dell'impresa¹¹¹.

L'ultimo indicatore utile per controllare il grado di liquidità dell'azienda è il Cash Ratio:

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Liquidità Immediate} + \text{Liquidità Differite Finanziarie}}{\text{Passività Correnti}}$$

Più il valore di tale indicatore si avvicina ad 1, tanto più, quando necessario, l'Attivo Corrente sarebbe immediatamente utilizzabile per la copertura delle passività a breve.

Gli indicatori di liquidità, in conclusione, permettono di scattare una fotografia della situazione aziendale alla data di bilancio; non è esclusa, in ogni caso, la possibilità che in futuro la situazione possa modificarsi. Ciononostante, nella prassi, gli indicatori sono molto utilizzati, non tanto per valutare le capacità di produrre liquidità, quanto piuttosto per esprimere un giudizio sulla capacità aziendale di rimborsare i debiti in scadenza nell'ipotesi in cui la generazione di nuova liquidità risultasse azzerata¹¹².

L'analisi della solidità patrimoniale.

Il giudizio sulla solidità patrimoniale può essere espresso utilizzando due

¹¹¹ Cfr. R. SILVI; *Riclassificazione e indici di bilancio*; McGraw-Hill; Milano; 2008.

¹¹² Cfr. A. DANOVI, A. QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015

strumenti: l'analisi della correlazione fonti – impieghi e l'analisi di capienza del capitale netto¹¹³.

Lo scopo principale dell'analisi della correlazione è quello di valutare l'adeguatezza della struttura delle fonti di finanziamento utilizzate in relazione alla struttura degli impieghi, al fine di verificarne il grado di sincronizzazione¹¹⁴: si riferisce al tempo di estinzione delle fonti che dovrebbe essere omogeneo con il tempo richiesto dagli impieghi per convertirsi in forma liquida¹¹⁵.

Quindi il confronto tra attivo e passivo corrente effettuato nell'ambito dell'analisi della liquidità, è speculare per verificare che le fonti di finanziamento permanenti siano correttamente sincronizzate con l'attivo fisso; se così fosse, un'azienda che viene definita liquida, di conseguenza è anche solida.

Per giudicare con maggiore precisione il grado di solidità patrimoniale, è opportuno effettuare delle considerazioni in merito al grado di capitalizzazione o di autonomia finanziaria, cioè sul grado di utilizzo del capitale netto per la copertura degli investimenti operativi; in questo caso si hanno due effetti positivi¹¹⁶:

¹¹³ Cfr. R. SILVI; *Riclassificazione e indici di bilancio*; McGraw-Hill; Milano; 2008.

¹¹⁴ Cfr. C. CARAMIELLO; *Indici di bilancio*; Giuffrè Editore, Milano, 1993; pag. 296.

¹¹⁵ Per sincronizzare adeguatamente le fonti agli impieghi, occorrerebbe finanziare l'attivo fisso con fonti durevoli, mentre l'attivo circolante dovrebbe essere finanziato da fonti a breve.

¹¹⁶ Cfr. A. DANONI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 52.

- non essendo soggetto all'obbligo di rimborso, non assorbe la liquidità prodotta; quindi maggiore è il grado di finanziamento dell'attivo fisso da parte del capitale netto, tanto più elevata sarà la capacità dell'azienda di conservare la liquidità generata;
- il capitale netto non è soggetto al rischio d'impresa; esso sarà chiamato ad assorbire eventuali perdite economiche e non sarà rimborsato se non sarà sufficiente a coprire eventuali perdite.

Con riferimento a questi aspetti è possibile utilizzare due diversi indicatori per verificare l'adeguata presenza di capitale netto od evidenziare la necessità di ricapitalizzazione, in quanto l'erosione del capitale netto è da considerarsi un altro importante sintomo di una crisi in atto.

Il primo indicatore è l'indice di copertura delle immobilizzazioni tecniche:

Indice di copertura delle immobilizzazioni tecniche

$$= \frac{\text{Capitale Netto}}{\text{Immobilizzazioni tecniche}}$$

Le immobilizzazioni tecniche corrispondono ai fattori produttivi durevoli e sono quindi le immobilizzazioni materiali, le immobilizzazioni immateriali e finanziarie.

Per poter interpretare l'indice di copertura delle immobilizzazioni tecniche,

è necessaria la comparazione con un benchmark di settore¹¹⁷; più l'indicatore è vicino all'unità, più l'azienda gode dei due effetti positivi sopra descritti.

Il secondo indicatore di solidità, chiamato Capitale Netto di Garanzia, permette di esprimere un giudizio sull'adeguatezza del capitale netto quale fondo di garanzia per i creditori aziendali:

$$\text{Capitale Netto di Garanzia} = \frac{\text{Capitale Netto}}{\sum(\text{Perdite in liquidazione})}$$

La costruzione di tale indicatore, richiede una stima delle perdite in liquidazione e cioè delle perdite che l'azienda subirebbe qualora fosse posta in liquidazione, verificando, quindi, se il capitale netto sarebbe sufficiente alla loro copertura. L'individuazione delle perdite in liquidazione presuppone l'abbandono del presupposto della continuità (going concern), in favore dell'ottica di interruzione dell'attività.

In questo caso viene definita solida quell'impresa che non sottopone i propri creditori al rischio di dover sopportare perdite in liquidazione, in quanto gli investimenti aziendali non sono in grado di generare un ammontare di liquidità sufficiente a rimborsare tutti i creditori¹¹⁸; tale situazione si ha quando

¹¹⁷ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 52.

¹¹⁸ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 52.

l'indicatore assume valori maggiori di 1, mentre nel caso contrario si segnala un rischio per i creditori aziendali.

II.3.2 Analisi della redditività.

L'analisi della redditività consente di valutare la redditività aziendale mediante il calcolo di opportuni indici (indici di redditività), che forniscono informazioni sulla capacità aziendale di produrre nuova ricchezza e sulla sua destinazione¹¹⁹; essi sono in grado di valutare la capacità di gestione di produrre risorse sufficienti a soddisfare i fattori produttivi impiegati, compreso il rischio imprenditoriale¹²⁰.

Il primo indice da cui ha inizio l'indagine è costituito dal ROE (Return on Equity):

$$ROE = \frac{\text{Utile netto d'esercizio}}{\text{Capitale Proprio}} \times 100$$

Il ROE esprime la redditività effettivamente ottenuta dall'impresa e quindi il grado di remunerazione del rischio affrontato dall'imprenditore o dai soci. Il ROE si riferisce all'intera gestione aziendale: esso, pertanto, ingloba la gestione caratteristica, la gestione accessoria, la gestione finanziaria e la gestione straordinaria.

¹¹⁹ Cfr. R. SILVI; *Riclassificazione e indici di bilancio*; McGraw – Hill; Milano; 2008.

¹²⁰ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; 2015.

Per giudicare l'adeguatezza del ROE¹²¹ è necessario confrontarlo con il rendimento offerto da investimenti alternativi (in altri settori di imprese o in impieghi finanziari a basso rischio). L'imprenditore o l'azionista avrà convenienza ad investire i propri capitali nell'impresa solo se la redditività netta ottenuta è superiore a quella di altri investimenti caratterizzati da minor grado di rischio¹²².

L'altro indice utile all'analisi della redditività dell'impresa è il ROI (Return on Investment):

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Totale degli Impieghi}} \times 100$$

Esso misura la potenzialità del reddito d'impresa, indipendentemente dagli eventi extra – caratteristici, dagli eventi finanziari e dalla pressione fiscale a cui il reddito d'impresa è sottoposto.

Il ROI è direttamente influenzato dalla redditività lorda sulle vendite (ROS) e dall'indice di rotazione degli impieghi¹²³. Il ROS evidenzia il ritorno/la

¹²¹ L'adeguatezza del ROE viene giudicata anche attraverso la scomposizione dell'indice stesso: esso, infatti, può essere anche ricavato dalla sinergia di più indicatori messi in relazione tra di loro quali il grado di indebitamento, il ROI ed il Tigec (indice che esprime l'incidenza della gestione non caratteristica).

$$\frac{\text{Totale impieghi}}{\text{Capitale Proprio}} \times \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Totale Impieghi}} \times \frac{\text{Utile netto d'esercizio}}{\text{Reddito Operativo}}$$

Qualora il ROE risultasse avere un valore basso, andandolo a scomporre nel modo sopra indicato, si possono capire le cause ed, eventualmente intervenire per ristabilire la situazione.

¹²² Cfr. A. MANELLI, R. PACE; *Finanza d'impresa*; ISEDI; Torino; 2009.

¹²³ Anche il ROI, come il ROE, può essere opportunamente scomposto grazie all'interazione di due indici: il ROS e l'indice di rotazione degli impieghi:

marginalità sulle vendite; l'indice di rotazione degli impieghi, invece, indica quante volte, nell'arco dell'esercizio, ruota il capitale e si basa sulla velocità dei cicli operativi aziendali.

II.3.3 Analisi dell'indebitamento.

L'analisi dell'indebitamento può essere realizzata attraverso degli indicatori utili a misurare sia il grado di indebitamento, che la sostenibilità del debito¹²⁴.

L'analisi del grado di indebitamento utilizza indici di composizione, costruiti ponendo categorie di fonti di finanziamento in rapporto tra loro o rispetto al totale di sezione dello Stato Patrimoniale. Sono due gli indicatori che sono significativi:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Capitale Investito}}{\text{Capitale netto}}$$

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Capitale di terzi}}{\text{Capitale netto}}$$

Per entrambi gli indicatori, un incremento dei valori segnala un appesantimento nella struttura delle fonti da parte del capitale di terzi rispetto al capitale netto e quindi un incremento del grado di indebitamento aziendale¹²⁵.

$$\frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Ricavi di vendita}} \times \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Totale Impieghi}}$$

¹²⁴ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 53.

¹²⁵ In particolare per il leverage, se l'impresa finanzia interamente i suoi impieghi con il capitale proprio, l'indice assume un valore pari ad 1, viceversa, se l'impresa ricorre all'indebitamento, questo indice sarà maggiore a 1.

In generale, è frequente riscontrare per entrambi gli indicatori, valori superiori all'unità¹²⁶, anche se il settore di appartenenza tende ad esercitare una certa influenza nelle scelte relative al grado di indebitamento. In diversi casi il Debt to equity ratio è considerato accettabile se assume valori non superiori a 3, tuttavia è sempre necessaria una valutazione complessiva del grado di indebitamento che tenga conto anche del grado di liquidità, solidità e sostenibilità dei debiti.

La sostenibilità del debito si riferisce all'adeguatezza dei finanziamenti contratti in relazione ai volumi operativi, e la capacità dell'azienda di rimborsare e remunerare debiti finanziari contratti, attraverso il cash flow operativo¹²⁷.

Un primo indicatore utilizzabile in quest'ambito è l'indice di copertura degli oneri finanziari:

$$\text{Indice di copertura degli oneri finanziari} = \frac{\text{Risultato Operativo}}{\text{Oneri Finanziari}}$$

L'indice misura la capacità economica di sopportare l'onerosità dell'indebitamento finanziario; quanto più il risultato operativo è superiore agli oneri finanziari, tanto più l'azienda è economicamente in grado di sopportare il costo dell'indebitamento “esplicitamente oneroso”.

¹²⁶ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 72.

¹²⁷ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 70.

Un ulteriore indicatore per valutare la sostenibilità del debito è dato dal rapporto tra i debiti finanziari ed i ricavi di vendita:

$$\frac{\textit{Debiti Finanziari}}{\textit{Ricavi di vendita}}$$

La consistenza del debito, per un'impresa, è preoccupante nel caso in cui superasse il volume dei ricavi generati.

II.3.4 Analisi del Cash Flow.

Il Cash Flow è uno strumento per il controllo finanziario della gestione, in particolare della tesoreria, per controllare, in maniera analitica, l'andamento della gestione e delle singole sub – unità¹²⁸.

Esistono diverse tipologie di Cash Flow, ma quello utile per effettuare tale tipo di analisi è il Cash Flow operativo¹²⁹.

Il primo indicatore proposto permette di valutare la capacità di tradurre in Cash Flow le potenziali liquidità prodotte dalla redditività operativa:

$$\frac{\textit{Cash Flow operativo}}{\textit{Margine Operativo Lordo}}$$

¹²⁸ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 90.

¹²⁹ I flussi da considerare per il calcolo del Cash Flow operativo sono generati dalle operazioni di vendita dei beni e servizi, e di acquisto dei fattori produttivi d'esercizio. I flussi relativi a queste due operazioni possono essere rappresentati in due modi:

- metodo Diretto o Analitico che calcola il Cash Flow evidenziando le entrate e le uscite: esso espone i ricavi e i costi monetari;
- metodo Indiretto o Sintetico che riporta, invece, il reddito operativo caratteristico e le componenti reddituali, incluse quelle che non hanno generato alcuna variazione finanziaria; esso mette in evidenza i ricavi ed i costi non monetari.

La differenza esistente tra numeratore e denominatore è riconducibile alla dinamica del capitale circolante netto operativo¹³⁰ composto dalle rimanenze, crediti e debiti operativi.

Quando l'indicatore assume valori minori di 1, il flusso di liquidità potenzialmente producibile in relazione al rapporto tra ricavi e costi monetari si disperde in una cattiva gestione del circolante; quando, invece, l'indicatore è maggiore di 1, l'efficiente gestione del circolante produce l'effetto di amplificare la produzione di Cash Flow.

Altro indicatore che può essere calcolato nell'ambito di questa analisi è il Free Cash Flow.

Il Free Cash Flow è dato dal Cash Flow operativo, al netto delle imposte, al quale viene poi sottratto sia l'ammontare degli oneri finanziari netti e sia il rimborso dei debiti finanziari a medio – lungo termine.

Il Free Cash Flow così calcolato esprime la liquidità generata e libera da vincoli, che può essere utilizzata dagli amministratori per¹³¹:

- rimborsare i debiti a breve termine;

¹³⁰ Il capitale circolante netto (CCN) è dato dalla differenza tra le attività correnti e le passività correnti di Stato Patrimoniale. Rientrano tra le attività correnti: crediti verso clienti, rimanenze finali, cassa, ratei e risconti attivi. Le passività correnti comprendono: debiti verso fornitori, debiti di natura operativa, ratei e risconti passivi. Il CCN è una misura della capacità del management di gestire l'attività operativa corrente d'impresa.

¹³¹ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 93.

- auto - finanziare nuovi investimenti;
- distribuire dividendi senza ricorrere ad ulteriore debito.

II.4 I MODELLI EVOLUTI O STATISTICI UTILIZZATI PER LA PREVISIONE DELLE INSOLVENZE.

Per identificare e valutare lo “stato di salute” delle imprese, gli analisti, sia interni che esterni, possono avvalersi di diversi strumenti. Dalla metà del secolo scorso, in particolare, si sono sviluppati e diffusi i modelli statistici, o anche detti evoluti, chiamati “modelli di previsione delle insolvenze” o “modelli di scoring”¹³².

I primi modelli di previsione vennero concepiti ed elaborati nel periodo immediatamente successivo alla crisi del sistema bancario, culminata con il crollo della borsa di Wall Street del 1929. In quegli anni, infatti, gli istituti creditizi si trovarono a concedere finanziamenti in modo avventato, senza tener conto delle reali possibilità degli affidati di restituire i prestiti ottenuti alle scadenze pattuite¹³³. Tale circostanza ebbe conseguenze disastrose: le banche, infatti, si trovarono in difficoltà in quanto erano al centro del conflitto tra i soggetti finanziati, impossibilitati a restituire i capitali ricevuti, ed i risparmiatori depositari, che ne reclamavano la restituzione.

In questo difficile contesto, per gli intermediari divenne particolarmente

¹³² Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015.

¹³³ Cfr. O. DOMENICHELLI; *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa. Profili teorici ed empirici*; Giappichelli; Torino; 2013.

necessaria l'esigenza di disporre di efficaci strumenti di valutazione dell'affidabilità della clientela, più accurati e tempestivi. Gli sforzi sono stati, quindi, orientati verso l'elaborazione di strumenti atti a diagnosticare, per tempo e con buon grado di affidabilità, i primi segnali del processo di crisi¹³⁴. Queste tecniche avrebbero dovuto fornire all'analista delle indicazioni sulla possibilità che l'azienda indagata, una volta ricevuto il credito dall'istituto, potesse cadere in una situazione critica, talmente grave da non permetterle la restituzione dei finanziamenti ottenuti. Sono così nati i modelli di previsione delle insolvenze, ottenuti dalla combinazione della tradizionale analisi di bilancio e da particolari metodi matematico – statistici¹³⁵.

La tecnica dell'analisi di bilancio permette una valutazione prospettica delle condizioni di operatività dell'azienda, grazie alla lettura ed all'interpretazione del trend storico dei diversi indicatori e margini calcolati; tuttavia, questa metodologia presenta due importanti limiti: il primo limite è dato dall'eccessiva soggettività nella fase di interpretazione degli indicatori¹³⁶; il secondo limite, invece, riguarda le competenze specifiche di coloro che effettuano l'analisi, che

¹³⁴ Cfr. O. DOMENICHELLI; *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa. Profili teorici ed empirici*; Giappichelli; Torino; 2013.

¹³⁵ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 102.

¹³⁶ Come spiegato sopra, l'interpretazione dei dati di bilancio è a discrezione dell'analista che effettua l'analisi; pertanto nonostante i dati di bilancio siano gli stessi, analisti diversi, potrebbero giungere a conclusioni diverse.

in alcuni casi potrebbero mancare.

Mediante l'introduzione della statistica, i modelli predittivi permettono di superare i limiti, appena descritti, della tecnica dell'analisi di bilancio: essa riduce drasticamente la componente soggettiva nelle valutazioni sullo "stato di salute" delle aziende.

I vantaggi connessi all'utilizzo di tali modelli sono essenzialmente due¹³⁷:

- la semplificazione delle fasi di elaborazione e di interpretazione delle informazioni inerenti le condizioni dell'impresa;
- il maggior grado di attendibilità nella previsione dello "stato di salute" futuro dell'impresa valutata.

La semplificazione delle fasi di elaborazione deriva dall'osservazione di un numero limitato di aspetti che definiscono lo "stato di salute" dell'impresa, che necessitano di essere monitorati e valutati; molti modelli, infatti, si compongono di un numero contenuto di indicatori in grado di cogliere i sintomi degli squilibri aziendali.

Il vantaggio ottenuto nella fase di interpretazione delle informazioni acquisite, invece, si collega al rigore che vincola il processo di formulazione del giudizio a seguito dell'applicazione del modello, e ciò grazie alla definizione

¹³⁷ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 102.

rigida di alcuni parametri di confronto. I modelli predittivi, infatti, permettono di definire una linea di confine, chiamata parametro soglia, che permette di distinguere le aziende problematiche da quelle in salute: l'analista si limiterà a confrontare il punteggio ottenuto dall'applicazione del modello con il relativo parametro soglia ed attestarne l'appartenenza alla categoria delle imprese sane o delle imprese critiche¹³⁸.

I principali modelli che si sono sviluppati nel corso del tempo, appartengono a due grandi famiglie¹³⁹: i modelli di analisi monovariata ed i modelli di analisi multivariata.

II.4.1 Modelli di analisi monovariata.

I primi modelli statistici sviluppati ai fini della previsione della crisi d'impresa, sono i modelli di analisi monovariata: essa è una tecnica di analisi che studia l'andamento di una variabile (indice) alla volta senza metterla in relazione con altre variabili (indici), in maniera tale da ottenere un giudizio sull'andamento dell'impresa¹⁴⁰.

A partire dagli anni sessanta, la prima applicazione e studio del modello di

¹³⁸ Cfr. M. C. GIORGINO; *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*; Franco Angeli; Milano; 2015; pag. 110.

¹³⁹ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 69.

¹⁴⁰ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 70.

analisi monovariato è di William H. Beaver, il quale ha testato l'ipotesi di un differente andamento tra indici di imprese sane ed indici di imprese anomale.

Lo studio ha analizzato un campione di imprese composto da 158 elementi (79 sane e 79 insolventi, pareggiato per dimensione e settore), con una serie storica di cinque anni. Il concetto di anomalia considerato da Beaver, comprende l'incapacità dell'impresa di far fronte alle proprie obbligazioni, agli scoperti di conto corrente, il mancato pagamento dei dividendi sulle azioni privilegiate e la dichiarazione di fallimento¹⁴¹. L'analisi di bilancio ha portato al calcolo di trenta indicatori principali, concernenti l'economicità della gestione, la liquidità, la solidità, il turnover, il livello di indebitamento e il flusso di cassa. Tali indici sono stati poi studiati in termini di andamento nei differenti esercizi precedenti al verificarsi dell'anomalia, mantenendo la distinzione tra il gruppo delle imprese sane e quello delle imprese anomale. Ricorrendo al test statistico, Beaver ha valutato la significatività delle differenze tra i valori medi degli indici appartenenti ai due gruppi di riferimento, calcolando, per ognuno, un valore soglia per separare i due gruppi e migliorare l'efficienza classificatoria tra il gruppo delle aziende sane e quello delle aziende anomale¹⁴².

¹⁴¹ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 173.

¹⁴² Dei 30 indicatori inizialmente calcolati da Beaver, suddivisi in 6 gruppi, ne verrà selezionato uno che rappresenterà il punto di riferimento per l'analisi. Una volta effettuato il calcolo dei valori medi degli indicatori, sia per il gruppo delle aziende anomale e sia per il gruppo delle aziende sane, dal loro

Inizialmente Beaver ha cercato di individuare una teoria dell'insolvenza, fornendo una visione aziendale che riconduceva l'impresa ad una sorta di "serbatoio di liquidità"¹⁴³, soggetta pertanto ad afflussi e deflussi di denaro¹⁴⁴. Quando i drenaggi di liquidità sono maggiori alle entrate di denaro, nel medio periodo, si crea lo stato di insolvenza. Da tali considerazioni derivano le seguenti assunzioni, considerate come ipotesi di ricerca¹⁴⁵:

- maggiore è il livello delle riserve, minore è la probabilità di fallimento dell'impresa;
- più elevato è il flusso di liquidità, minore è la probabilità di fallimento;
- più elevato è il livello di indebitamento, maggiore è la probabilità di fallimento;
- più elevate sono le uscite per i costi operativi, maggiore risulta la probabilità di fallimento.

In termini monovariati, cioè testando un indicatore per volta, i migliori

confronto emergono delle informazioni che Beaver definisce "a profile analysis". Tale analisi, in realtà, non ha alcuna utilità predittiva, ma serve a delineare la relazione esistente tra i due gruppi di aziende.

¹⁴³ Beaver chiarisce che l'analisi effettuata sul campione di aziende si basa su un modello di cash-flow: l'azienda viene considerata come una riserva di attività liquide che è soggetta ad aumentare o a diminuire in conseguenza dei flussi di liquidità in entrata ed in uscita.

¹⁴⁴ Cfr. W. H. BEAVER; *Financial Ratios as Predictor of Failure*; in Journal of Accounting Research; Vol. 4; n° 4; 1996; pag. 80.

¹⁴⁵ Cfr. W. H. BEAVER; *Financial Ratios as Predictor of Failure*; in Journal of Accounting Research; Vol. 4; n° 4; 1996; pag. 80.

indicatori nel discriminare (a posteriori) imprese sane ed imprese anomale sono stati:

- 1- Cash Flow/Totale debiti;
- 2- Reddito Netto/Totale Attivo;
- 3- Totale debiti/Totale Attivo;
- 4- Capitale Circolante Netto/Totale Attivo;
- 5- Attivo Corrente/Passivo Corrente.

In particolare, l'indice Cash Flow/Totale debiti ha correttamente classificato l'87% delle aziende per l'anno precedente gli eventi del dissesto. Allontanandosi da tale periodo, l'efficacia della regola classificatoria si riduceva gradualmente, mantenendo comunque, un errore totale del 25%¹⁴⁶.

Gli altri indicatori sopra elencati hanno evidenziato risultati inferiori, con percentuali di classificazione fortemente decrescenti allontanandosi dagli eventi di dissesto. Lo studio ha inoltre mostrato come gli indici con la minore capacità diagnostica siano risultati quelli concernenti il capitale circolante netto e la liquidità¹⁴⁷.

Questo risultato è stato poi confermato da un ulteriore contributo di

¹⁴⁶ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 183.

¹⁴⁷ Cfr. W. H. BEAVER; *Financial Ratios as Predictor of Failure*; in *Journal of Accounting Research*; Vol. 4; n° 4; 1996; pag. 92.

Beaver¹⁴⁸ che ha analizzato la capacità segnaletica di 14 indicatori divisi secondo le categorie di *liquid asset* e *non liquid asset*¹⁴⁹: il risultato di tale analisi ha confermato che i classici indicatori di liquidità sono scarsamente segnaletici di potenziali situazioni di dissesto nel medio/lungo termine, rigettando le ipotesi di partenza. Inoltre, tale ricerca ha evidenziato:

- le imprese anomale (fallite) hanno presentato un valore inferiore di liquidità immediata, ma entità maggiori di liquidità differita;
- le imprese anomale hanno presentato un capitale circolante netto finanziario di entità minore, in quanto caratterizzate da maggiori passività correnti;
- le imprese anomale hanno presentato una minore quantità di disponibilità.

Le variabili relative all'autofinanziamento, alla redditività netta e all'indebitamento hanno dimostrato maggiore capacità segnaletica per quanto riguarda le situazioni di dissesto.

Lo studio di Beaver è stato il primo che ha dimostrato i seguenti

¹⁴⁸ Cfr. W. H. BEAVER; *Alternative Accounting Measure as Predictors of Failure*; in *The Accounting Review*; vol. n°43; n°1; 1968; pagg. 113-122.

¹⁴⁹ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 189.

fenomeni¹⁵⁰:

- esiste una differenza tra gli indici di bilancio relativi ad imprese sane ed indicatori relativi ad imprese anomale e tale differenza è riscontrabile fino a cinque anni precedenti gli eventi di dissesto;
- le grandezze contabili assumono rilievo come variabili segnaletiche di situazioni di disequilibrio, configurando il bilancio di esercizio un documento valido per le analisi revisionali e prospettiche;
- la capacità segnaletica degli stati di dissesto è inclusa anche nelle variazioni ed alle tendenze degli stock price.

Un altro contributo è stato realizzato da Roberto Barontini¹⁵¹ nel 2000 il quale ha analizzato un campione di 726 aziende manifatturiere (386 sane e 340 anomale, in questo caso classificate “in sofferenza” da parte di almeno un istituto di credito), omogeneo per dimensioni e comparti produttivi. Sono stati, inizialmente, individuati un centinaio di indicatori di bilancio ritenuti segnaletici, riguardanti la redditività netta, i flussi di cassa, la redditività operativa, l’efficienza, la struttura finanziaria e la liquidità. Utilizzando metodi statistici, il gruppo iniziale di variabili è stato ridotto a 20 indicatori, mantenendo comunque

¹⁵⁰ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 202.

¹⁵¹ Cfr. R. BARONTINI; *La valutazione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze*; Il Mulino; Bologna; 2000.

la stessa efficacia informativa iniziale.

Lo studio comportamentale delle variabili si è esteso fino al terzo anno antecedente la dichiarazione di sofferenza.

Gli indici utilizzati sono stati:

ROE	Ammortamenti/Imm.ni tecniche lorde
Cash Flow/Capitale investito	Variatione % dei ricavi di vendita
MOL/Vendite	Totale debiti/Vendite
MOL/Oneri finanziari	Debiti verso fornitori/Acquisti
Reddito operativo/MOL	Mezzi propri/Capitale investito
Costo lavoro/Valore della Produzione	Oneri finanziari/Debiti finanziari
Vendite/Capitale investito	Debiti a m/l termine/Passivo Corrente

CCN/Vendite	Attivo Corrente/Passivo Corrente
Vendite/Magazzino	Cassa/Passivo Corrente
F. do amm.to/ Imm.ni tecniche lorde	Mezzi propri/Imm.ni tecniche nette

Questa analisi¹⁵² ha evidenziato una scarsa capacità segnaletica degli indicatori di redditività operativa, con errori classificatori mediamente superiori al 40%; risultati migliori, sono stati, invece, ottenuti dagli indicatori relativi al flusso di cassa (inteso come autofinanziamento) (Cash Flow/Capitale investito), dall'indice di copertura degli interessi passivi (MOL/Oneri finanziari) e dal ROE, a testimonianza che l'indebitamento influenza la rischiosità dell'impresa.

L'autore, quindi, ha notato che gli indici maggiormente segnaletici sono stati quelli in grado di rappresentare la relazione tra redditività netta, autofinanziamento ed indebitamento dell'impresa. In particolare questi indici:

- considerano in modo più diretto l'indebitamento dell'impresa, ponendo al denominatore degli indici, il valore assoluto di una classe

¹⁵² Cfr. R. BARONTINI; *La valutazione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze*; Il Mulino; Bologna; 2000.

di debiti o la sua onerosità esplicita;

- comprendono valori residuali che sterilizzano le politiche aziendali relative agli ammortamenti ed agli accantonamenti.

Anche in questo caso, come negli studi di Beaver, gli indici di liquidità non appaiono quelli maggiormente efficaci nel segnalare presenti o potenziali condizioni di disequilibrio.

II.4.2 Modelli di analisi multivariata.

Per quanto utile ai fini descrittivi ed esplicativi, l'analisi monovariata presenta, in termini gestionali ed economico aziendali, due limiti¹⁵³:

- l'utilizzo di un solo indicatore comporta un giudizio limitato alla condizione economico finanziaria di un'impresa¹⁵⁴.
- potrebbero verificarsi dei casi in cui si riscontano classificazioni contraddittorie utilizzando differenti indici: alcuni potrebbero interpretare l'azienda come sana, altri, invece, come potenzialmente anomala¹⁵⁵.

¹⁵³ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 187.

¹⁵⁴ Infatti, ad esempio, un'azienda potrebbe essere caratterizzata da un elevato indebitamento, ma allo stesso tempo presentare una redditività netta e del capitale investito superiore alla media del settore, una buona liquidità e un trend di crescita sostenuto negli anni.

¹⁵⁵ Riprendendo l'esempio del punto precedente, l'azienda dal punto di vista dell'indebitamento sarebbe stata classificata come anomala, invece dal punto di vista della liquidità o della redditività, sarebbe stata considerata sana.

Per superare questi limiti, sono state introdotte delle tecniche statistiche di analisi multivariata che analizzano simultaneamente più variabili indipendenti, fornendo una rappresentazione aderente e globale della gestione aziendale¹⁵⁶. Le tecniche più utilizzate di frequente, impiegate nell'analisi finanziaria e nella costruzione di modelli di previsione delle insolvenze, sono state l'analisi discriminante (AD) e la *logit analysis* (LA)¹⁵⁷.

L'analisi discriminante è una tecnica statistica utilizzata per classificare un dato elemento in uno dei due gruppi definiti a priori, in base alle sue caratteristiche osservate¹⁵⁸. Il vantaggio di questa tecnica è quello di analizzare l'intero profilo dell'azienda riducendo un insieme di variabili indipendenti in un'unica grandezza, che diventerà l'elemento fondamentale per la classificazione di un'impresa in uno dei due gruppi¹⁵⁹.

La *logit analysis*, invece, consiste nel supporre che esista una relazione tra la probabilità di un'impresa di diventare insolvente e una serie di grandezze osservabili che sono strettamente connesse con l'evento insolvenza.

In questa sede si andrà ad approfondire il metodo dell'analisi discriminante.

¹⁵⁶ Cfr. W. J. KRZANOWSKY; *Principles of Multivariate Analysis: a user's perspective*; Clarendon Press; Oxford; 1988.

¹⁵⁷ Cfr. G. DE LAURENTIS; *La previsione delle insolvenze aziendali. Profili teorici ed analisi empiriche*; Giuffrè editore, Milano; 1986.

¹⁵⁸ Cfr. R. A. FISHER; *The use of multiple measurement in taxonomic problems* in *Annals of Eugenics*; n. 7; 1936; pagg. 179-188.

¹⁵⁹ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 71.

Il primo contributo scientifico che ha utilizzato l'analisi discriminante ai fini della determinazione della condizione economico finanziaria dell'impresa, e più in generale, della previsione delle insolvenze, è stato quello di Edward I. Altman.

L'autore si proponeva di elevare l'analisi monovariata ad una tecnica valutativa e previsionale certa e rigorosa, ricorrendo all'ausilio di metodi di scelta statistici oggettivi e capaci di riassumere in poche variabili finanziarie tutta la complessità della gestione e del sistema d'azienda¹⁶⁰.

L'indagine è stata svolta su un campione di 66 imprese manifatturiere, di cui 33 sane e 33 fallite. Sono stati, poi, calcolati 22 indicatori di bilancio appartenenti alle categorie di liquidità, solidità, redditività ed indebitamento; successivamente se ne sono scelti 5, e utilizzando l'analisi discriminante, Altman, ha formulato una funzione che fosse in grado di determinare livelli sintetici di scoring per l'effettuazione di giudizi sulla salute economica e finanziaria delle aziende coinvolte¹⁶¹. L'autore ha così ottenuto una funzione in cinque variabili (indici di bilancio) opportunamente ponderate secondo il procedimento di derivazione della stessa. Il valore dei pesi è il risultato del procedimento di analisi discriminante e dipende dalla natura del campione di stima impiegato:

¹⁶⁰ Cfr. E. I. ALTMAN; *Financial Ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*; Journal of Finance; 1968; Vol. n° 23; n° 4; pag. 591.

¹⁶¹ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 221.

$$Z = 0,0012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$

Dove gli indicatori sono stati:

$$X_1 = \frac{\text{Capitale Circolante Netto}}{\text{Totale Attività}};$$

$$X_2 = \frac{\text{Riserve}}{\text{Totale Attività}};$$

$$X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Totale Attività}};$$

$$X_4 = \frac{\text{Valore di mercato delle azioni}}{\text{Totale Debiti}};$$

$$X_5 = \frac{\text{Vendite}}{\text{Totale Attività}}.$$

La funzione include diverse componenti del sistema economico e finanziario dell'impresa: la redditività del capitale investito, la redditività cumulata, la struttura finanziaria, la liquidità e l'efficienza complessiva.

La prima variabile (X_1)¹⁶² esprime la liquidità aziendale; in una situazione di crisi tale rapporto tende a diminuire, attestandosi su valori particolarmente contenuti, come conseguenza della contrazione del numeratore¹⁶³.

La seconda variabile (X_2), oltre ad incorporare l'effetto delle politiche di autofinanziamento e di distribuzione dei dividendi nel tempo, racchiude

¹⁶² Secondo Altman, questo indice si è dimostrato il migliore, tra quelli calcolati inizialmente, a rappresentare la liquidità aziendale, sia in un'ottica monovariata sia in un contesto multivariato.

¹⁶³ Infatti le perdite di un'azienda in difficoltà influiscono negativamente sull'entità delle attività correnti e quindi sulla misura del capitale circolante netto.

implicitamente anche l'età dell'impresa per mezzo della consistenza delle riserve sul totale del capitale investito; è un indicatore che esprime la capacità dell'azienda di reinvestire, nella propria attività, parte dei redditi conseguiti. In condizioni di difficoltà reddituali, la misura di tali accantonamenti tende a ridursi fino ad annullarsi in caso di risultati di gestione negativi¹⁶⁴.

Il terzo indicatore (X_3) misura l'attitudine dei risultati conseguiti per la congrua remunerazione dell'intero capitale investito in azienda¹⁶⁵; esso tenderà a zero in situazioni caratterizzate da inefficienze economiche.

La quarta variabile (X_4) definisce quanto il valore di mercato delle azioni possa diminuire prima che si verifichi un eccesso delle passività sulle attività e, quindi, uno stato di dissesto¹⁶⁶.

Infine, l'ultimo indicatore (X_5) esprime la capacità del capitale investito di generare ricavi di vendita¹⁶⁷. Quando l'azienda è in crisi, si rileva una diminuzione dell'indicatore causata da una sovrapproduttività in relazione alla contrazione della domanda o della quota di mercato¹⁶⁸.

¹⁶⁴ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 223.

¹⁶⁵ E. I. ALTMAN; *Financial Ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*; Journal of Finance; 1968; Vol. n° 23; n° 4; pag. 595.

¹⁶⁶ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 224.

¹⁶⁷ Esso indica il numero di volte in cui il capitale investito ritorna in forma liquida per effetto dei ricavi di vendita.

¹⁶⁸ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 224.

Lo studio di tale funzione ha mostrato che i problemi di disequilibrio gestionale siano significativamente più probabili nei primi anni di vita dell'impresa: in particolare Altman ha verificato un incremento della percentuale di fallimento entro i primi tre anni di vita dell'impresa stessa¹⁶⁹.

Come descritto sopra, il risultato della funzione Z offre uno scoring generale circa la situazione economico finanziaria dell'azienda: maggiore è il risultato di Z, migliore è la condizione di salute dell'impresa e minore è la sua probabilità di fallimento. A tal proposito, Altman individua i valori discriminanti di Z per formulare giudizi sintetici¹⁷⁰:

- $Z > 2,99$: l'azienda non presenta un imminente rischio finanziario e di fallimento;
- $Z < 1,81$: l'azienda presenta un elevato rischio di insolvenza che peggiora al diminuire del valore discriminante;
- $1,81 < Z < 2,99$: l'impresa si trova nella *grey area* in cui sono state riscontrate sovrapposizioni tra aziende sane ed anomale. Il giudizio non è immediato, ma è necessario effettuare ulteriori indagini.

Sulla base di test statistici, le variabili più significative e maggiormente

¹⁶⁹ Cfr. E. I. ALTMAN; *Corporate financial distress and bankruptcy*; John Wiley & Sons, New York; 1983.

¹⁷⁰ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 233.

segnalistiche di situazioni di disequilibrio gestionale risultano la redditività del capitale investito (X_3) ed il turnover del capitale (X_5), mentre l'indicatore meno efficiente è stato ancora un volta quello basato sul capitale circolante e sulla liquidità (X_1)¹⁷¹, così come precedentemente emerso dai contributi di Beaver.

Lo studio di Altman nel 1968, inizialmente, ottenne delle critiche, soprattutto da parte dell'ambiente accademico, riguardanti il fatto che gli indicatori scelti nel modello non erano sufficientemente adatti alla previsione anticipata della crisi d'impresa; inoltre, altra critica al modello di Altman del 1968, riguardava la ristrettezza dell'ambito applicativo, in quanto il modello prendeva in considerazione solo le imprese del settore manifatturiero e quotate in borsa¹⁷².

Nonostante questo, il modello offriva un'accuratezza del 95% nel primo anno antecedente la crisi, e dell'83% nel secondo; andando indietro con gli anni, tuttavia, il modello Z score di Altman si è rivelato molto meno preciso: dai 3 ai 5 anni precedenti il fallimento dell'impresa, i risultati sono stati contrari rispetto a quelli sperati.

¹⁷¹ Cfr. E. I. ALTMAN; *Financial Ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*; Journal of Finance; 1968; Vol. n° 23; n° 4; pag. 597.

¹⁷² Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 236.

Pertanto, alla luce delle critiche che gli sono state effettuate, Altman provvede alla revisione del suo modello Z score del 1968, con l'obiettivo, in primis, di ampliare l' area applicativa del modello alle imprese più piccole¹⁷³.

Altman procede, quindi, alla modifica della variabile X_4 : mentre nel modello iniziale questa era data dal rapporto tra il valore di mercato delle azioni ed il totale dei debiti, nel modello, denominato da Altman Z' score, questa variabile è data dal rapporto tra il Patrimonio netto contabile ed il valore contabile dei debiti; tale variazione deriva dalla constatazione che nel caso di imprese non quotate, il valore al numeratore risulta assente, quindi il modello non sarebbe potuto essere applicato a tali aziende.¹⁷⁴

Pertanto, in una pubblicazione del 1993¹⁷⁵, Altman revisiona il proprio modello, non solo modificando la variabile X_4 , ma andando anche a cambiare i vari coefficienti moltiplicativi delle variabili. Pertanto il nuovo modello, derivante dalle modifiche effettuate divenne il seguente:

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

L'applicazione di questo secondo modello fornisce risultati simili allo Z

¹⁷³ Il fenomeno del fallimento, infatti, si verifica più spesso in situazioni di dimensioni minori, dal momento che per le imprese quotate si preferisce ricercare una soluzione di tipo concordatario, anziché liquidatorio.

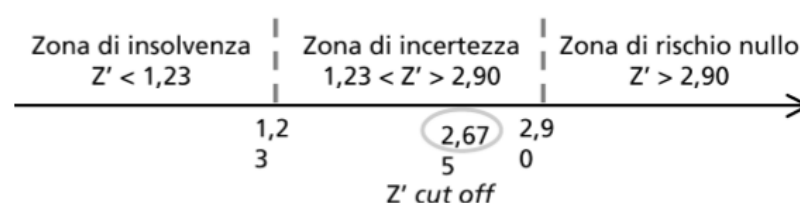
¹⁷⁴ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 240.

¹⁷⁵ Cfr. E. I. ALTMAN; *Corporate financial distress*; Wiley Interscience, New York; 1993.

score originale: la precisione nella previsione di eventuali stati di crisi era circa del 91%.

La vera modifica al quale si è assistito, a seguito dell'applicazione del nuovo modello Z' score è stato un aumento del range della zona grigia: in particolare, il limite inferiore scese da 1,81 a 1,23, mentre il margine superiore diminuì leggermente, passando da 2,99 a 2,90¹⁷⁶.

Rappresentazione delle possibili aree di classificazione (Altman, 1993)



Fonte: E. I. Altman, A. Danovi, A. Falini; Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration.

A seguito del suo lavoro del 1993, Altman, in collaborazione con Hartzel e Peck, nel 1995, elaborò lo Z'' score¹⁷⁷, con l'obiettivo di ampliare sempre più il raggio di azione del modello: nello Z' score, Altman, aveva modificato la variabile X_4 con l'obiettivo di applicare il modello anche alle realtà che non

¹⁷⁶ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANОВI, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 26.

¹⁷⁷ Cfr. E. I. ALTMAN, J. HARTZELL, M. PECK; *Emerging markets corporate bonds: a scoring system*; Salomon Brothers Inc.; New York; 1995.

erano quotate in borsa; in questo modello, invece, l'obiettivo era quello di eliminare le influenze del settore di appartenenza delle imprese¹⁷⁸.

A tal fine Altman, elimina la variabile X_5 , contenente al numeratore il totale delle vendite, e variando nuovamente i pesi di ciascuna variabile. Il nuovo modello deriva, quindi, dall'interazione delle prime quattro variabili:

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Nel nuovo modello la zona grigia è compresa fra Z'' di 4,846 e 8,105, di conseguenza le imprese con un indice maggiore di 8,105, saranno sicuramente sane, mentre quelle con un indice inferiore a 4,846 saranno sicuramente in crisi¹⁷⁹.

Nel 2013 il Professor Alessandro Danovi ed il Professor Alberto Falini, in collaborazione con Edward Altman, fecero un elaborato in cui riportarono i risultati della loro applicazione del modello predittivo, elaborato da Altman, su un gruppo di imprese italiane: essi selezionarono un campione di imprese in crisi, applicandovi i modelli Z' e Z'' score. Attraverso tale studio i due autori confermarono la buona efficacia previsiva dei modelli, ma giunsero alla conclusione che le peculiarità delle imprese italiane richiederebbero

¹⁷⁸ I due precedenti modelli, infatti, prendevano in considerazione solo ed esclusivamente le imprese appartenenti al settore manifatturiero, escludendo le imprese appartenenti ad altri settori.

¹⁷⁹ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANОВI, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 35.

l'elaborazione di parametri ad hoc¹⁸⁰.

Le aziende prese in considerazione da Danovi e Falini, furono imprese manifatturiere, assoggettate alle procedure di Amministrazione Straordinaria¹⁸¹ ex d. lgs. 270/1999 e d. l. 347/2003 nel periodo 2000 – 2010. Tutte le imprese del campione scelto, presentavano un indebitamento considerevole ed un numero di dipendenti superiore a 200¹⁸².

I due autori, ai fini del loro studio, selezionarono un campione di 52 società assoggettate alle procedure di Amministrazione Straordinaria; la selezione è scaturita da una ricerca effettuata presso l'archivio della Gazzetta ufficiale e mediante la valutazione delle imprese per mezzo del codice Ateco 2007¹⁸³,

A questo punto, per tutte le aziende sono stati calcolati lo Z' e lo Z'' score, al

¹⁸⁰ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANOVÌ, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 26

¹⁸¹ «L'Amministrazione Straordinaria è stata introdotta nel sistema concorsuale italiano con la Legge n. 95 del 3 Aprile del 1979; si tratta di uno strumento di gestione della crisi delle imprese di rilevanti dimensioni che mira a salvaguardare i livelli produttivi ed occupazionali oltre agli interessi dei creditori. Nel 1999 l'istituto è stato profondamente riformato, tenendo conto delle direttive europee: in particolare fu inserita la presenza di concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività aziendali come requisito necessario per l'accesso all'Amministrazione Straordinaria.» Op. Cit. E. I. ALTMAN, A. DANOVÌ, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 27.

¹⁸² «Ai fini dell'ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria ai sensi dell'articolo 2, d.lgs. 270/1999, le imprese devono presentare congiuntamente i seguenti requisiti: «[...] a) un numero di lavoratori subordinati, compresi quelli ammessi al trattamento di integrazione guadagni, non inferiore a duecento da almeno un anno; b) debiti per un ammontare complessivo non inferiore ai due terzi tanto del totale dell'attivo dello stato patrimoniale che dei ricavi provenienti dalle vendite e dalle prestazioni dell'ultimo esercizio [...]»». Op. cit. E. I. ALTMAN, A. DANOVÌ, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 27.

¹⁸³ Il codice Ateco 2007 rappresenta una combinazione alfanumerica il quale identifica una particolare categoria di attività economiche

fine di indagare l'applicabilità dei due modelli, elaborati da Altman, alla realtà dell'industria manifatturiera italiana¹⁸⁴.

Prospetto di sintesi delle imprese manifatturiere ammesse alle procedure di Amministrazione Straordinaria

	Anno x		Anno x-1		Anno x-2		Anno x-3		Anno x-4		Anno x-5	
N. osservazioni	52		52		50		33		22		19	
Z' insolvenza	45	87%	38	73%	32	64%	18	55%	11	50%	6	32%
Z' incertezza	7	13%	13	25%	16	32%	15	45%	11	50%	13	68%
Z' tranquillità	0	0%	1	2%	2	4%	0	0%	0	0%	0	0%

Fonte: E. I. Altman, A. Danovi, A. Falini; Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration.

Come si evince dalla tabella sopra, l'applicazione dello Z'score, evidenzia l'affidabilità del modello predittivo fino a due esercizi precedenti all'insolvenza¹⁸⁵. Nell'anno della crisi (anno x) e nei due precedenti, infatti, la previsione risulta piuttosto precisa, considerando che riesce a riconoscere, nell'anno x-2, l'anno più lontano dalla crisi, il 64% delle imprese in difficoltà, il 32% viene classificato nelle incerte e solo il 4% tra le imprese sane. Via via che ci si allontana dall'anno di insolvenza, il modello risulta essere molto meno

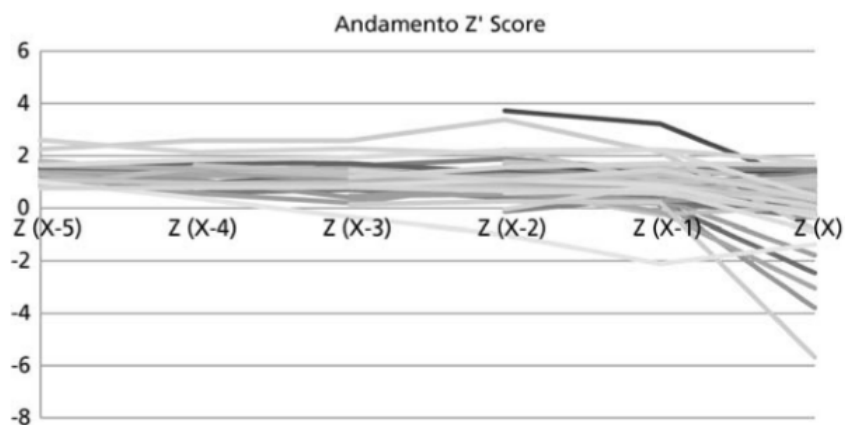
¹⁸⁴ “Le differenze del contesto economico, sociale, legislativo, oltre che di spazio e di tempo in cui hanno operato le imprese del campione sono notevoli. Questo, infatti, rappresenta uno dei principali problemi di applicabilità in Italia, che i due autori hanno cercato di superare: il contesto italiano risulta profondamente diverso da quello in cui il modello è stato elaborato. Considerate, infatti, le tipicità delle società italiane ci si chiede se l'indicatore non sia eccessivamente penalizzante per dei soggetti il cui profilo finanziario è caratterizzato da una scarsa capitalizzazione e da un rilevante ricorso all'indebitamento bancario.” Op. cit. E. I. ALTMAN, A. DANОВI, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 28.

¹⁸⁵ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANОВI, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 29.

preciso: infatti, nell'anno $x-5$, il 68% delle imprese viene classificato tra quelle incerte.

Dall'analisi dell'andamento degli Z' score, Danovi e Falini, evidenziarono un progressivo deterioramento dell'indice, come evidenzia la figura.

Andamento dello Z' Score per le società assoggettate alle procedure di Amministrazione Straordinaria



Fonte: E. I. Altman, A. Danovi, A. Falini; Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration.

La figura, sopra esposta, evidenzia una tendenza netta: l'indice rimane intorno all'area grigia fino a tre anni prima dell'ultimo bilancio, e poi, già a partire dal periodo successivo, diminuisce, approssimandosi allo 0¹⁸⁶.

A questo punto, i due studiosi italiani, applicarono lo Z'' score a tutte le imprese del campione.

¹⁸⁶ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANОВI, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 30.

Si osserva immediatamente come, mediamente, il 72,3% delle imprese sia stato classificato con un punteggio tale da rientrare nella zona di insolvenza; in particolare, più ci si avvicina all'anno di insolvenza (anno x-1), più aumenta la percentuale di società classificabili nel rating di Standard & Poor's con la lettera "D", vale a dire di default¹⁸⁷.

Risultati Z" Score

Rating	Soglie	Anno x-1		Anno x-2		Anno x-3		Anno x-4		Anno x-5		Valori medi
		n.	%	n.	%	n.	%	n.	%	n.	%	
AAA	>8,15	0	0,0	0	0,0	3	3,4	3	6,5	0	0,0	2,0
AA+	8,15	0	0,0	1	1,2	0	0,0	1	2,2	0	0,0	0,7
AA	7,60	0	0,0	0	0,0	1	1,1	0	0,0	0	0,0	0,2
AA-	7,30	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	2,2	0	0,0	0,4
A+	7,00	1	2,3	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0,5
A	6,85	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0,0
A-	6,65	0	0,0	1	1,2	1	1,1	1	2,2	0	0,0	0,9
BBB+	6,40	0	0,0	0	0,0	2	2,2	1	2,2	0	0,0	0,9
BBB	6,25	1	2,3	0	0,0	1	1,1	2	4,3	0	0,0	1,5
Totale		2	4,5	2	2,4	8	9,0	9	19,6	0	0,0	7,1
BBB-	5,85	0	0,0	1	1,2	0	0,0	3	6,5	0	0,0	1,5
BB+	5,65	0	0,0	5	5,9	4	4,5	2	4,3	1	16,7	6,3
BB	5,25	0	0,0	2	2,4	5	5,6	0	0,0	1	16,7	4,9
BB-	4,95	0	0,0	2	2,4	4	4,5	0	0,0	0	0,0	1,4
B+	4,75	0	0,0	7	8,2	5	5,6	1	2,2	1	16,7	6,5
Totale		0	0,0	17	20,0	18	20,2	6	13,0	3	50,0	20,7
B	4,50	2	4,5	3	3,5	8	9,0	5	10,9	0	0,0	5,6
B-	4,15	1	2,3	5	5,9	6	6,7	8	17,4	1	16,7	9,8
CCC+	3,75	3	6,8	12	14,1	12	13,5	7	15,2	0	0,0	9,9
CCC	3,20	5	11,4	11	12,9	13	14,6	6	13,0	1	16,7	13,7
CCC-	2,50	2	4,5	14	16,5	14	15,7	1	2,2	0	0,0	7,8
D	<1,75	29	65,9	21	24,7	10	11,2	4	8,7	1	16,7	25,4
Totale		42	95,5	66	77,6	63	70,8	31	67,4	3	50,0	72,3
Totale		44		85		89		46		6		

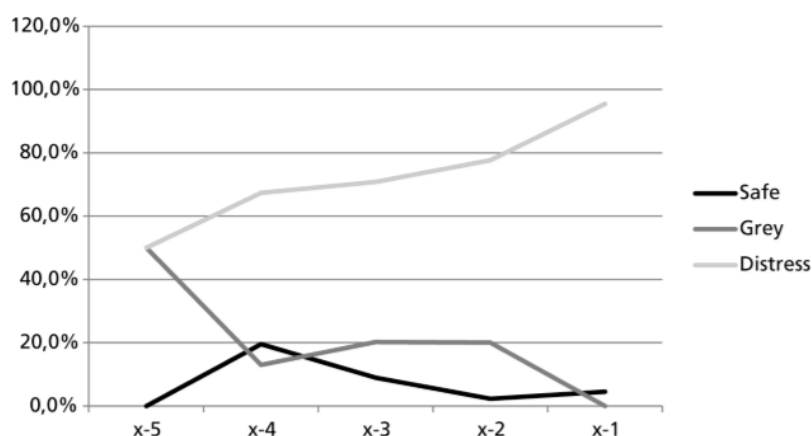
Fonte: E. I. Altman, A. Danovi, A. Falini; Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration.

Nell'anno x-4, cioè quattro esercizi prima della dichiarazione dello stato di insolvenza, solo l'8,7% delle imprese presentava punteggi riconducibili all'area

¹⁸⁷ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANOVÌ, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 34.

di default, mentre il 67,4% della popolazione complessiva, rientrava nella *distress zone*; nell'anno x-1 è il 65,9% delle imprese ad ottenere un rating pari alla lettera "D" ed il 95,5% della popolazione considerata rientra nella zona d'insolvenza. Tali dati sono a dimostrazione del fatto che più ci si allontana dall'anno di insolvenza e più il modello risulta essere meno preciso; tuttavia i valori ottenuti dai due autori, anche negli anni più lontani a quello della dichiarazione dello stato di insolvenza, risultano comunque significativi¹⁸⁸.

Andamento dello Z' Score per le società assoggettate alle procedure di Amministrazione Straordinaria



Fonte: E. I. Altman, A. Danovi, A. Falini; Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration.

La figura appena esposta, mostra quanto appena descritto: all'approssimarsi dell'insolvenza, diminuiscono le classificazioni incerte a fronte di un aumento di

¹⁸⁸ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANОВI, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 33.

quelle nell'area di insolvenza.

I risultati ottenuti mediante l'applicazione dello Z'' Score appaiono maggiormente significativi ed esplicativi di quello che è stato il vero destino delle imprese, con una classificazione nella zona d'insolvenza mediamente in linea con quella dello Z' ed una riduzione dell'area di incertezza¹⁸⁹.

I due autori, inoltre, precisano che entrambi gli strumenti, essendo basati su dati contabili, non possono identificare situazioni “*distressed*” in presenza di artifici di bilancio volti a migliorare la condizione apparente dell'impresa¹⁹⁰.

L'analisi evidenzia anche la necessità di riformulare i parametri sulla base delle peculiarità delle imprese italiane caratterizzate da una scarsa capitalizzazione, da un forte ricorso al credito bancario e da politiche di bilancio talvolta scarsamente trasparenti. Inoltre, come precisano gli autori nel loro elaborato, le dimensioni spesso medio - piccole delle imprese italiane rendono meno significativo il campione selezionato da Danovi e Falini che considerava soltanto imprese con almeno 200 dipendenti.

Per queste motivazioni, l'applicazione dello Z' Score e dello Z'' Score al contesto italiano si rivelò essere piuttosto complicata, non tanto per problemi

¹⁸⁹ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANОВI, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 35.

¹⁹⁰ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANОВI, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 35.

del modello, quanto per le peculiarità che caratterizzano il nostro Paese. In particolare secondo i due autori dello studio: *“per le grandi imprese sarebbe opportuna una rielaborazione dei parametri che introduca anche almeno un indicatore in grado di evidenziare la sostenibilità del debito, quale ad esempio il leverage, il rapporto tra Ebitda e oneri finanziari e l'indicatore debt service cover ratio. Per le altre imprese, ovvero per il 90% dell'industria manifatturiera italiana, è auspicabile l'elaborazione di un modello ad hoc che preveda quindi il ricalcolo dei coefficienti di ponderazione dei vari indici inseriti nella formula”*¹⁹¹.

¹⁹¹ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANOVÌ, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013; pag. 35.

***CAPITOLO III – ANALISI DI ALCUNE REALTÀ
AZIENDALI: APPLICAZIONE DEI MODELLI EMPIRICI.***

III.1 LA METODOLOGIA UTILIZZATA.

La crisi d'impresa, come spiegato nei precedenti capitoli, è un fenomeno che si presenta nella vita delle aziende nel momento in cui si vengono a creare degli squilibri dal punto di vista economico, finanziario e patrimoniale, tali da mettere in discussione la propria sopravvivenza negli anni successivi; la situazione appena descritta si genera quando non si riescono a comprendere in tempo i segnali di una crisi in atto.

Pertanto, l'obiettivo principale dell'elaborato è quello di illustrare e sottolineare l'importanza dell'utilizzo degli strumenti diagnostici nell'individuazione anticipata di possibili situazioni di crisi.

Ai fini dello scopo appena descritto, infatti, nel precedente capitolo, sono stati illustrati i principali modelli utilizzabili dagli analisti, sia interni, sia esterni, per l'individuazione dei primi sintomi della crisi.

In questo capitolo, invece, si cercherà di valutare l'efficacia dell'utilizzo degli strumenti diagnostici, attraverso l'applicazione dei due modelli empirici analizzati in precedenza ad alcune realtà aziendali, e capire, quindi, se tali modelli potrebbero essere utilizzati dalle aziende per individuare i sintomi di una

possibile crisi in atto e far in modo che questi non vadano ad intaccare la loro continuità aziendale.

Per effettuare la valutazione appena descritta, sono state selezionate dieci aziende italiane, tutte società di capitali che hanno redatto il bilancio in forma ordinaria, ed hanno presentato la loro dichiarazione di fallimento nel 2018.

Tutte le aziende hanno depositato il loro ultimo bilancio al 31/12/2017.

Di tali imprese, si sono ricavati i bilanci riferiti ai cinque anni antecedenti la dichiarazione di fallimento e sono stati, successivamente, analizzati, attraverso l'applicazione dei modelli evoluti e dei modelli complessi.

Nei paragrafi di seguito, si andranno, prima a presentare le aziende che fanno parte del campione selezionato, e successivamente si procederà con le analisi, applicando ai bilanci, prima il modello complesso ed in seguito i modelli evoluti.

III.2 IL CAMPIONE DI AZIENDE SELEZIONATO.

Come specificato sopra, il campione di aziende prese in considerazione nell'analisi, è composto da dieci imprese italiane, operanti in diversi settori, provenienti da diverse parti d'Italia, ed aventi dimensioni diverse tra loro.

Tutte le imprese sono società di capitali che hanno redatto nel corso del tempo bilanci ordinari e le quali hanno tutte dichiarato il loro fallimento nel 2018; di tutte le aziende prese in considerazione¹⁹², l'ultimo bilancio depositato, risulta essere quello al 31/12/2017.

Le imprese selezionate e facenti parte del campione sono le seguenti:

- Azienda 1: società costituita nel 2003 ed operante nel settore del commercio al dettaglio di mobili per l'arredamento domestico e specificatamente di divani, poltrone, complementi d'arredo e mobili per l'arredamento della “zona giorno” in affiliazione commerciale con la Natuzzi S. P. A.;
- Azienda 2: svolge attività di realizzazione di manufatti di carpenteria metallica di rilevanti dimensioni e complessità;
- Azienda 3: svolge la propria attività nel settore calzaturiero, dove

¹⁹² Per questione di privacy non verrà specificato il nome delle aziende, ma verranno, qui e successivamente, denominate come: Azienda 1, Azienda 2, ecc...

opera in qualità di produttore e di vendita al dettaglio presso i propri negozi;

- Azienda 4: svolge attività di produzione e vendita di capi di abbigliamento ed articoli di oggettistica;
- Azienda 5: l'azienda è stata avviata negli anni '50 e si occupa della produzione artigianale di calzature femminili e maschili di elevato standard qualitativo, considerate di tipo "sanitario";
- Azienda 6: svolge la propria attività nel settore dei servizi di pulizia, sanificazione, disinfezione e disinfestazione di fabbricati civili, pubblici e privati, nonché di stabilimenti industriali e presidi sanitari ed ospedalieri;
- Azienda 7: la società svolge la propria attività nel settore tessile ed in particolare, commercializza tessuti per arredamento e per l'abbigliamento femminile;
- Azienda 8: la società svolge attività di fonderia e lavorazione dei metalli ferrosi e non ferrosi, nonché la loro trasformazione in prodotti greggi, semilavorati e finiti;
- Azienda 9: l'azienda opera nel settore del noleggio di attrezzature, materiale gruppi ed automezzi, nel campo televisivo e

cinematografico, sia per conto di Enti Pubblici che privati;

- Azienda 10: la società svolge prevalentemente l'attività nel settore dei servizi di vigilanza privata, a favore di soggetti pubblici e privati; marginalmente, con percentuali minime rispetto al fatturato intero, opera anche nel settore del trasporto e scorta valori (circa 1%).

Di seguito si propone una tabella riepilogativa di tutte le società appena descritte, che riporta anche il numero dei dipendenti ed i ricavi di vendita al 31/12/2017, al fine di comprendere le dimensioni delle stesse.

RAGIONE SOCIALE	PROVINCIA	CHIUSURA BILANCIO	RICAVI DELLE VENDITE IN MIGLIAIA DI EURO	DIPENDENTI
AZIENDA 1	Napoli	31/12/2017	4.581	24
AZIENDA 2	Chieti	31/12/2017	92	3
AZIENDA 3	Napoli	31/12/2017	3.561	25
AZIENDA 4	Bergamo	31/12/2017	555	1
AZIENDA 5	Verona	31/12/2017	13.319	34
AZIENDA 6	Genova	31/12/2017	70	6
AZIENDA 7	Milano	31/12/2017	7.048	27
AZIENDA 8	Brescia	31/12/2017	112.945	122
AZIENDA 9	Roma	31/12/2017	4.125	21
AZIENDA 10	Catanzaro	31/12/2017	9.265	264

Fonte: Elaborazione propria.

III.3 APPLICAZIONE DEL MODELLO COMPLESSO AL CAMPIONE DI AZIENDE.

Il modello complesso appartiene alla famiglia dei modelli tradizionali e si basa sull'effettuazione dell'analisi di bilancio.

L'analisi di bilancio costituisce un complesso di tecniche di lettura, rielaborazione ed interpretazione dei dati economico – finanziari di bilanci di varia natura e di altre informazioni complementari, basato su tecniche codificate, sull'abilità, sull'esperienza e sull'intuito dei soggetti che la eseguono. Essa si basa su procedimenti relativamente standardizzati e, quindi, replicabili da parte del singolo analista, in ragione dello scopo e del contesto in cui trova applicazione¹⁹³.

Lo scopo principale dell'effettuazione dell'analisi di bilancio è quella di esprimere un giudizio sullo “stato di salute” di un'impresa, di un gruppo aziendale, di un ramo d'azienda o di un insieme di imprese.

Per poter effettuare l'analisi di bilancio, occorre passare attraverso alcune fasi: prima fra tutte è la verifica della veridicità dei dati; i dati presi in considerazione sono stati ricavati dai bilanci depositati dalle aziende presso la Camera di Commercio e nei quali è specificato, nelle rispettive note integrative,

¹⁹³ Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

che tutti i valori rispettano i principi dettati dalla normativa, con riguardo alla chiarezza ed alla veridicità del bilancio¹⁹⁴; non potendo effettuare direttamente questa fase, si è assunto che i dati fossero veritieri.

Dopo aver acquisito come veritieri i dati a disposizione, si è passata alla seconda fase dell'analisi, e cioè alla riclassificazione degli schemi di Stato Patrimoniale¹⁹⁵ e di Conto Economico¹⁹⁶; pertanto, quando la riclassificazione non era presente, si è provveduto, ai fini del presente lavoro, ad effettuarla, utilizzando il criterio finanziario per la riclassificazione dello Stato Patrimoniale ed il criterio del valore aggiunto per il Conto Economico¹⁹⁷.

¹⁹⁴ Secondo gli artt. 2423 e seguenti del c. c. *“il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società ed il risultato economico dell'esercizio”*; in ciascun bilancio, all'inizio della Nota Integrativa è presente la seguente dicitura: *“Il bilancio che presentiamo alla vostra approvazione è conforme ai dettati degli artt. 2423 e seguenti del Codice civile”*.

¹⁹⁵ Lo Stato Patrimoniale può essere riclassificato secondo due diversi criteri: il criterio finanziario e il criterio funzionale (o della pertinenza gestionale).

Lo scopo principale della riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo il criterio finanziario è quello di esprimere l'attitudine degli investimenti e delle fonti di finanziamento a procurare e a richiedere mezzi di pagamento, cioè esso viene riclassificato in base alla velocità di trasformazione in denaro delle poste di bilancio; il risultato che si ottiene è uno Stato Patrimoniale a sezioni divise e contrapposte con l'indicazione degli impieghi in base al grado di liquidità, e delle fonti in base al grado di esigibilità. L'altra modalità di riclassificazione dello Stato Patrimoniale è quella della pertinenza gestionale che aggrega gli elementi del patrimonio sulla base del collegamento con le operazioni di gestione, isolando le poste afferenti la gestione corrente o caratteristica, da quelle dell'area degli investimenti/disinvestimenti e da quella dei finanziamenti/rimborsi.

¹⁹⁶ L'obiettivo principale della riclassificazione del Conto Economico è rappresentato dalla costruzione di risultati particolari, tendenti ad evidenziare il comporsi della relazione tra componenti positivi e negativi di reddito per verificare, nell'impresa osservata, l'attitudine a remunerare, in misura congrua, tutti i fattori produttivi utilizzati nella combinazione. Esistono tre diversi criteri di riclassificazione del Conto Economico: a costo del venduto (riclassifica i costi della produzione “per natura”, cioè guardando al tipo di fattore produttivo la cui acquisizione e il cui impiego hanno determinato il sostenimento dei costi), a valore aggiunto (riclassifica i costi per funzione o destinazione e determina il peso di ciascuna area funzionale) e a margine di contribuzione (evidenzia il contributo della gestione tipica alla copertura dei costi fissi).

¹⁹⁷ Tali due criteri sono stati scelti sulla base delle riclassificazioni disponibili nei bilanci delle altre aziende facenti parte del campione.

A questo punto, fondamentale per lo scopo dell'elaborato, è stata la terza fase del modello complesso e cioè quella che fa riferimento al calcolo dei diversi indicatori, divisi per le relative analisi¹⁹⁸, al fine di dare uno sguardo d'insieme allo stato di salute delle imprese del campione ed in maniera tale da poter effettuare un'analisi che mettesse in rilievo le eventuali analogie e differenze delle aziende nel corso del tempo.

A tale scopo, quindi, nei successivi paragrafi, l'analisi proseguirà mostrando i principali indicatori, divisi per il tipo di analisi che si sono evidenziate nel capitolo 2, con lo scopo di evidenziare lo stato di insorgenza della crisi e vedere, analizzando i bilanci riferiti ai cinque anni precedenti la dichiarazione di fallimento delle imprese stesse, se il modello complesso risulta essere sufficientemente adeguato nell'individuazione, in maniera anticipata,

¹⁹⁸ Come spiegato nel capitolo 2, le analisi più significative nell'individuazione dello stato di crisi dell'azienda, risultano essere quattro: analisi della solvibilità aziendale (fa riferimento al terzo stadio della crisi d'impresa e quindi allo stato di insolvenza, cioè l'incapacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari; le informazioni necessarie a capire il grado di insolvenza dell'impresa, si possono acquisire attraverso l'analisi della solidità patrimoniale e attraverso l'analisi della liquidità. La solidità patrimoniale esprime, da un lato l'adeguatezza della struttura delle fonti in relazione alla struttura degli impieghi, dall'altro, esprime la capacità del patrimonio aziendale di rimborsare i debiti contratti, indipendentemente dal periodo di scadenza. La liquidità dell'azienda, invece, fa riferimento all'equilibrio finanziario ed, in particolare, alla capacità di rispettare i pagamenti alle scadenze prestabilite senza andare ad intaccare le condizioni che garantiscono l'equilibrio economico e patrimoniale), analisi della redditività (consente di valutare la redditività aziendale mediante il calcolo di opportuni indici, che forniscono informazioni sulla capacità aziendale di produrre nuova ricchezza e sulla sua destinazione; essi sono in grado di valutare la capacità di gestione di produrre risorse sufficienti a soddisfare i fattori produttivi impiegati, compreso il rischio imprenditoriale), analisi dell'indebitamento (può essere realizzata attraverso degli indicatori utili a misurare sia il grado di indebitamento, che la sostenibilità del debito) e analisi del cash flow (il Cash Flow è uno strumento per il controllo finanziario della gestione, in particolare della tesoreria, per controllare, in maniera analitica, l'andamento della gestione e delle singole sub - unità)

dell'insorgenza della crisi.

III.3.1 Analisi della solvibilità aziendale.

L'analisi della solvibilità aziendale fa riferimento alla capacità dell'azienda di far fronte ai propri impegni finanziari ed, in particolare, si riferisce al terzo stadio della crisi d'impresa, cioè quello dell'insolvenza¹⁹⁹.

La verifica della solvibilità aziendale dell'impresa si basa sull'effettuazione di due tipologie di analisi: l'analisi della liquidità e l'analisi della solidità patrimoniale²⁰⁰.

Per andare a determinare la capacità delle aziende del campione di far fronte ai propri impegni, è stata costruita una tabella, all'interno del quale sono stati riepilogati, per ciascuna impresa, gli indicatori più significativi²⁰¹ della liquidità e della solidità patrimoniale, partendo dal 2013, fino ad arrivare al 2017.

ANALISI DELLE SOLVIBILITA' AZIENDALE															
	INDICE DI STRUTTURA CORRENTE					INDICE DI LIQUIDITA' SECCA					INDICE DI COPERTURA DELLE IMMOBILIZZAZIONI TECNICHE				
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
Azienda 1	0,83	0,93	1,02	0,95	0,90	0,58	0,68	0,78	0,74	0,74	0,09	0,10	0,12	0,12	0,10
Azienda 2	0,93	0,81	0,60	0,43	0,41	0,91	0,78	0,60	0,41	0,41	3,16	10,27	-0,87	-0,29	-0,23
Azienda 3	0,81	0,94	1,00	1,02	0,24	0,17	0,18	0,15	0,18	0,14	0,46	0,56	0,41	0,32	-8,70
Azienda 4	1,31	1,33	1,26	1,36	1,65	0,71	0,42	0,76	0,36	0,27	-0,44	0,59	0,77	0,96	1,18
Azienda 5	0,90	0,99	0,98	1,12	0,71	0,73	0,61	0,58	0,61	0,46	0,43	0,47	0,54	0,60	-6,63
Azienda 6	1,35	2,08	0,92	0,38	0,35	1,35	2,07	0,92	0,38	0,35	0,57	0,93	0,47	-1,22	-1,23
Azienda 7	1,73	1,61	1,53	1,50	0,55	1,15	1,01	0,93	0,91	0,26	1,78	1,58	1,51	1,38	-0,75
Azienda 8	0,97	0,80	0,64	0,70	0,69	0,76	0,65	0,52	0,55	0,60	1,04	0,81	0,70	0,68	-1,14
Azienda 9	1,65	1,79	1,21	0,35	0,24	1,65	1,79	1,21	0,35	0,24	0,77	0,76	0,22	-2,45	-3,55
Azienda 10	1,11	1,36	1,40	1,83	0,30	1,10	1,34	1,39	1,81	0,30	0,70	0,70	0,80	0,90	-12,81

Fonte: Elaborazione propria

¹⁹⁹ Cfr. L. GUATRI; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.

²⁰⁰ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015.

²⁰¹ Nella tabella non sono stati riepilogati tutti gli indicatori della solvibilità aziendale, ma solo quelli più facilmente calcolabili dalle informazioni e dai dati disponibili e calcolati attraverso le diverse analisi di bilancio.

Da uno sguardo di insieme è possibile notare, come per tutti gli indicatori, e per tutte le aziende, nel corso del tempo, si ha un deterioramento dei valori, addirittura in alcuni casi anche in negativo, volti a delineare un peggioramento generale della solvibilità aziendale.

Tali affermazioni, però, non sono valide per tutte le aziende del campione: per alcune infatti, tra il 2014 ed il 2016, si registra un miglioramento degli indicatori di solvibilità aziendale, grazie alle diverse azioni correttive messe in atto dalle stesse.

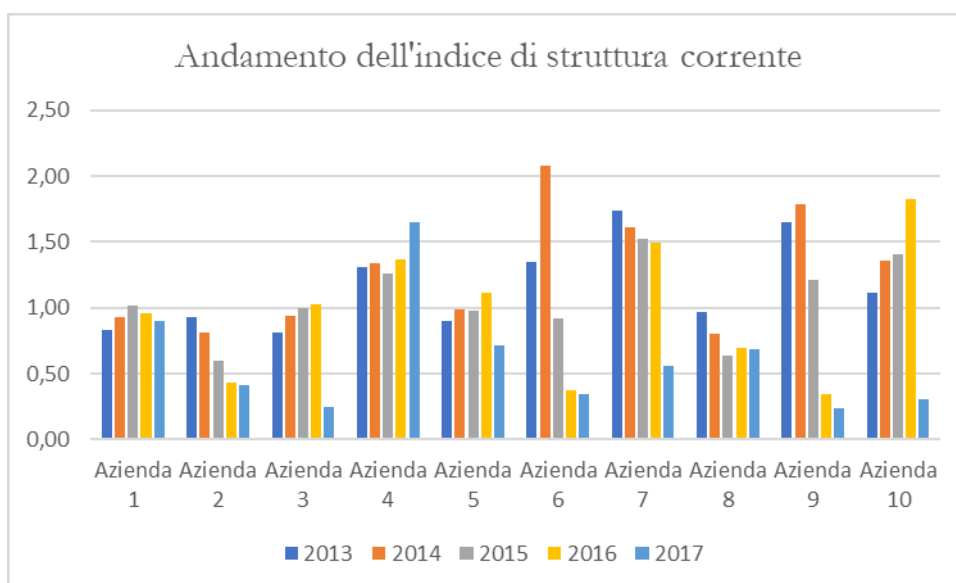
Si prenda, ad esempio, l'Azienda 1: tale impresa vede proprio negli anni tra il 2014 ed il 2016 un miglioramento degli indicatori, grazie alla costituzione di un processo di risanamento economico e finanziario e di ristrutturazione del debito²⁰².

²⁰² La realizzazione del piano di risanamento economico e finanziario e di ristrutturazione del debito ha consentito, nei primi anni, di prevedere il conseguimento di utili di esercizio e di risorse finanziarie idonee ad assicurare lo svolgimento dell'attività ed il progressivo rientro della debitoria pregressa.

Le linee guida del Piano di risanamento sono sintetizzabili nei seguenti punti:

- rilancio delle attività commerciali in accordo con le nuove strategie commerciali dell'affiliante;
- ulteriore ridimensionamento dei costi di struttura ed in particolare del personale, mediante il prolungamento dei contratti di solidarietà e l'adozione di "contratti di prossimità";
- ottimizzazione dell'utilizzo delle strutture di vendita con la riduzione dei costi fissi, ottenuta attraverso l'affidamento ad altra azienda della gestione dei reparti di vendita di articoli non a marchio;
- riduzione dei canoni di locazione e dei costi sia fissi che variabili, realizzata mediante l'ottimizzazione dei processi produttivi;
- consolidamento delle esposizioni debitorie con rientro in un orizzonte temporale di 6 anni;
- accordi con i creditori, per le esposizioni chirografarie di importo unitario marginale, che prevedano il pagamento, in tempi più ridotti a fronte di stralci e riduzioni;
- accordi con gli istituti di credito che prevedano una consistente riduzione degli oneri finanziari maturati;

Per ciascun indicatore, poi, è stato costruito un grafico, attraverso il quale è possibile vedere l'andamento dell'indice stesso, per ciascuna azienda, negli anni presi in considerazione; si parte di seguito dall'analisi dell'indice di struttura corrente.



Fonte: Elaborazione propria

Come detto sopra, l'indicatore, per quasi tutte le aziende, ha un andamento piuttosto omogeneo: assume valori più alti negli anni compresi tra il 2014 ed il 2016, per poi scendere, in alcuni casi, in maniera molto consistente, nel 2017, ultimo anno in cui le aziende hanno depositato i loro bilanci.

-
- consolidamento della esposizione verso erario e previdenza con rientro in 10 anni;
 - affitto d'azienda ad una società neo costituita al fine di ottimizzare e separare la gestione commerciale delle attività inerenti il pagamento del debito ristrutturato;
 - impiego da parte dell' Azienda 1 di tutta la finanza ottenuta dalla newco interamente a servizio del debito.

In generale, nel 40%²⁰³ del campione, l'indicatore assume valori più bassi dell'unità: tale risultato sta a significare che l'attivo circolante, e quindi la parte più liquida dell'impresa, non riesce a coprire totalmente le passività a breve, pertanto una parte verrà finanziata dalle attività fisse dell'impresa²⁰⁴; l'affermazione appena fatta, diventa più intensa nel 2017, dove il 90% del campione ha un valore dell'indice di struttura corrente inferiore all'unità.

L'unica azienda ad avere, nel 2017, un valore dell'indice di struttura corrente superiore ad 1, e pari a 1,65, è l'Azienda 4.: a primo impatto, tale situazione sembrerebbe favorevole, in quanto l'impresa, ipoteticamente, sarebbe in grado di rimborsare i debiti a breve termine attingendo, in tutto, dalle attività correnti.

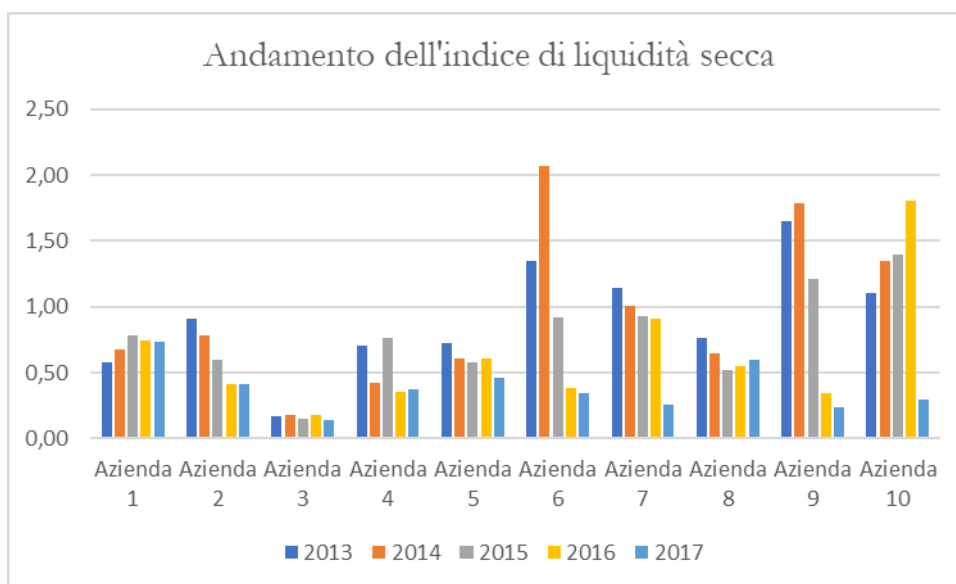
Tuttavia, andando a considerare gli elementi che compongono l'attivo corrente, è possibile evidenziare come esso sia composto, per l'86%, dalle rimanenze di magazzino, elemento più difficilmente smobilizzabile e possibile solo grazie alla vendita dei prodotti.

È per questa ragione, che è stato molto importante effettuare l'analisi dell'indice di liquidità secca che mette in relazione la parte più liquida dell'impresa, composta dai crediti a breve termine e dalle disponibilità liquide,

²⁰³ Le aziende al quale si fa riferimento sono: Azienda 1, Azienda 2, Azienda 3, Azienda 5.

²⁰⁴ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015.

con le passività scadenti a breve termine.

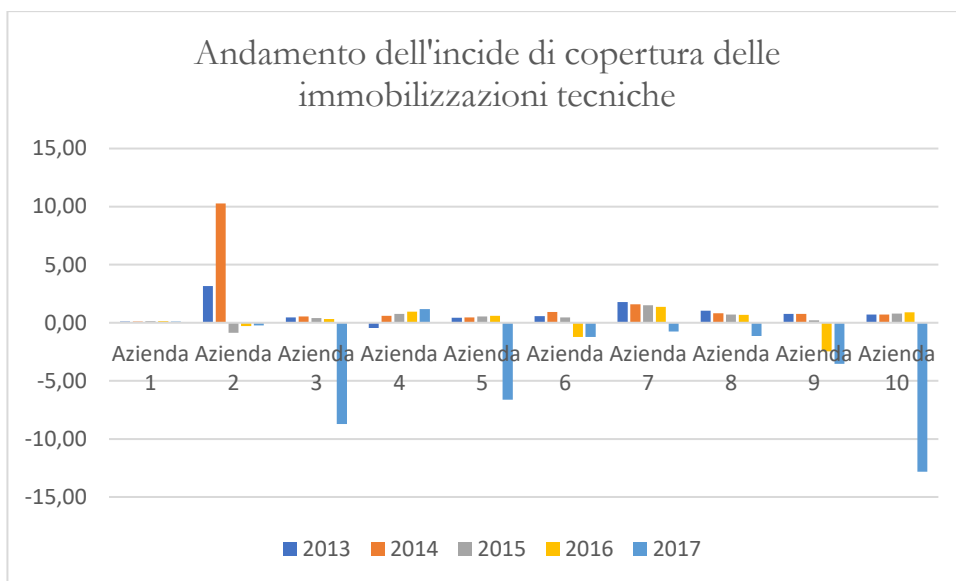


Fonte: Elaborazione propria

Andando, infatti, a togliere le rimanenze del magazzino dal numeratore, è possibile notare, come per tutte le imprese, nel 2017, le attività a breve termine non sono sufficienti a rimborsare i debiti a breve, pertanto si dovrà andare ad intaccare l'attivo immobilizzato.

Tale situazione ha creato in tutte le aziende una forte situazione di squilibrio finanziario, tale da segnalare una situazione imminente di crisi e di difficoltà per la quale le aziende non sono in grado di far fronte ai loro impegni, di breve termine, con le attività più facilmente liquidabili.

L'ultimo indicatore analizzato, nell'ambito dell'analisi della solvibilità aziendale, è l'indice di copertura delle immobilizzazioni tecniche.



Fonte: Elaborazione propria

Di particolare rilevanza, ai fini della seguente analisi, riguarda il valore assunto dall'indice in esame dell'Azienda 2, nell'anno 2014: l'indicatore assume un valore pari a 10,27, risultato nettamente superiore rispetto all'anno precedente. Tale incremento farebbe, a prima vista, pensare ad un miglioramento delle condizioni di solidità dell'impresa, tuttavia, lo stesso indicatore, nei successivi anni presenta una brusca caduta, assumendo valori al di sotto dello 0.

Questo repentino decremento dell'indicatore è causato dalla negatività del Patrimonio Netto, determinato dalle continue e consistenti perdite portate a

nuovo nel corso del tempo²⁰⁵.

Analoga situazione è accaduta ad altre imprese del campione²⁰⁶: anch'esse vedono in un primo momento l'indice di copertura delle immobilizzazioni positivo, per poi assumere, intorno al 2016, valori negativi.

La negatività dell'indice di copertura delle immobilizzazioni è sintomo di dipendenza finanziaria, ovvero che l'azienda ricorre al capitale di terzi anche per finanziare le attività immobilizzate²⁰⁷; in una situazione ottimale, infatti, le immobilizzazioni dovrebbero essere finanziate dai mezzi propri e da debiti a media lunga scadenza, con una preferenza per la prima fonte di finanziamento²⁰⁸.

Nonostante questo, la caratteristica che accomuna tutte queste imprese è che tutte, ad eccezione dell'Azienda 7 e dell'Azienda 8²⁰⁹, hanno redatto il bilancio rispettando il principio della continuità aziendale²¹⁰; quindi, l'80% delle

²⁰⁵ Tali informazioni sono state ricavate dalla Nota Integrativa che riassume i principali dati del Patrimonio Netto a pag. 21 del bilancio al 31/12/2017.

²⁰⁶ Le imprese a cui si fa riferimento sono: Azienda 3, Azienda 5, Azienda 6, Azienda 7, Azienda 8, Azienda 9 ed Azienda 10.

²⁰⁷ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 52.

²⁰⁸ Questa condizione risulta essere importante per l'equilibrio patrimoniale e finanziario di un'azienda, visto che le immobilizzazioni rappresentano investimenti caratterizzate da un ciclo di rientro di media-lunga durata.

²⁰⁹ La motivazione per il quale le aziende non hanno redatto il bilancio con la prospettiva della continuità aziendale è da attribuire al fatto che persiste una situazione di squilibrio finanziario; inoltre, nell'anno 2017, entrambe le aziende hanno effettuato la domanda di pre-concordato.

²¹⁰ Il presupposto della continuità aziendale è verificato quando l'impresa è in grado di continuare la propria esistenza operativa per un futuro prevedibile, e quindi non ci sono motivi o cause che inducano la stessa a situazioni di squilibrio economico e finanziario o ad interrompere l'attività.

imprese hanno redatto il bilancio seguendo i principi di funzionamento e non applicando i criteri di liquidazione, ossia di realizzo delle attività ed estinzione delle passività.

III.3.2 Analisi della redditività.

L'obiettivo principale dell'analisi della redditività è quella di evidenziare l'attitudine dell'impresa a generare nel tempo, risorse sufficienti a remunerare tutti i fattori produttivi impiegati nella gestione: investimenti, capitale di terzi e capitale proprio²¹¹.

Come nella precedente analisi, anche qui è stata costruita una tabella, dove è possibile osservare i valori assunti dai principali indicatori di redditività, negli anni considerati, per tutte le aziende del campione, in maniera tale da descrivere eventuali analogie e differenze nei trend degli stessi; inoltre, successivamente, come nel precedente paragrafo, si effettuerà un'analisi più approfondita di ciascun indicatore.

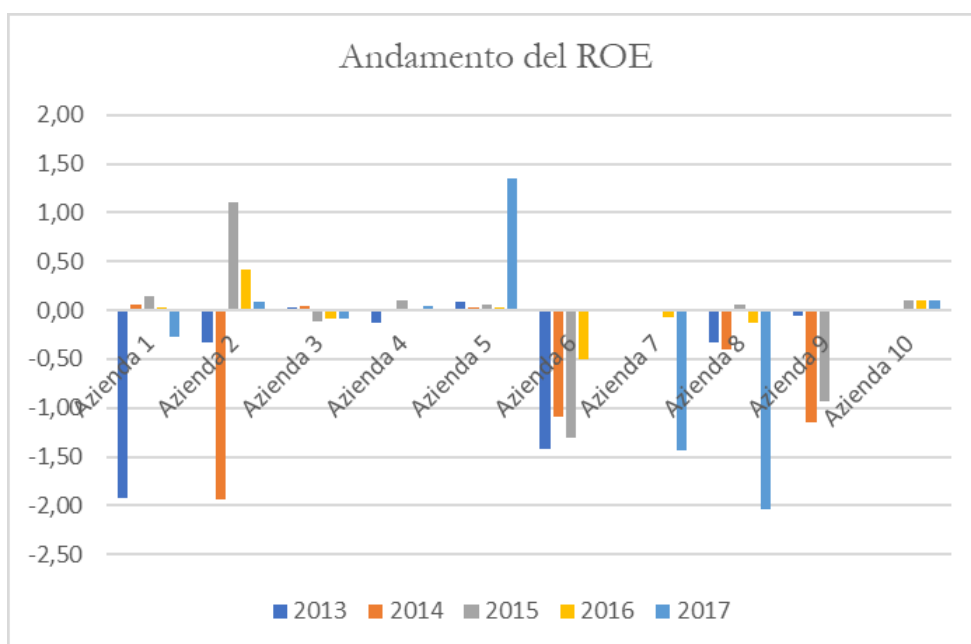
ANALISI DELLA REDDITIVITA'															
	ROE					ROI					ROS				
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
Azienda 1	-1,93	0,05	0,14	0,02	-0,27	-0,08	0,01	0,00	0,00	0,00	-0,10	0,01	0,00	0,00	0,08
Azienda 2	-0,32	-1,94	1,10	0,41	0,09	0,00	-0,05	-0,34	-0,33	-0,09	0,00	-0,05	-0,25	-0,33	-3,12
Azienda 3	0,03	0,05	-0,12	-0,08	-0,09	0,04	0,05	0,03	0,03	-0,42	0,03	0,04	0,08	0,10	-0,41
Azienda 4	-0,12	0,02	0,10	0,01	0,04	-0,05	0,06	0,08	0,08	0,05	-0,05	0,05	0,09	0,09	0,06
Azienda 5	0,09	0,02	0,06	0,03	1,34	0,05	0,02	0,04	0,02	-0,51	0,02	0,01	0,02	0,02	-0,34
Azienda 6	-1,42	-1,08	-1,30	-0,50	0,01	-0,21	-0,25	-0,41	0,92	0,03	-0,11	-0,14	-0,06	-2,20	0,01
Azienda 7	0,01	0,01	0,01	-0,08	-1,43	0,02	0,01	0,02	-0,02	-1,03	0,03	0,02	0,03	-0,02	-0,88
Azienda 8	-0,33	-0,41	0,06	-0,13	-2,03	-0,07	-0,07	0,00	-0,04	-26,90	-0,05	-0,04	0,00	-0,03	-0,35
Azienda 9	-0,05	-1,15	-0,94	0,02	0,00	0,02	-0,50	-0,63	7,54	0,64	0,01	-0,45	-0,50	-0,02	-0,01
Azienda 10	0,02	0,01	0,10	0,10	0,11	0,04	0,05	0,03	0,04	0,20	0,06	0,06	0,04	0,05	-0,02

Fonte: Elaborazione propria

²¹¹ Cfr. F. FURLANI; *Analisi della redditività*; articolo tratto dal sito "<https://www.euroconference.it/>" del 18 Giugno 2016.

Anche in questo caso, da uno sguardo d'insieme dei valori assunti dai vari indicatori, a mano a mano che ci si avvicina all'anno di dichiarazione di fallimento, si può constatare un progressivo deterioramento degli stessi, approssimandosi allo 0 o, addirittura, a valori negativi.

Si partirà di seguito con l'analisi del primo indicatore: il ROE.



Fonte: Elaborazione propria.

Il ROE è dato dal rapporto tra l'utile netto ed il capitale proprio ed indica quanto profitto è stato generato sulla base del denaro investito in capitale²¹².

In tutte le aziende si può notare una tendenza negativa dell'indice, dovuta

²¹² Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

alle perdite conseguite dalle imprese, nel corso del tempo²¹³.

Utile ai fini dell'analisi che si sta conducendo, è osservare come per il 70%²¹⁴ delle aziende, l'indicatore assumeva valori negativi, o al massimo pari a 0, già a partire dal 2013, e tale da indicare una situazione di squilibrio economico, in cui le imprese, anziché generare valore, lo distruggevano. Tuttavia, nel corso del tempo, si è avuto un leggero miglioramento dell'indice, grazie alle diverse azioni intraprese²¹⁵ dalle stesse, al fine di migliorare la situazione economica. Tutto ciò, però non è stato sufficiente, in quanto nel 2017, si registra un drastico calo del ROE, divenendo negativo, o comunque prossimo allo 0.

Nonostante quanto detto sopra, e nonostante il ROE sia il primo indicatore calcolato, in linea generale, dalle aziende, quando effettuano l'analisi della redditività, esso risulta essere, in alcuni casi inespessivo: in particolare quando l'indicatore è positivo, ma derivante da valori negativi sia dal numeratore che dal denominatore, esso tende ad essere deviante e quindi poco significativo per

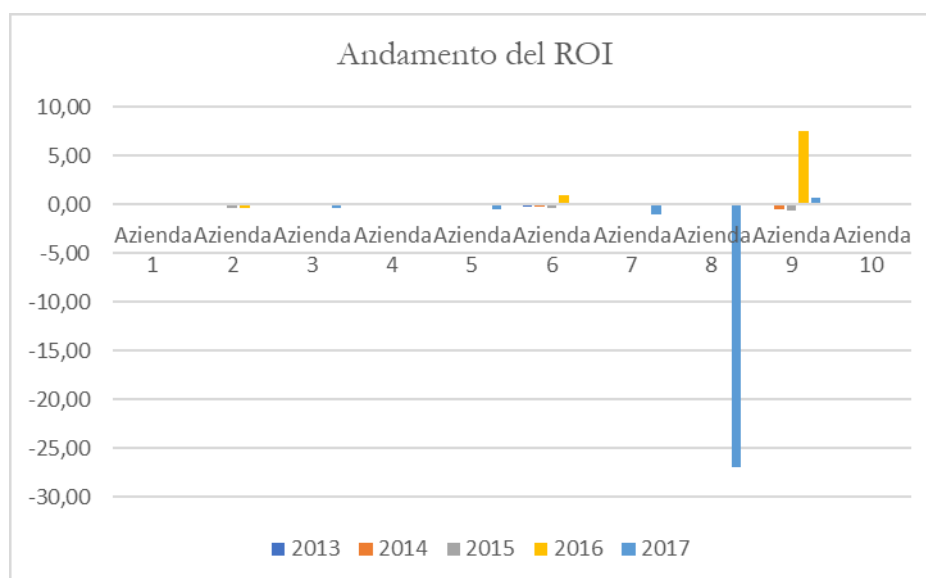
²¹³ Tutte le aziende del campione hanno chiuso il bilancio al 31/12/2017 rilevando una perdita di esercizio ed, in alcuni casi, essendo molto consistente. Le perdite consistenti, ed in alcuni casi persistenti nel tempo, conseguite dalle aziende sono da attribuire da un lato, dalla crisi generale che affligge il nostro Paese e che ha portato ad una contrazione dei consumi e, di conseguenza, ad una contrazione delle vendite e del fatturato delle stesse, dall'altro, dal pesante indebitamento a cui ciascuna impresa è stata obbligata a rispondere, che ha generato degli oneri finanziari molto elevati; tale situazione ha generato uno squilibrio economico generale che nessuna impresa è riuscita a superare.

²¹⁴ Le aziende a cui si fa riferimento sono: Azienda 1; Azienda 2; Azienda 4; Azienda 6; Azienda 8; Azienda 9.

²¹⁵ Ciascuna impresa ha messo in atto delle azioni proprie, al fine di aumentare il fatturato, ma quella più frequentemente utilizzata è stata quella di cercare di contenere i costi sia fissi che variabili.

coloro che effettuano l'analisi. È il caso, per esempio, dell' Azienda 5 avente un indice pari a 1,34 nel 2017: valore nettamente elevato rispetto ai valori assunti dallo stesso indicatore per le altre aziende. A primo impatto, sembrerebbe che la redditività dell'Azienda 5 sia sufficiente a remunerare il capitale proprio, attraverso la generazione di utile, ma andando a guardare i valori che compongono l'indice si ha una realtà che è completamente opposta: infatti l'azienda chiude il bilancio con una consistente perdita pari ad euro 6.243.185,00 ed avente un capitale proprio pari ad euro -4.642.281.

Alla luce di quanto appena detto, quindi, per effettuare un'analisi reddituale più efficace, si è reso necessario analizzare anche l'andamento del ROI e del ROS.



Fonte: Elaborazione propria.

Il ROI è il secondo indicatore della redditività di un'impresa ed è dato dal rapporto tra il reddito operativo ed il totale degli impieghi. Esso misura la potenzialità del reddito d'impresa, indipendentemente dagli eventi extra – caratteristici, dagli eventi finanziari e dalla pressione fiscale a cui il reddito d'impresa è sottoposto²¹⁶.

Come nel caso del ROE, da uno sguardo d'insieme, la situazione non risulta essere molto favorevole: la maggior parte delle imprese hanno valori dell'indicatore prossimi allo 0, atti a evidenziare il fatto che il reddito prodotto dalla gestione aziendale non è sufficientemente soddisfacente per fare in modo che le aziende si trovino in equilibrio economico²¹⁷.

La situazione drammatica appena descritta è da attribuire al fatto che il reddito operativo risulta essere negativo, o comunque non sufficiente a generare valore nel tempo.

Il fatto che il reddito operativo delle imprese selezionate, sia negativo, sta a significare che il fatturato non è sufficiente²¹⁸ alla copertura dei costi di gestione,

²¹⁶ Cfr. R. D'ALESSIO, V. ANTONELLI; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

²¹⁷ L'equilibrio economico è inteso come l'attitudine dell'impresa di produrre con continuità un flusso di reddito soddisfacente, in una prospettiva di lungo periodo.

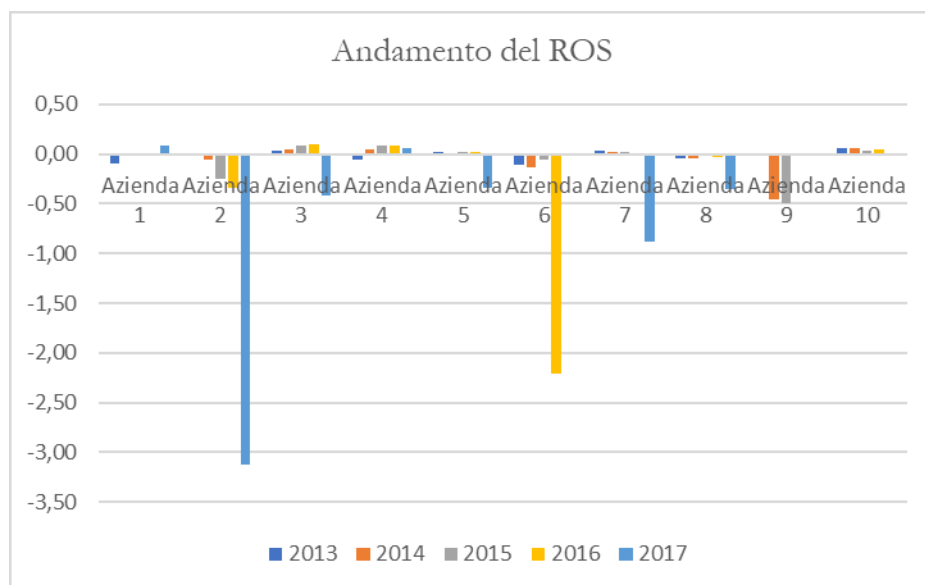
²¹⁸ In tutte le aziende, nei bilanci degli anni presi in considerazione, si sottolinea, più volte il fatto che le vendite ed il fatturato abbiano subito nel corso del tempo una notevole flessione.

Si prenda ad esempio l'Azienda 3: nella nota integrativa del bilancio al 31/12/2017 si sottolinea come rispetto ai quattro anni antecedenti, le vendite si siano contratte del 63%; situazione dovuta alle seguenti cause:

- struttura produttiva obsoleta negli impianti, nei macchinari e nelle attrezzature utilizzate per la realizzazione dei prodotti;

e quindi, inevitabilmente, si incorrerà in una perdita.

L'ultimo indicatore utile per andare a delineare ancora meglio la redditività delle imprese è il ROS.



Fonte: Elaborazione propria.

Il ROS è dato dal rapporto tra il reddito operativo ed il fatturato ed esprime la profittabilità operativa dell'azienda in relazione alle vendite effettuate in un lasso di tempo predefinito; quindi, in sostanza, indica la quantità di ricavo conseguito per ogni euro di fatturato.

-
- crisi del settore;
 - concorrenza di prodotti provenienti da altri Paesi.
 - una forza lavoro, in termini di unità dirette impiegate nella produzione, eccessiva rispetto ai ridotti volumi degli ordini e delle vendite;
 - abbandono di qualsiasi azione pubblicitaria.

Si è preso come esempio l'azienda summenzionata, in quanto le cause della diminuzione del fatturato e delle vendite appena descritte, racchiudono, in generale, le cause evidenziate dalle altre imprese del campione.

Come per i due indicatori sopra, anche in questo caso, si ha una tendenza negativa dell'indice, in alcuni casi anche molto consistente²¹⁹, dovuta sostanzialmente a valori negativi ed in diminuzione, del reddito operativo, man mano che ci si avvicina all'anno di dichiarazione di fallimento.

Dall'analisi congiunta dei tre indicatori, sulla redditività delle imprese, è possibile affermare che le stesse, non sono riuscite a remunerare in maniera adeguata gli azionisti che hanno investito denaro nelle società; anzi esse, nella maggior parte dei casi non sono riuscite a generare valore, ma lo hanno distrutto.

Tutta questa situazione è da attribuire alle consistenti perdite conseguite dalle imprese, causate, soprattutto, e non solo, secondo quanto spiegato nelle diverse note integrative, dalla crisi generale che ha colpito il nostro Paese e che ha portato alla diminuzione dei consumi e generato una flessione delle vendite delle imprese²²⁰.

III.3.3 Analisi dell'indebitamento.

L'analisi dell'indebitamento delle imprese viene realizzata attraverso degli indicatori che permettono di misurare sia il grado di indebitamento, sia la

²¹⁹ Basti osservare il valore del ROS assunto dall'Azienda 2 nel 2017, oppure quello dell'Azienda 6 nel 2016.

²²⁰ Come descritto sopra, la crisi dei settori nel quale le imprese operano, non è l'unica causa che ha generato una diminuzione del fatturato, ma, secondo quanto scritto nelle note integrative, risulta essere la causa principale, abbinata poi al cospicuo indebitamento delle stesse e ad un orientamento dei consumi verso prodotti alternativi o similari provenienti, soprattutto, dai Paesi asiatici.

sostenibilità del debito²²¹.

Il grado di indebitamento viene valutato attraverso il calcolo di due indicatori: il leverage, dato dal rapporto tra il capitale investito ed il capitale netto, ed il debt to equity ratio, dato dal capitale di terzi rapportato al capitale netto.

	LEVERAGE					DEBT TO EQUITY RATIO				
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
Azienda 1	25,64	27,18	25,81	26,91	32,27	6,14	7,44	7,66	6,12	6,41
Azienda 2	16,54	10,81	29,75	-1,99	-1,12	1,66	1,66	4,25	-0,42	-0,13
Azienda 3	10,73	11,26	12,78	14,38	-0,50	1,45	1,57	11,78	13,38	-1,44
Azienda 4	1,13	32,14	31,79	32,62	27,13	0,07	31,14	30,79	31,62	26,13
Azienda 5	6,90	8,81	7,63	6,94	-2,78	5,90	7,81	7,63	6,94	-2,78
Azienda 6	2,61	1,04	-4,90	1,27	1,29	3,00	1,52	-17,76	-2,42	2,44
Azienda 7	2,33	2,58	2,76	2,71	-3,14	1,33	1,58	1,76	1,71	-4,14
Azienda 8	3,02	3,31	2,27	2,39	-0,07	3,52	4,33	2,61	2,89	-1,67
Azienda 9	-6,63	43,96	1,57	-0,09	-1,21	-4,56	24,30	1,54	0,99	0,77
Azienda 10	12,65	12,91	13,94	11,48	-0,53	0,21	0,19	0,14	0,14	0,25

Fonte: Elaborazione propria.

Come si evince dalla tabella sopra esposta, che evidenzia i valori assunti dai due indicatori, negli anni presi in considerazione, le imprese del campione sono accomunate da un elevato grado di indebitamento che aumenta via via che ci si avvicina verso l'anno del fallimento²²².

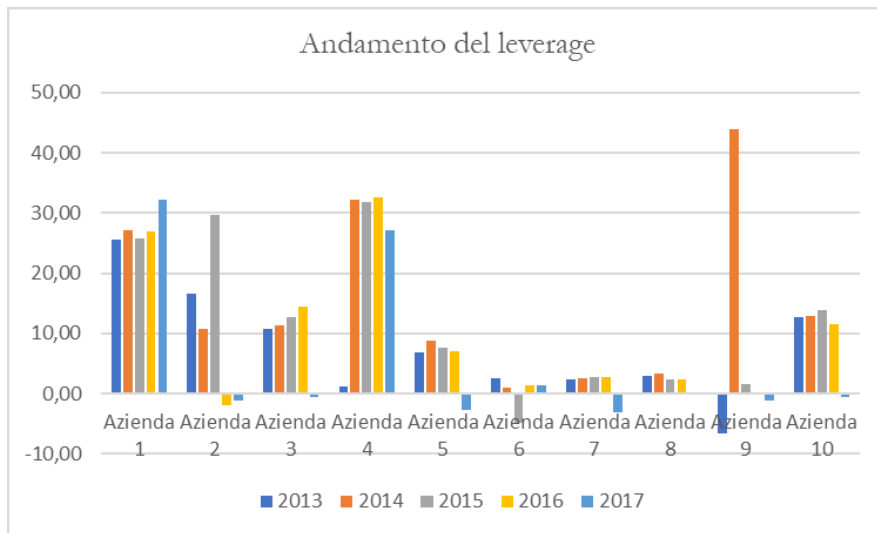
Un incremento dei valori, indica un appesantimento della struttura delle

²²¹ Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015; pag. 52.

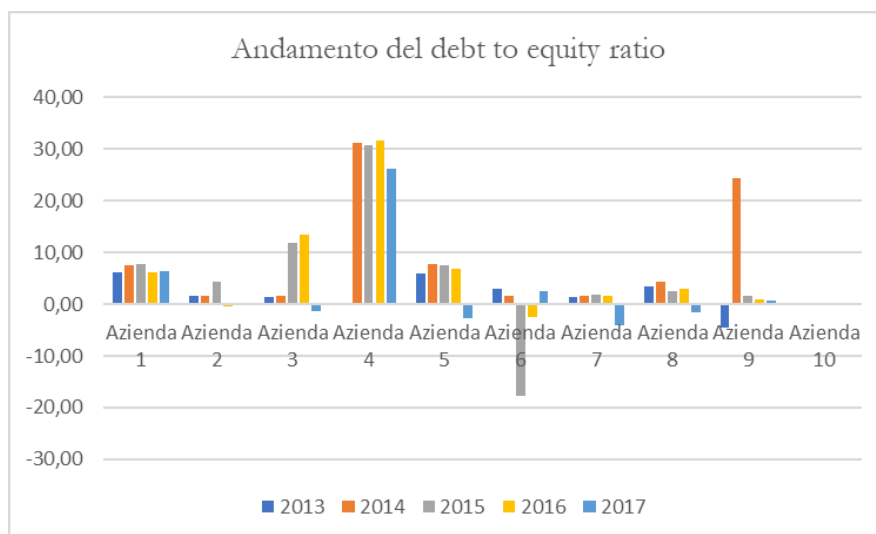
²²² Ad esempio, nella nota integrativa al 31/12/2014, dell'Azienda 3 è specificato che, rispetto agli anni precedenti, il ricorso al credito bancario è aumentato per poter coprire gli investimenti effettuati nel corso degli anni.

fonti da parte del capitale di terzi, rispetto al capitale netto e, quindi, un incremento del grado di indebitamento.

Per poter comprendere meglio quanto appena descritto, sono stati elaborati, come per le precedenti analisi, dei grafici dell'andamento dei due indici, che vengono di seguito esposti:



Fonte di entrambi i grafici: Elaborazione propria.



Dai due grafici sopra riportati, è possibile riscontrare dei valori superiori all'unità²²³ per entrambi gli indicatori, atti ad indicare il fatto che il capitale di terzi tende ad essere superiore rispetto al capitale netto: tale situazione può generare sia effetti negativi, sia effetti positivi²²⁴.

Gli effetti negativi si ripercuotono sia a livello patrimoniale e sia a livello economico: a livello patrimoniale, l'incremento del capitale di terzi genera uno squilibrio patrimoniale, in quanto l'impresa risulterebbe eccessivamente dipendente dall'indebitamento e vedrebbe diminuire la propria autonomia finanziaria²²⁵; a livello economico, invece, l'aumento dell'indebitamento porta ad un aumento degli oneri finanziari e di conseguenza alla diminuzione del risultato di esercizio.

Invece, gli effetti positivi che si possono sfruttare dall'aumento dell'indebitamento, fanno riferimento all'effetto leva²²⁶: l'aumento dell'indebitamento potrebbe riflettersi sulla redditività del capitale proprio.

²²³ Quando il leverage è pari ad 1, vorrebbe dire che l'impresa non è indebitata, in quanto il totale delle fonti corrisponderebbe con il capitale netto dell'impresa e, quindi, il capitale di terzi sarebbe pari a 0.

²²⁴ Cfr. N. NAPOLITANO; *Gli aspetti positivi e negativi dell'indebitamento di un'azienda*; Articolo tratto dal sito <https://www.fiscoetasse.com> del 26/01/2018.

²²⁵ Il grado di autonomia finanziaria di un'impresa si misura dal rapporto tra il capitale proprio ed il capitale di terzi. In generale, quando l'indicatore assume valori inferiori a 0,33 vuol dire che la stessa ha un'eccessiva dipendenza dall'indebitamento.

²²⁶ Quando il leverage assume valori superiori ad 1, vuol dire che il capitale di debito è superiore al capitale proprio e quindi inizia uno squilibrio finanziario; tale aumento va letto in concomitanza agli altri indici, in quanto, spesso, anche se il capitale di terzi è maggiore del capitale proprio, il risultato è un effetto benefico sulla redditività. Quindi il leverage, che misura il livello di indebitamento, agisce da leva finanziaria sul ROE che misura la redditività, perciò un incremento dei debiti comporta un aumento del leverage che di conseguenza potrebbe generare un aumento della redditività.

Tuttavia, per le imprese del campione, almeno negli anni considerati, l'aumento dell'indebitamento non ha portato ai benefici positivi appena spiegati, come già illustrato nell'analisi della redditività.

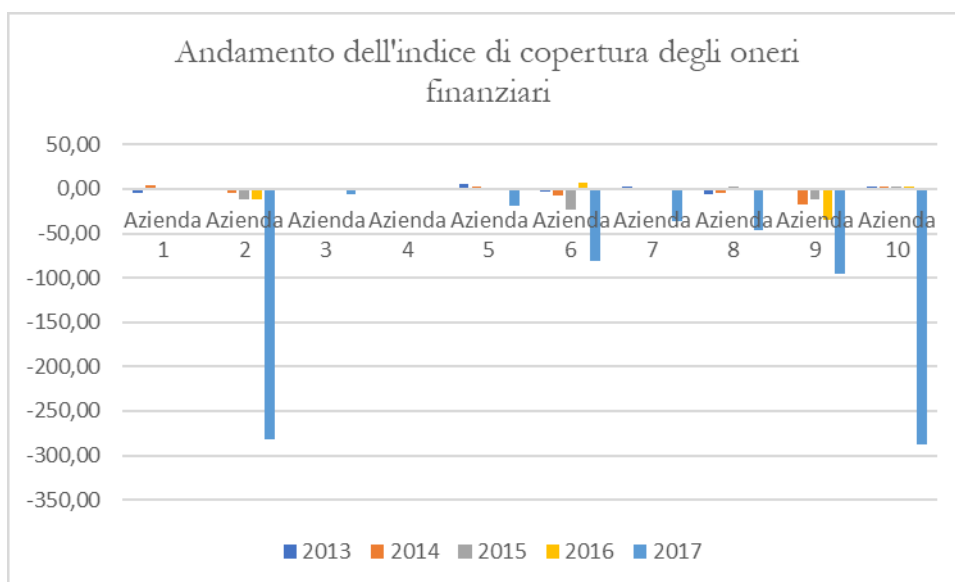
Per ciò che concerne il Debt to equity ratio, esso è considerato accettabile se assume valori non superiori a 3, in quanto, anche in questo caso, si registrerebbe uno squilibrio patrimoniale dato dal fatto che il capitale di terzi eccede il capitale proprio. Purtroppo per l'80% delle imprese del campione si è registrato questo andamento, tale da sottolineare il fatto che le aziende risultano eccessivamente indebitate.

La seconda componente che permette di completare l'analisi dell'indebitamento è la sostenibilità del debito. Essa si riferisce all'adeguatezza dei finanziamenti contratti, in relazione ai volumi operativi ed indica la capacità dell'azienda di rimborsare e remunerare i debiti finanziari contratti, attraverso il cash flow operativo²²⁷.

Uno degli indici che permette di valutare la sostenibilità del debito, e che viene di seguito analizzato attraverso un grafico, è l'indice di copertura degli oneri finanziari, dato dal rapporto tra il risultato operativo e l'ammontare degli oneri finanziari. Esso misura la capacità economica di sopportare l'onerosità

²²⁷ Cfr. A. DANOVI, A. QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015.

dell'indebitamento.



Fonte: Elaborazione propria.

In generale, più il risultato operativo è superiore agli oneri finanziari, più l'azienda è economicamente in grado di sopportare il costo dell'indebitamento.

Il grafico sopra esposto, mostra come le aziende non siano state in grado di sopportare il costo generato dall'aumento dell'indebitamento, dovuto anche dal fatto, che nella maggioranza dei casi si riscontra un valore di reddito operativo negativo²²⁸.

Dall'analisi dell'indebitamento effettuata, quindi, è possibile concludere

²²⁸ Un reddito operativo negativo, sta a significare che le vendite, e quindi il fatturato delle imprese, non è stato sufficiente a coprire i costi di gestione dell'azienda, cioè quelli sostenuti per effettuare le lavorazioni; l'aumento dell'indebitamento non ha fatto altro che aggravare la situazione, in quanto ha generato ulteriori costi, tali da portare le imprese a generare delle cospicue perdite di esercizio.

ribadendo che l'aumento dell'indebitamento da parte delle imprese, nonostante sia servito per sostenere gli investimenti effettuati²²⁹, ha portato ad un peggioramento dal punto di vista finanziario, economico e patrimoniale.

III.3.4 Analisi del Cash Flow.

Analizzare il Cash Flow vuol dire effettuare il controllo finanziario della gestione, in particolare della tesoreria, per controllare l'andamento della gestione.

Per effettuare tale tipologia di analisi si utilizzano diversi indicatori, ma quello più significativo e quello più utilizzato è dato dal rapporto tra il Cash Flow operativo²³⁰ ed il Margine operativo lordo.

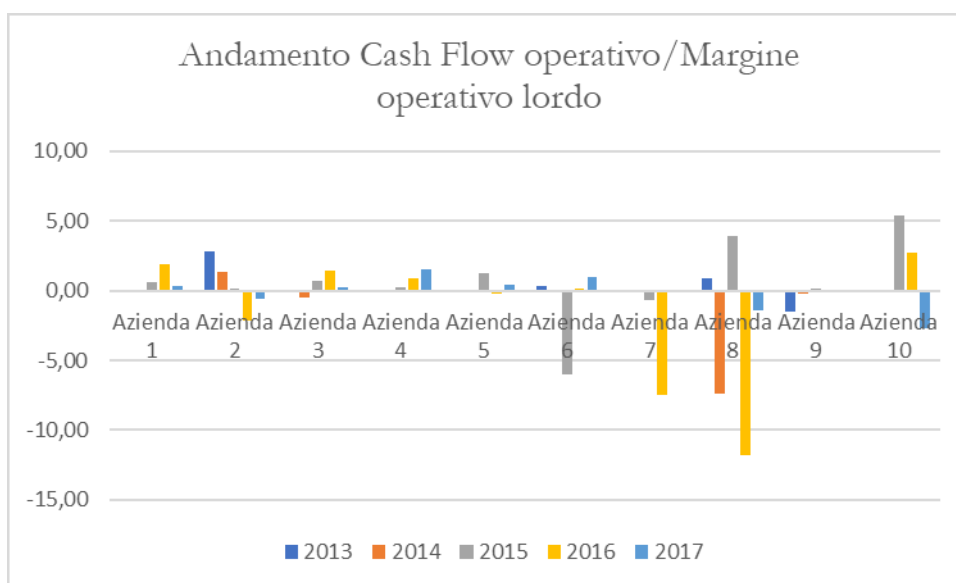
Nell'indicatore la differenza esistente tra numeratore e denominatore, è riconducibile alla dinamica del capitale circolante netto operativo²³¹, composto da rimanenze, crediti e debiti operativi.

Di seguito, come per le precedenti analisi, si mostrerà un grafico dell'andamento dell'indice.

²²⁹ Ad esempio l'Azienda 5 nel bilancio al 2014, riporta che gli sforzi sono stati orientati alla produzione, infatti essa ha effettuato investimenti in impianti ed attrezzature.

²³⁰ I flussi da considerare per il calcolo del Cash Flow operativo sono generati dalle operazioni di vendita dei beni e servizi, e di acquisto dei fattori produttivi d'esercizio.

²³¹ Il capitale circolante netto (CCN) è dato dalla differenza tra le attività correnti e le passività correnti di stato patrimoniale.



Fonte: Elaborazione propria.

Nella generalità dei casi è possibile affermare che quando l'indicatore assume valori inferiori ad 1, il flusso di liquidità potenzialmente producibile, si disperde in una cattiva gestione del circolante; quando, al contrario, l'indicatore assume valori superiori all'unità, la gestione efficiente del circolante produce l'effetto di amplificare la produzione di Cash Flow²³².

Nelle aziende considerate, come nel grafico sopra esposto, si possono evidenziare dei valori prossimi allo 0 o, in alcuni casi negativi, atti ad indicare che le aziende, all'approssimarsi della dichiarazione di fallimento, non sono

²³² Cfr. A. DANOVI, A QUAGLI (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*; Wolters Kluwer, Vicenza; 2015.

riuscite a gestire la liquidità in maniera efficiente²³³.

La dinamica appena descritta, ha portato le aziende ad effettuare una sorta di “selezione” dei clienti²³⁴ ed è anche per questa ragione, che le vendite, nel corso del tempo, si sono contratte.

Dalle diverse analisi effettuate è stato possibile delineare lo scenario e visualizzare il trend dell’andamento della gestione a livello finanziario, patrimoniale e reddituale, grazie al calcolo degli indicatori. L’analisi di bilancio risulta essere oggi lo strumento principale utilizzato dalle aziende e dagli analisti, sia interni che esterni, per valutare lo “stato di salute” delle aziende e capire, così, se si ha la necessità di effettuare delle modifiche degli aspetti più carenti.

Dalla lettura dei bilanci si è potuto capire, come la crisi ha aggravato, nel corso del tempo, la vita di tutte le imprese.

L’insorgenza della crisi economica che ha investito il nostro Paese, a partire

²³³ La situazione appena descritta è stata generata dallo squilibrio di cassa esistente tra il momento di pagamento del necessario per svolgere la normale gestione aziendale, e il momento di incasso dei crediti presso i propri clienti. Prendendo ad esempio l’Azienda 7, nella nota integrativa del bilancio al 31/12/2015, scrive: “*Sono purtroppo rimaste invariate, se non in alcuni casi addirittura aumentate, le dilazioni di pagamento dei clienti?*”.

²³⁴ Come specificato nella nota integrativa dell’ Azienda 5 al 31/12/2014: “*Il mercato domestico ha visto il perdurare della crisi economica, che ha unito una stagnazione della domanda nazionale a rilevanti difficoltà economiche e finanziarie delle imprese, causando non poche difficoltà agli operatori commerciali legati ai consumi interni. Per quanto riguarda, quindi, il mercato italiano, la nostra società nel 2014 ha operato con estrema prudenza, valutando con grande attenzione la situazione economica e finanziaria dei singoli clienti, fornendo solo coloro che garantivano elevati indici di solvibilità, erano regolari nei pagamenti e risultavano affidati dalla società di assicurazione crediti. Il sommarsi della crisi e la selezione della clientela ha prodotto una contrazione delle vendite aziendali, sul mercato italiano, di 4,7 milioni di Euro, rispetto al 2013.*”

dal 2008, ha portato ad una generale contrazione dei consumi e di conseguenza, ad una diminuzione delle vendite e del fatturato delle aziende. A questo, già drammatico scenario, si è aggiunta la concorrenza di prodotti alternativi e similari provenienti, soprattutto dai Paesi orientali, offerti a prezzi estremamente inferiori a quelli nazionali. I consumatori si sono, quindi, orientati verso l'acquisto di tali prodotti, a sfavore dell'economia delle aziende italiane, le quali, per poter riorientare i consumi, sono state costrette ad applicare delle politiche promozionali molto rilevanti.

Tutta questa situazione è stata, inoltre, aggravata dal pesante indebitamento da parte delle aziende, che ha creato, come illustrato sopra, degli squilibri a livello patrimoniale ed, infine, anche l'aumento delle dilazioni di pagamento e gli squilibri a livello di cassa, hanno portato le società ad una crisi su tutti i vari livelli, portandole, così, alla dichiarazione di fallimento.

III.4 APPLICAZIONE DEI MODELLI EVOLUTI AL CAMPIONE DI AZIENDE.

Come il modello complesso, anche i modelli evoluti appartengono alla grande famiglia dei modelli tradizionali. Sono modelli sviluppatesi dopo la grande crisi della borsa di Wall Street del 1929, nella quale gli istituti creditizi ebbero la necessità di disporre di particolari strumenti di valutazione dell'affidabilità della clientela, più accurati e tempestivi²³⁵.

I modelli evoluti vengono anche chiamati modelli statistici, in quanto, grazie all'introduzione della statistica, permettono di superare i limiti presenti nell'utilizzo dell'analisi di bilancio²³⁶, utilizzata come modello per la previsione della crisi d'impresa.

I modelli evoluti principali e più utilizzati, si dividono in due grandi famiglie: i modelli di analisi monovariata ed i modelli di analisi multivariata²³⁷.

I modelli di analisi monovariata, come già spiegato nel precedente capitolo, studiano l'andamento di un indice alla volta, senza metterlo in relazione con altri

²³⁵ Cfr. O. DOMENICHELLI; *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa. Profili teorici ed empirici*; Giappichelli; Torino; 2013.

²³⁶ La tecnica dell'analisi di bilancio permette una valutazione prospettica delle condizioni di operatività dell'azienda, grazie alla lettura ed all'interpretazione del trend storico dei diversi indicatori e margini calcolati; tuttavia, questa metodologia presenta due importanti limiti: il primo limite è dato dall'eccessiva soggettività nella fase di interpretazione degli indicatori; il secondo limite, invece, riguarda le competenze specifiche di coloro che effettuano l'analisi, che in alcuni casi potrebbero mancare.

²³⁷ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 69.

indicatori, ed ottenendo così un giudizio generale sull'andamento dell'impresa.

Tuttavia, l'analisi che è risultata maggiormente capace di individuare in anticipo l'insorgenza di una crisi, è l'analisi multivariata: essa analizza simultaneamente più variabili, dando una rappresentazione globale e più efficace, della gestione aziendale²³⁸; inoltre il suo utilizzo permette di superare i limiti dell'analisi monovariata²³⁹.

È per tale ragione, che ai fini dell'indagine che si sta conducendo, nelle pagine successive, si andrà ad applicare, alle imprese del campione, solo ed esclusivamente l'analisi multivariata²⁴⁰.

III.4.1 Applicazione del modello di analisi multivariata.

Come già anticipato sopra, nel presente paragrafo, si procederà all'applicazione del modello di analisi multivariata, al campione di imprese selezionato, al fine di valutare la sua efficacia nell'individuare anticipatamente, eventuali situazioni di crisi.

²³⁸ Cfr. F. PODIGGHE, S. MADONNA (a cura di); *I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè editore; Milano; 2006; pag. 69.

²³⁹ I limiti dell'analisi monovariata a cui si fa riferimento riguardano, in primis, il fatto che l'utilizzo di un solo indicatore comporta un giudizio limitato della condizione economico e finanziaria di un'impresa, il secondo, invece, riguarda il fatto che potrebbero verificarsi dei casi in cui si riscontrano classificazioni contraddittorie ed un'impresa, ad esempio, dal punto di vista finanziario potrebbe essere classificata come impresa anomala, mentre dal punto di vista reddituale, potrebbe risultare sana.

²⁴⁰ La scelta è stata effettuata, in quanto alcuni dei principali indicatori utilizzati dai due autori, nell'ambito dell'analisi monovariata, che sono stati approfonditi nel capitolo 2, sono già stati analizzati nei precedenti paragrafi; essendo l'analisi monovariata, un'analisi che analizza un indicatore alla volta, senza metterlo in relazione con gli altri, e alla luce dei limiti sopra esposti, l'analisi risulterebbe una sorta di ripetizione delle analisi effettuate precedentemente.

Seguendo le orme del capitolo 2, nel proseguo dell'elaborato, si tenterà di effettuare la stessa analisi portata a termine dai due studiosi italiani²⁴¹, Danovi e Falini, i quali hanno applicato i modelli Z' e Z'' score²⁴², elaborati da Altman, ad un campione di imprese selezionato²⁴³.

L'obiettivo principale del presente paragrafo, è capire se i modelli statistici sopra citati, pur essendo nati in un contesto diverso rispetto a quello italiano e pur essendo stati applicati ad imprese aventi caratteristiche diverse²⁴⁴, possono essere utilizzati dalle aziende per individuare in anticipo l'insorgere di una crisi, capire quelli che sono gli aspetti più critici della gestione aziendale, ed in base a quello, mettere in atto delle azioni correttive.

L'analisi, quindi, parte di seguito, mediante l'applicazione del modello Z' score, alle imprese selezionate e descritte nei precedenti paragrafi.

Si è proceduto, innanzitutto, al calcolo delle diverse variabili che

²⁴¹ Cfr. E. I. ALTMAN, A. DANOVI, A. FALINI; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013.

²⁴² Nel capitolo 2 è stato analizzato anche il modello Z score di Altman del 1968, tuttavia il modello, come spiegato precedentemente, è risultato eccessivamente restrittivo, in quanto poteva essere applicato solo ad imprese manifatturiere e quotate in borsa, pertanto non applicabile al campione di imprese selezionate nel presente lavoro.

²⁴³ Le imprese prese in considerazione da Danovi e Falini, furono imprese manifatturiere, assoggettate alle procedure di Amministrazione Straordinaria ex d. lgs. 270/1999 e d. l. 347/2003 nel periodo 2000 – 2010. Tutte le imprese del campione scelto, presentavano un indebitamento considerevole ed un numero di dipendenti superiore a 200.

²⁴⁴ Le imprese selezionate nel presente elaborato, non sono tutte imprese manifatturiere, sono presenti anche imprese commerciali e quelle che forniscono servizi; inoltre, anche le dimensioni delle imprese sono diverse tra loro e diverse rispetto al campione di aziende selezionato da Danovi e Falini.

compongono il modello²⁴⁵, e successivamente si è passati alla determinazione dei valori di Z' per ciascuna azienda.

I valori ottenuti sono i seguenti:

VALORI Z'					
	Z' 2013	Z' 2014	Z' 2015	Z' 2016	Z' 2017
Azienda 1	0,463659	0,67866	0,640416	0,497938	0,532598
Azienda 2	1,065078	0,738947	-0,122675	-0,91218	-1,209334
Azienda 3	1,253043	1,365812	1,434208	0,913257	-1,901236
Azienda 4	0,548378	1,429311	1,00253	0,824374	0,73661
Azienda 5	2,094714	1,93314	1,699764	1,478824	-0,383773
Azienda 6	0,914532	0,297442	-0,026746	-2,720866	-0,283372
Azienda 7	1,755119	1,608025	1,515377	1,469549	-1,980701
Azienda 8	1,44512	1,709946	1,948029	1,381485	-0,558551
Azienda 9	0,829741	-0,359747	-0,472611	-2,525264	-1,617536
Azienda 10	0,929669	0,941644	0,752222	0,843596	-3,97055

Fonte: Elaborazione propria.

Come già si può notare dai valori nella tabella, essi risultano per lo più bassi, prossimi allo 0, e, soprattutto nell'anno 2017, negativi.

In seguito al calcolo dei valori, sulla base dei diversi range²⁴⁶ individuati da Altman nel 1993, si è proceduto a classificare le aziende nella zona a rischio

²⁴⁵ Le variabili del modello sono le seguenti: $X_1 = \frac{\text{Capitale Circolante Netto}}{\text{Totale Attività}}$; $X_2 = \frac{\text{Riserve}}{\text{Totale Attività}}$; $X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Totale Attività}}$; $X_4 = \frac{\text{Valore di mercato delle azioni}}{\text{Totale Debiti}}$; $X_5 = \frac{\text{Vendite}}{\text{Totale Attività}}$.

²⁴⁶ In base al modello elaborato da Altman nel 1993, le soglie di classificazione delle imprese sono le seguenti:

- $Z < 1,23$: l'impresa viene classificata come insolvente;
- $1,23 < Z < 2,90$: l'impresa rientra nella cd. zona grigia;
- $Z > 2,90$: impresa risulta sana.

nulla, in quella di insolvenza ed in quella di incertezza; successivamente, come eseguito da Danovi e Falini, si è analizzato l'andamento dei valori.

È proprio dai due procedimenti appena illustrati, che si è potuto constatare la validità del modello:

	2017		2016		2015		2014		2013	
N. OSSERVAZIONI	10		10		10		10		10	
Z' INSOLVENZA	10	100%	7	70%	6	60%	5	50%	6	60%
Z' INCERTEZZA	0	0	3	30%	4	40%	5	50%	4	40%
Z' TRANQUILLITA'	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

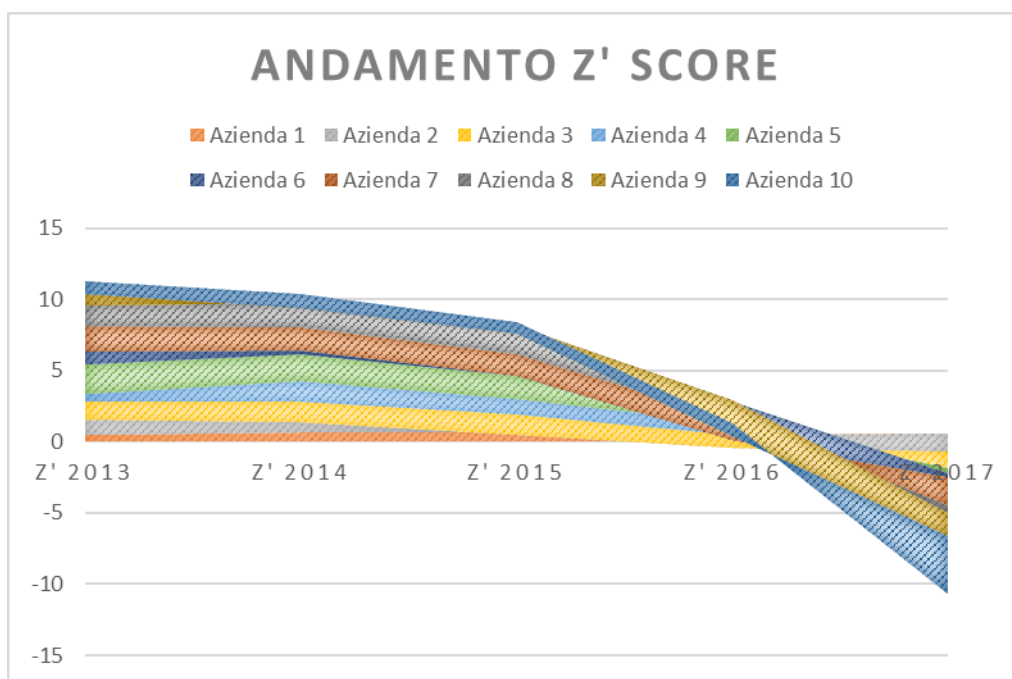
Fonte: Elaborazione propria.

Come esposto nella tabella sopra, per il campione di aziende selezionato, già nell'anno 2013, il modello ha classificato il 60% delle imprese come insolventi, mentre il restante 40% nella zona incerta. Man mano che ci si avvicina all'anno in cui è stato dichiarato lo stato di fallimento, il modello è sempre più preciso, classificando, nel 2016, come insolventi, il 70% delle imprese. Nel 2017, invece, tutto il campione risulta anomalo.

Altro elemento interessante che si può rilevare, è il fatto che in tutti gli anni, nessuna delle imprese selezionate è stata classificata nella zona di tranquillità: da questa situazione si denota che le aziende avevano una situazione di difficoltà, già cinque anni prima la dichiarazione di fallimento.

Le deduzioni appena effettuate, possono essere evidenziate grazie anche all'ausilio di un grafico che mostra l'andamento dei valori Z' , nel corso del

tempo, per ciascuna azienda.



Fonte: Elaborazione propria.

La figura evidenzia un progressivo deterioramento dell'indice: esso due anni prima dell'ultimo bilancio diminuisce drasticamente, e poi, già a partire dal periodo successivo, mostra che i valori sono prossimi allo 0.

A questo punto, dopo aver ottenuto i risultati indicati mediante l'applicazione del modello Z' score, si è effettuato il test, applicando il modello Z'' score. Pertanto, partendo dai valori delle variabili calcolate inizialmente, si è proceduto al conteggio dei nuovi indicatori Z'' , nel rispetto del modello elaborato da Altman, in collaborazione con Hartzel e Peck, nel 1995.

I nuovi valori che si sono ottenuti sono i seguenti:

VALORI Z"					
	Z" 2013	Z" 2014	Z" 2015	Z" 2016	Z" 2017
Azienda 1	-1,2941298	-0,2289611	0,1509169	-0,166321	-0,145892528
Azienda 2	0,093597	-1,0546354	-5,5383401	-9,0945488	-8,187932945
Azienda 3	-0,4525564	0,30541671	1,28100922	0,31817539	-16,11096811
Azienda 4	-2,7316544	-0,8937854	-1,7345904	-1,7116534	-1,827972966
Azienda 5	0,26673745	5,28872254	0,53033632	1,1858521	-5,980094832
Azienda 6	-4,7012359	-8,2942533	-1,8407164	-6,6901233	-0,612385524
Azienda 7	4,30030945	3,72807179	3,4267692	3,26353727	-8,296489638
Azienda 8	-1,2725194	-1,4027142	-0,1356365	-0,8909	-10,21702497
Azienda 9	0,3513214	-3,1797661	-3,4964275	-7,7510092	-10,86433836
Azienda 10	-0,6016471	-0,4646224	-0,4093071	-0,2389331	-10,63980638

Fonte: Elaborazione propria.

Anche in questo caso, come nel precedente, si denota una tendenza piuttosto negativa dell'indice, già a partire dal 2015.

Dall'applicazione dei nuovi range²⁴⁷ ai valori ottenuti, si sono inserite le aziende nelle tre aree di classificazione:

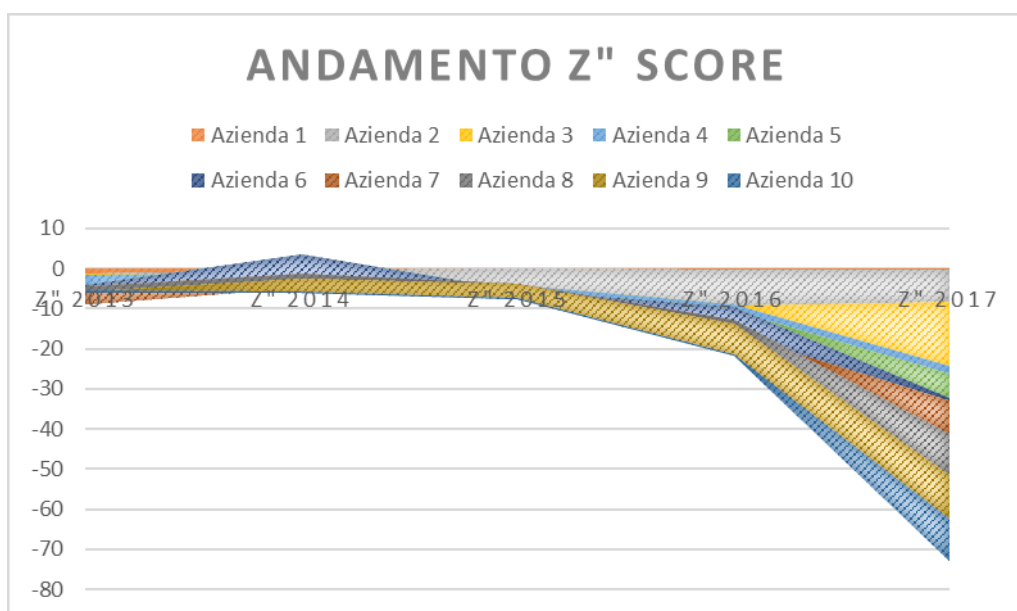
	2017		2016		2015		2014		2013	
N. OSSERVAZIONI	10		10		10		10		10	
Z' INSOLVENZA	10	100%	10	100%	10	100%	9	90%	10	100%
Z' INCERTEZZA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Z' TRANQUILLITA'	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Fonte: Elaborazione propria.

²⁴⁷ In base al modello elaborato da Altman nel 1995, le soglie di classificazione delle imprese sono le seguenti:

- $Z < 4,846$: l'impresa viene classificata come insolvente;
- $4,846 < Z < 8,105$: l'impresa rientra nella cd. zona grigia;
- $Z > 8,105$: impresa risulta sana.

Anche lo Z'' score, come il precedente, è un modello efficace per individuare in maniera anticipata delle situazioni critiche: come nella tabella sopra esposta, già nel 2013, e quindi cinque anni prima la dichiarazione di fallimento, il modello classifica il 100% delle imprese nell'area di insolvenza e rimane tale per tutti gli anni successivi.



Fonte: Elaborazione propria.

Lo studio dell'andamento dell'indice è solo un'ulteriore conferma a quanto affermato fino ad ora: si osservano, con il grafico, dei valori prossimi allo 0, che divengono negativi, via via che ci si avvicina all'ultimo anno.

I due modelli, pertanto, nella casistica delle imprese selezionate, si sono rilevati efficaci nell'individuare l'insorgenza di una crisi aziendale in maniera

anticipata; in particolare, come già ribadito da Danovi e Falini nel loro studio, il modello Z'' score appare maggiormente significativo ed esplicativo di quello che è stato il vero destino delle imprese.

Nonostante i modelli, nel presente elaborato, siano stati applicati ad aziende aventi caratteristiche e dimensioni diverse, rispetto al campione selezionato, prima da Altman e successivamente da Danoni e Falini, essi sono stati efficaci nell'individuare, sino a cinque anni prima la dichiarazione di fallimento, i segnali della crisi aziendale.

Ovviamente, come evidenziato nell'elaborato dai due autori italiani, entrambi gli strumenti sono basati su dati contabili e quindi non sono in grado di identificare situazioni di insolvenza in presenza di artifici di bilancio volti a migliorare la condizione apparente dell'impresa²⁴⁸.

Dai due test effettuati, quindi, è possibile affermare che i modelli Z' e Z'' score potrebbero essere utilizzati dalle aziende, aventi caratteristiche simili a quelle selezionate nel presente lavoro, per individuare anticipatamente l'insorgenza di possibili situazioni di crisi.

²⁴⁸ Si ritiene non essere il caso delle aziende del campione in quanto in tutti i bilanci considerati, era presente la seguente dicitura: "Il bilancio che presentiamo alla vostra approvazione è conforme ai dettati degli artt. 2423 e seguenti del Codice civile".

CONCLUSIONI

L'azienda nel corso della sua vita può incorrere in situazioni di disequilibrio, di discontinuità gestionali, che vengono meglio definite come situazioni di crisi; queste situazioni si possono manifestare in quanto l'impresa è un fenomeno continuo, ma allo stesso tempo anche un sistema aperto, dinamico, probabilistico ed instabile.

Tali situazioni possono essere debellate solo se gli imprenditori o i manager riescono ad individuare in tempo i segnali di arrivo di situazioni critiche, che potrebbero mettere in difficoltà la vita dell'azienda negli anni futuri. Infatti, l'accertamento dello stato di crisi mediante l'utilizzo degli strumenti di previsione, è fondamentale per avviare una fase di diagnosi e di ricerca delle cause, da comunicare a coloro che dovranno intervenire per rimuoverle con consapevolezza.

Dunque, sulla base delle premesse appena fatte, l'obiettivo del presente lavoro è stato quello di evidenziare e valutare l'efficacia dell'utilizzo degli strumenti diagnostici da parte delle imprese, al fine di avere una panoramica sullo stato di salute delle aziende, individuare l'insorgenza di possibili situazioni critiche, a diversi livelli aziendali, ed, eventualmente, mettere in atto delle azioni correttive al fine di ripristinare l'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale

dell'impresa stessa.

A tal fine, l'elaborato è stato diviso in tre parti; nella prima parte si sono delineati i caratteri principali della crisi, a partire dai più rilevanti studi in materia fatti nel corso del tempo, fino ad arrivare alle cause che possono portare le aziende a dover sopportare delle situazioni di crisi, per passare alle tipologie di crisi che si potrebbero manifestare ed ai sintomi della crisi stessa. Nella seconda parte, invece, si è proceduto ad illustrare i modelli, che a parere di chi scrive, sono i più importanti e quelli maggiormente utilizzati per l'individuazione, in via anticipata, di situazioni di crisi; essi si dividono in modelli tradizionali complessi, riconducibili all'analisi di bilancio, ed in modelli evoluti o statistici. Infine, nell'ultima parte, ai fini dell'obiettivo sopra spiegato è stato selezionato un campione di imprese, tutte società di capitali, delle quali sono stati analizzati i bilanci a partire dal 2013 fino ad arrivare al 2017, ultimo anno in cui i bilanci risultano disponibili, ed ai quali sono stati applicati tre modelli: l'analisi di bilancio, il modello Z' score ed il modello Z'' score.

Dalle analisi effettuate è stato possibile rilevare, come a livello finanziario, patrimoniale ed economico, la situazione fosse già critica a partire dal 2013.

Le tre metodologie che sono state applicate alle aziende prese come campione, si sono rivelate idonee all'individuazione della crisi in atto; in

particolare, l'analisi di bilancio è la tecnica che viene più spesso utilizzata dagli analisti per determinare lo "stato di salute" delle imprese e, grazie al calcolo di alcuni indicatori summenzionati, è possibile capire quali sono gli aspetti maggiormente carenti della stessa. Tuttavia, come già spiegato nell'ultimo capitolo, l'analisi di bilancio deve essere effettuata in maniera attenta e considerando congiuntamente tutti gli indici calcolabili, al fine di avere una visione reale sul benessere dell'azienda; ci potrebbero essere, infatti, alcuni indicatori, come il ROE, che, nel caso di numeratore e denominatore negativi, possono risultare inespressivi, in quanto darebbero una visione della realtà, distorta. È per questa ragione, quindi, che l'analisi di bilancio potrebbe essere integrata con altri strumenti, quali ad esempio: budget, previsioni dei flussi di cassa, analisi del settore e del mercato, meccanismi di programmazione e controllo.

Per quanto riguarda, invece, i modelli statistici, al campione di imprese sono stati applicati i modelli Z' score e Z'' score elaborati da Altman, rispettivamente nel 1993 e nel 1995, al fine di capire se tali strumenti, pur essendo nati in un contesto diverso rispetto a quello in cui sono stati concepiti e pur avendo selezionato un campione di aziende avente caratteristiche diverse rispetto a quelle considerate dall'autore, potrebbero essere utilizzate dalle imprese italiane,

come strumento capace di individuare anticipatamente l'insorgenza della crisi.

Tale esperimento era già stato effettuato, nel 2013, da due autori italiani, Alessandro Danovi e Alberto Falini, i quali avevano concluso che i due modelli si erano rivelati efficaci nell'individuare delle situazioni critiche già a partire dal terzo anno antecedente il fallimento.

Nel presente lavoro si è arrivati quasi alle stesse conclusioni degli autori: entrambi gli strumenti, infatti, hanno individuato possibili situazioni di crisi. In particolare, nei casi studiati, già cinque anni prima la dichiarazione di fallimento, il modello Z' score è riuscito a classificare il 60% delle aziende tra le anomale, ma si è riscontrata una maggiore efficacia nel modello Z'' score che è riuscito a classificare tra le aziende anomale il 100% del campione. Nell'anno 2017, cioè anno antecedente la dichiarazione di fallimento, entrambi i modelli hanno individuato che tutto il campione fosse anomalo.

Dopo tutto quanto detto, è possibile quindi affermare che sia il modello tradizionale complesso, basato sull'analisi di bilancio e sia i modelli evoluti, sono stati efficaci nell'individuare, già a partire dal 2013, l'insorgenza della crisi nelle imprese selezionate; si tiene, però, a precisare che per quanto riguarda l'analisi di bilancio si ha l'esigenza di integrare l'analisi con ulteriori strumenti, al fine di avere una visione completa della situazione attuale e prospettica dell'impresa in

esame, mentre per quanto riguarda i modelli statistici, si precisa che il campione di aziende selezionate sono tutte imprese di piccole-medie dimensioni; per un'analisi da effettuare alle imprese di grandi dimensioni, si rimanda alle conclusioni a cui erano arrivati i due autori italiani (Danovi e Falini), nel loro studio del 2013.

BIBLIOGRAFIA

ALTMAN E. I.; Financial Ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy; Journal of Finance; 1968; Vol. n° 23; n° 4.

ALTMAN E. I.; *Corporate financial distress and bankruptcy*; John Wiley & Sons, New York; 1983.

ALTMAN E. I., DANOVÌ A., FALINI A.; *Z-score model's application to Italian companies subject to extraordinary administration*; Articolo tratto da Forum Bancaria n. 4/2013 del 26/04/2013.

ALTMAN E. I., HARTZELL J., PECK M.; *Emerging markets corporate bonds: a scoring system*; Salomon Brothers Inc.; New York; 1995.

AMADUZZI A.; *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*; Utet; Torino; 1986.

AMOROSO G., BAGAGLIA D., BRAMIERI M., RUBBOLI G.; *La crisi d'impresa nelle PMI. I nuovi strumenti per affrontarla e risolverla secondo la riforma delle procedure concorsuali. I processi di turnaround*; Egea; 2009.

ANDREI P.; *Crisi di impresa e procedure concorsuali. Studi critici emergenti da un'indagine empirica*; Giuffrè, Milano, 1996.

BARONTINI R.; *La valutazione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze*; Il Mulino; Bologna; 2000.

BASTIA P.; *La pianificazione e il controllo del risanamento aziendali*; Giappichelli Editore; Torino; 1996.

BEAVER W. H.; *Financial Ratios as Predictor of Failure*; in *Journal of Accounting Research*; Vol. 4; n° 4; 1996.

BEAVER W. H.; *Alternative Accounting Measure as Predictors of Failure*; in *The Accounting Review*; vol. n°43; n°1; 1968.

CARAMIELLO C.; *L'azienda nella fase terminale*; Colombo Corsi; Pisa; 1968.

CARAMIELLO C.; *Indici di bilancio*; Giuffrè Editore, Milano, 1993.

D'ALESSIO R., ANTONELLI V.; *Analisi di bilancio*, Maggioli Editore, Rimini, 2014.

DANOVI A., QUAGLI A. (a cura di); *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento.*; Wolters Kluwer; Vicenza; 2015.

DE LAURENTIS G.; *La previsione delle insolvenze aziendali. Profili teorici ed analisi empiriche*; Giuffrè editore, Milano; 1986.

DOMENICHELLI O.; *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa. Profili teorici ed empirici*; Giappichelli; Torino; 2013.

FISHER R. A.; The use of multiple measurement in taxonomic problems in Annals of Eugenics; n. 7; 1936.

FURLANI F.; *La relazione sulla gestione*; Articolo tratto dal sito “<https://www.euroconference.it/>” del 3 Aprile 2017.

GIANNESI E.; Appunti di economia aziendale con particolare riferimento alle aziende agricole; Pacini Editore; 1993.

GIORGINO M. C.; Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile; Franco Angeli; Milano; 2015.

GIUNTA F.; Interpretare la gestione con lo stato patrimoniale finanziario; Amministrazione e Finanza; n° 1/1997.

GUATRI L.; *Crisi e risanamento delle imprese*; Giuffrè Editore; Milano; 1986.

GUATRI L.; Tournaround. Declino, crisi e ritorno al valore; Egea, Milano, 1995.

GUATRI L., Economia delle aziende industriali e commerciali; Egea; Milano; 1992.

GULISANO A.; *Lettura ed analisi di un bilancio*; Dispensa dell'Aprile del 2004.

KRZANOWSKY W. J.; Principles of Multivariate Analysis: a user's perspective; Clarendon Press; Oxford; 1988.

LANDUZZI F.; *La continuità aziendale secondo il nuovo OIC 11*; Articolo tratto dal sito “<https://www.euroconference.it/>” del 10 Aprile 2018.

MANELLI A., PACE R.; *Finanza di impresa*; ISEDI; Torino, 2009.

MARASCA S. (a cura di); *Misurazione della performance e strumenti di controllo strategico*; Esculapio; Bologna; 2011.

MARCELLO R.; *La continuità aziendale nella crisi d'impresa*; Articolo tratto dal sito “<https://www.fondazione nazionale commercialisti.it/>” del 15 ottobre 2015.

PAOLUCCI G.; *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*; Franco Angeli, Milano, 2014.

PENCARELLI T. (a cura di); *Le crisi d'impresa. Diagnosi, previsione e procedure di risanamento*; Franco Angeli; Milano; 2013.

PODIGGHE F., S. MADONNA S.; *I modelli di previsioni delle crisi aziendali: possibilità e limiti*; Giuffrè Editore; Milano; 2006.

SILVI R.; *Riclassificazione e indici di bilancio*; McGraw-Hill; Milano; 2008.

SCARANELLO A.; *Going concern, ovvero l'obbligo di valutazione del presupposto della continuità aziendale*; Articolo tratto dal sito “<https://www.commercialistatelematico.com/>” del 31 marzo 2015.

RINGRAZIAMENTI

Eccomi giunta alla fine di questa tesi e di questi cinque anni di Università, nei quali credo di essere maturata molto, sia dal punto di vista delle conoscenze acquisite, ma anche e soprattutto come persona.

Vorrei dedicare queste ultime pagine per ringraziare tutte le persone che hanno sempre creduto in me e che mi hanno sostenuto, sia nei momenti di difficoltà, sia in quelli felici e spensierati. Vorrei che questi ringraziamenti siano un punto di arrivo da una parte, ma anche un punto d'inizio, perché, nella vita, non si finisce mai di crescere e spero, soprattutto, di poter raggiungere nuovi importanti traguardi con tutte loro ancora al mio fianco.

Ringrazio in primo luogo tutta la mia famiglia, mamma, babbo e mio fratello Stefano, perché mi sono sempre stati accanto e non mi hanno mai fatto mancare il loro sostegno ed il loro aiuto durante tutti questi anni; senza di loro non sarei mai diventata quella che sono.

Un grazie speciale va anche ai miei nonni, Giuliano e Giovanna, ed ai miei zii, Sabrina e Vincenzo, che mi hanno sempre dato dei saggi consigli e sono sempre stati pronti ad ascoltarmi; grazie per essere sempre stati al mio fianco e per aver avuto sempre fiducia in me.

In ultimo, ma non per ultime, ringrazio le mie amiche speciali: Giulia, Silvia,

Anita e Claudia. Ci conosciamo da una vita e nonostante ognuna di noi abbia preso una strada ed una facoltà diversa rispetto alle altre, siamo sempre riuscite a rimanere vicine e a condividere insieme le gioie e le difficoltà universitarie e non.