



Università  
Ca'Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex  
D.M. 270/2004*)  
in Amministrazione, finanza e controllo.

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

**La crisi d'impresa e l'attività di  
*Turnaround Financing*:  
un'analisi empirica delle imprese  
italiane**

**Relatore**

Ch. Prof. Elisa Cavezzali

**Laureando**

Tommaso Tonin  
Matricola 817068

**Anno Accademico  
2012 / 2013**



## Indice

- **Introduzione**
  
- **Capitolo 1: La crisi economica mondiale e le sue conseguenze sulle imprese italiane**
  - 1.1 Introduzione
  - 1.2 La crisi economica mondiale
  - 1.3 La situazione in Italia dopo il 2008
  - 1.4 Il ruolo degli intermediari finanziari nella crisi
  - 1.5 Il rapporto banca-impresa
  
- **Capitolo 2: La crisi d'impresa e le procedure concorsuali**
  - 2.1 Introduzione
  - 2.2 Le cause che conducono l'impresa al dissesto
  - 2.3 Gli indicatori di discontinuità aziendale
  - 2.4 La crisi d'impresa
  - 2.5 Gli strumenti a tutela delle imprese per la prevenzione della crisi
    - 2.5.1 Premessa
    - 2.5.2 L'analisi per indici
    - 2.5.3 Il controllo di gestione
    - 2.5.4 I modelli di scoring: il modello di Altman e di Alberici
  - 2.6 Il fallimento
    - 2.6.1 I soggetti del fallimento
    - 2.6.2 Il procedimento di fallimento
    - 2.6.3 Gli effetti del fallimento
  - 2.7 Le procedure concorsuali
    - 2.7.1 Il concordato fallimentare
    - 2.7.2 Il concordato preventivo

- 2.7.3 Gli accordi di ristrutturazione del debito
  
- **Capitolo 3: Il *Turnaround Financing* in Italia**
  - 3.1 Introduzione
  - 3.2 Venture capital e *private equity*
  - 3.3 I fondi di investimento mobiliare chiusi
  - 3.4 I fondi chiusi di diritto italiano
    - 3.4.1 Il testo unico della finanza e la regolamentazione attuativa
  - 3.5 I fondi di *private equity*: struttura e funzionamento
  - 3.6 La costituzione di un fondo chiuso di private equity
  - 3.7 La performance dei fondi chiusi
  - 3.8 Il ruolo del private equity nell'attività di ristrutturazione
  - 3.9 Il *Turnaround Financing* in Italia
  
- **Capitolo 4: Il *Turnaround Financing* in Italia: un'analisi empirica**
  - 4.1 Introduzione
  - 4.2 Il campione d'indagine
  - 4.3 L'analisi finanziaria
  - 4.4 L'analisi di redditività
  - 4.5 L'analisi di insolvenza attraverso lo Z-score
    - 4.5.1 Lo Z-score di Alberici
    - 4.5.2 Lo Z-score di Altman
  - 4.6 Il nuovo modello di regressione lineare
  - 4.7 Conclusioni
  
- **Appendice**
  
- **Bibliografia**

## Introduzione

In questa tesi si tratta il tema della ristrutturazione aziendale attraverso i fondi di *private equity* in Italia, negli anni successivi alla crisi mondiale. Questa particolare tipologia di *turnaround*, che nei paesi anglosassoni ha conosciuto una rapida crescita nel suo utilizzo, rappresenta nel nostro Paese, solo una piccola nicchia delle possibilità di ristrutturare le imprese in crisi. L'obiettivo che si è prefisso questo lavoro è quello di indagare come nel nostro Paese questo strumento viene utilizzato e in quale misura, andando in particolar modo ad evidenziare in quali casi il *turnaround financing* si è dimostrato efficace per le imprese che lo hanno adottato e in quali casi questo non ha salvato le imprese dalla crisi, o peggio, dal fallimento.

Questo lavoro si suddivide in due parti: nella prima di stampo teorico, si fornisce un quadro generale sulla situazione economico-finanziaria mondiale dopo lo scoppio della crisi nel 2008, si tratta come le aziende possono prevenire la crisi attraverso specifici strumenti a loro disposizione e infine quali sono le conseguenze del mancato risanamento sulle imprese divenute ormai insolventi. Nella seconda parte dell'elaborato si affronta il problema dal punto di vista empirico andando ad individuare il campione oggetto di indagine e facendo delle opportune considerazioni sia da un punto di vista dell'analisi di bilancio, sia da un punto di vista statistico.

Nel primo capitolo trova trattazione la situazione macroeconomica globale dallo scoppio della crisi fino all'anno corrente. Si è indagato quali sono stati i fattori che hanno portato alla crisi economica mondiale e quali ripercussioni questa ha portato da un punto di vista economico e sociale. La crisi ha avuto origine negli Stati Uniti e si è propagata nel resto del mondo attraverso il contagio dovuto alle interconnessioni sempre più forti che ci sono tra le economie più sviluppate e ai mercati finanziari divenuti ormai sempre più internazionali. La data che tutti indicano per questo cambiamento è quella del crack della banca d'affari statunitense Lehman Brothers; tuttavia le radici di questo dissesto sono molto più profonde e radicate negli anni addietro. Nella seconda parte del capitolo ci si focalizza sulla situazione europea e in particolare dell'Italia che rispetto ad altri paesi ha accusato in modo minore la crisi

finanziaria, poiché le proprie banche non si erano gonfiate i bilanci di titoli tossici proveniente, ma che sta ugualmente attraversando una grave recessione come il resto del mondo.

Nel secondo capitolo si inizia ad affrontare il problema della crisi d'impresa, inquadrando il problema attraverso la definizione dello stato di crisi e l'individuazione delle cause che conducono le imprese a questa situazione. In secondo luogo si affronta il tema degli strumenti a disposizione delle aziende per la prevenzione della crisi: un primo strumento del quale il management si avvale è quello dell'analisi di bilancio e del calcolo dei relativi indici che consentono di dare una visione dell'andamento reddituale, patrimoniale e finanziario dell'azienda. Un altro contributo all'attività di controllo è dato senza ombra di dubbio dal controllo di gestione e dal budget. Quest'ultimo infatti attraverso il confronto fra dati a valori standard con dati ad effettivo rende possibile verificare l'andamento per aree gestionali specifiche. L'ultimo strumento utilizzato per la previsione di possibili stati di crisi e di insolvenza è il modello di *scoring* che, nei casi analizzati, ovvero realizzati da Altman e Alberici, sono dei modelli econometrici multivariati che attraverso il calcolo di alcune variabili indipendenti, opportunamente ponderate con i relativi pesi, consentono di ottenere un risultato che confrontato con il punto di soglia massimo (*cut off*), mostra se l'impresa si trova in un buono stato di salute o in crisi.

Nella seconda parte del capitolo si dà spazio all'istituto del fallimento e delle procedure concorsuali. Per quanto riguarda la procedura fallimentare ci si è soffermati su quali sono i soggetti che possono accedere all'istituto e quali sono i parametri soglia che decretano lo stato di insolvenza per poter richiedere il fallimento; si è analizzata la procedura e quali sono i soggetti ad essa adibiti e infine si è dato un quadro di quali sono gli effetti del fallimento sull'imprenditore e sui creditori. Per quanto riguarda le procedure concorsuali, invece, si descrivono i procedimenti del concordato fallimentare e del concordato preventivo. In particolar modo quest'ultimo istituto è molto utilizzato dagli imprenditori per trovare un accordo con i creditori senza dover ricorrere alla procedura fallimentare, senz'altro più lunga e pesante dal punto di vista dall'imprenditore.

Nel terzo ed ultimo capitolo della prima parte dell'elaborato si presentano i fondi di *private equity*, effettuando una breve descrizione della loro origine e del loro sviluppo nel mondo. Successivamente si passa ad analizzare quali tipologie di operazioni possono essere messe in atto attraverso questi fondi e poi ci si sofferma sulle operazioni di *Turnaround Financing*.

La seconda parte del lavoro è composta dal quarto capitolo dove si entra nella parte empirica dell'elaborato; in questa sessione si va ad individuare il campione oggetto di indagine e lo si suddivide per area geografica, per attività e per tipologia di controllo. Inoltre si osserva la grandezza delle aziende che nella maggior parte dei casi si attesta sulla piccola e media dimensione e si dà una visione dei principali indici di bilancio in aggregato negli ultimi 5 anni per dare una visione dell'andamento di tutte le imprese nel loro insieme. In particolare sono stati calcolati i principali indici finanziari e di redditività per tutte le aziende considerate e si è osservato come l'andamento risulti essere negativo nonostante i piani di risanamento realizzati. Successivamente vengono calcolati i due indici *Z-score* di Alberici e di Altman per verificare se il *turnaround financing* realizzato con i fondi di *private equity* ha dato dei risultati positivi o non ha consentito il miglioramento della situazione economico-finanziaria delle aziende. In particolare con il modello *Z-score* di Altman si è studiato l'anno 2012, poiché a quella data tutte le imprese avevano già effettuato la ristrutturazione, e così è stato possibile osservare quali presentavano nonostante ciò uno stato di crisi, e quali aziende avevano migliorato la propria situazione.

In ultima analisi, partendo dal modello di Altman, sono stati calcolati dei nuovi coefficienti di regressione lineare, più coerenti con il caso considerato, ovvero di sole aziende italiane nell'anno 2012 di piccola e media dimensione, e si è andati ad osservare i risultati ottenuti, confrontandoli anche con il modello dello studioso americano. I dati che emergono evidenziano come ci sia una buona percentuale di fallimenti o stati di liquidazione nonostante le operazioni messe in atto, tuttavia l'elevato numero di fusioni effettuate dopo l'entrata del fondo nel capitale delle aziende *target* rappresenta senz'altro uno degli aspetti più interessanti che ha consentito il miglioramento di molte situazioni di difficoltà

## Capitolo 1

### La crisi economica mondiale e le sue conseguenze sulle imprese italiane

#### 1.1 Introduzione

In questo capitolo è descritta la situazione macroeconomica globale dallo scoppio della crisi fino all'anno corrente. Si è studiato quali sono stati i fattori che hanno portato alla crisi economica globale più grave dal 29' e quali ripercussioni questa ha portato da un punto di vista economico e sociale. La crisi ha avuto origine negli Stati Uniti e si è propagata nel resto del mondo attraverso il contagio dovuto alle interconnessioni sempre più forti che ci sono tra le economie più sviluppate e ai mercati finanziari divenuti ormai sempre più internazionali. La data che tutti indicano per questo cambiamento è quella del crack della banca d'affari statunitense Lehman Brothers; tuttavia le radici di questo dissesto sono molto più profonde e radicate negli anni addietro.

La concessione troppo precipitosa e senza troppo criterio a tutte le persone di mutui sulla casa, spinta dalla politica populista "una casa per ogni americano", avevano spinto i prezzi degli immobili alle stelle facendoli superare il loro effettivo valore reale. Molti mutuatari risultarono insolventi e la bolla del mercato immobiliare esplose coinvolgendo l'industria della cartolarizzazione. La globalizzazione finanziaria unita all'espansione dell'industria della cartolarizzazione hanno creato e aiutato ad espandersi quei titoli tossici che hanno causato la crisi della finanza.

Infatti per una crescente domanda di titoli sicuri da parte del resto del mondo gli intermediari finanziari americani avevano creato titoli sicuri da basi poco affidabili, erano stati cartolarizzati quei mutui concessi con troppa superficialità e senza una attenta analisi del merito del credito. Le conseguenze furono catastrofiche poiché presto passarono dalla finanza a colpire l'economia reale, facendo contrarre la domanda aggregata di beni e di conseguenza la produzione.

La seconda fase della crisi infatti riguarda la recessione che ha colpito l'economia reale e che ha causato la perdita di milioni di posti di lavoro in tutto il mondo e la chiusura di

un numero smisurato di aziende. Ancora oggi la fase recessiva continua a perdurare nonostante qualche cenno di miglioramento lo shock causato dalla finanza e trasmesso attraverso il contagio in tutti i paesi più sviluppati fatica ad essere assorbito.

Nella seconda parte del capitolo ci si focalizza sulla situazione europea e in particolare dell'Italia che rispetto ad altri paesi ha accusato in modo minore la crisi finanziaria, poiché le proprie banche non si erano gonfiate i bilanci di titoli tossici provenienti, ma che sta ugualmente attraversando una grave recessione come il resto del mondo.

Naturalmente anche l'Italia avendo solidi e prolungati nel tempo scambi commerciali con gli Stati Uniti, è stata risucchiata nel vortice che ha colpito tutte le economie più industrializzate. L'instabilità politica che storicamente ha sempre caratterizzato il nostro Paese, non contribuisce a produrre buoni risultati dal punto di vista economico, in questi anni di recessione, il tasso di disoccupazione è stato superiore rispetto alla media europea e il debito pubblico già elevato, è arrivato a toccare nuove cifre record.

In tutto questo il sistema bancario italiano è da considerarsi una nota positiva, infatti si è dimostrato solido, non c'è stata la necessità di ricorrere a salvataggi pubblici con immissione di liquidità come è avvenuto in altri Paesi. Tuttavia il rapporto tra banche e imprese si è fatto sempre più serrato, in questa situazione di crisi le banche fanno sempre analisi più accurate e precise per concedere mutui alle imprese senza dei quali quest'ultime sono costrette alla chiusura.

Nella terza ed ultima parte del capitolo si indaga il rapporto banca impresa e il ruolo che gli intermediari finanziari hanno ricoperto nella crisi e come stanno agendo attualmente. Alla luce di quanto avvenuto risulta evidente come la mancata regolamentazione delle banche d'investimento che potevano operare nell'ombra creando strumenti finanziari insicuri e dei quali si conosceva poco i reali meccanismi, abbia avuto un ruolo determinante nell'espansione della crisi finanziaria. L'analisi vuole mostrare qual è stata nel corso degli ultimi anni la politica bancaria in termini di concessione del credito, che nei primi anni della crisi è stata molto stretta. In particolare si è prestato attenzione nello studio alla situazione del sistema bancario italiano le cui banche sebbene siano risultate più solide rispetto alle banche di altri paesi hanno optato per la drastica riduzione della concessione del credito causando la sofferenza e l'insolvenza di innumerevoli aziende.

## 1.2 La crisi economica mondiale

Con il termine crisi, dal greco *κρίσις*, si tende ad indicare nella cultura occidentale una situazione di instabilità e di insicurezza sia per un individuo, sia per una società. Altro connotato ha lo stesso termine nella cultura orientale, infatti nella lingua cinese il termine crisi è composto da due sillabe che stanno ad indicare il pericolo e l'opportunità. E' infatti da una situazione di grandi dissesti e cambiamenti come quella che stiamo vivendo in questo periodo storico che possono verificarsi delle opportunità da cogliere, la crisi che ha senz'altro portato a gravi conseguenze sul sistema economico finanziario globale può rilevarsi un'opportunità da sfruttare per far emergere nuove idee.

La crisi che partì dagli Stati Uniti nel 2008 e che si propagò nel resto del mondo, ha cause che affondano le loro radici negli anni precedenti; il crack della banca Lehman Brothers, nell' Settembre di quell'anno, fu solo la punta di un iceberg che doveva ancora mostrarsi tutto nella sua piena e grande portata. L'anomalia più evidente presente nei mercati finanziari internazionali prima della crisi, era l'ampio e sostenuto disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti ( Caballero R, 2008, 81). La conseguenza più significativa di questo deficit è stata quella di non sottolineare che era in atto uno squilibrio più grave, ovvero la capacità del settore privato statunitense di soddisfare la domanda globale di attività sicure senza esporre il sistema finanziario di quel paese a eccessive pressioni.

Con il termine squilibri globali, ci si riferisce agli elevati e duraturi disavanzi di conto corrente registrati dagli Stati Uniti e finanziati dal resto del mondo. I nuovi paesi emergenti, come la Cina e le altre economie dell'Asia orientale, cercavano strumenti finanziari che fossero affidabili per potervi depositare la nuova ricchezza prodotta e si affidarono ai mercati e alle istituzioni finanziari statunitensi, percepiti come gli unici fornitori di tali strumenti. La preoccupazione per questi "squilibri" era fondata sulle devastanti crisi spesso verificatesi nelle economie di mercato dei paesi emergenti, afflitti da disavanzi cronici di conto corrente. L'episodio scatenante di queste crisi è da ricondurre al brusco aggiustamento macroeconomico (i così detti "arresti improvvisi"), necessario a far fronte all'improvvisa inversione degli afflussi netti di capitale che erano

alla base della precedente espansione e dei disavanzi di conto corrente (Cabbalero, R, 2008, 83).

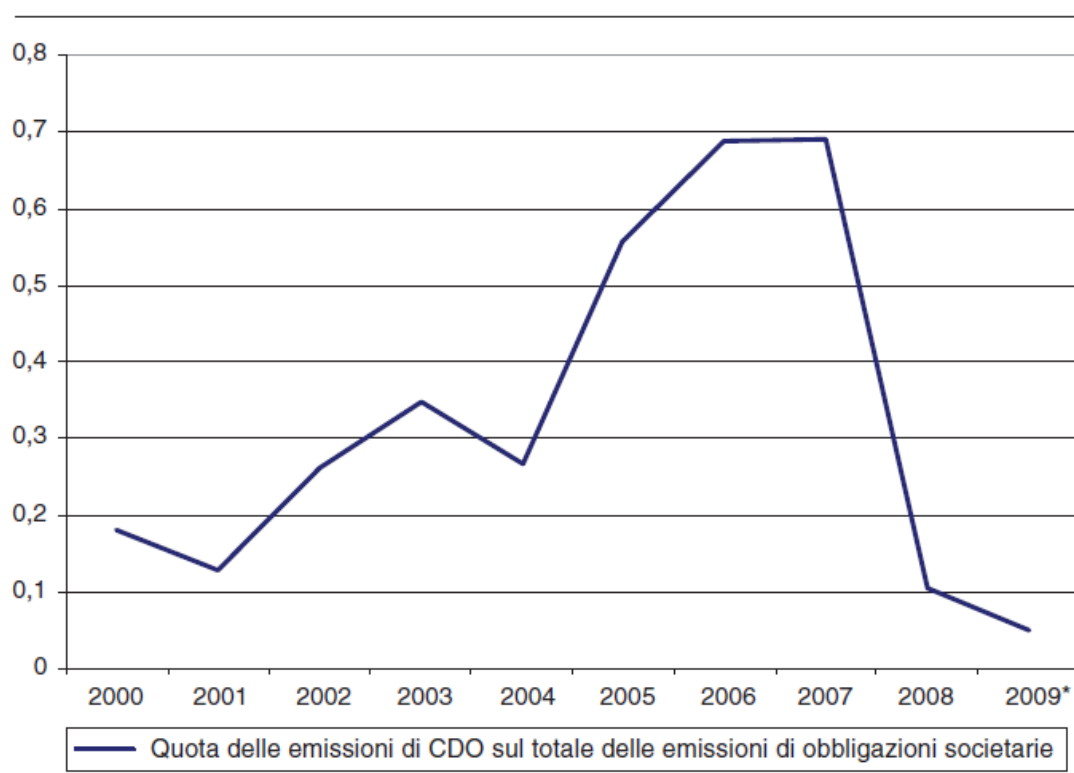
Gli Stati Uniti perseguivano e ancora oggi continuano a farlo un modello di sviluppo insostenibile, fondato principalmente sull'indebitamento delle famiglie e su una bilancia dei pagamenti costantemente in passivo. Questo modello non poteva continuare all'infinito, in quanto gli squilibri nei flussi correnti degli operatori stato, famiglie, ed estero generano stock crescenti di passività finanziarie destinati ad apparire insostenibili sugli stessi mercati finanziari (D'Ippoliti C, Roncaglia A, 2011, 191).

Nell'autunno del 2005 la bolla immobiliare ha iniziato ad implodere, infatti la vendita delle case aveva iniziato a diminuire a causa dei prezzi di acquisto divenuti negli ultimi tempi insostenibili per un cittadino con un reddito medio. Tuttavia i prezzi delle case per un breve periodo hanno continuato a salire fino alla primavera del 2006, periodo in cui la debolezza del mercato cominciava ad affiorare. I prezzi delle case hanno iniziato a scendere nel secondo trimestre del 2007, stando all'indice Case-Shiller, i prezzi delle abitazioni erano scesi solo del 3% rispetto al picco massimo dell'anno prima ma nell'anno successivo sono diminuiti di oltre il 15% (Krugman, P, 2009, 186). Il graduale declino iniziale dei prezzi immobiliari ha fatto venire meno i presupposti sui quali si basava il boom dei mutui *subprime*. Il principio fondamentale di questi prestiti era la convinzione che per il finanziatore, contava poco se il finanziato poteva effettivamente rimborsare le rate fino a quando i prezzi delle case continuavano a salire, i mutuatari in sofferenza potevano rifinanziare il prestito o saldare il mutuo vendendo la casa, ma non appena i prezzi delle case sono iniziati a scendere e gli immobili sono diventati invendibili, i tassi di insolvenza hanno iniziato a crescere.

Questa tipologia di mutui di rado era stipulata da banche che li tenevano in portafoglio, ma nella maggior parte dei casi venivano stipulati da altri soggetti, che li vendevano a istituzioni finanziarie le quali, a loro volta, <<impacchettavano>> *pool* di mutui in *collateralized debt obligations* (CDO) vendute agli investitori.

La causa della generazione di questo nuovo tipo di attività finanziarie è da ricondursi nella carenza di attività sicure a livello mondiale, che si mostrò come una grande opportunità di profitti per il sistema finanziario americano. Vennero creati dunque i

CDO, cioè attività sicure da *asset* non affidabili riunendo in *pool* le attività ed emettendo titoli di debito rimborsabili prioritariamente (*senior*) a fronte di flussi di cassa generati dalle attività sottostanti; i titoli di debito in questione sono protetti perché altre passività, con un rating inferiore assorbono prima le eventuali perdite (Cabbalero, R, 2008, 89). L'emissione a livello mondiale di CDO crebbe da \$ 185 miliardi nel 2000, a \$ 1300 miliardi nel 2007, un'ampia quota di tali attività aveva rating tripla A, almeno prima della crisi (IFM Global Financial Stability report, 2009, October, 107).



**Figura 1: IMF Global Financial Stability (2009)**

Altri nuovi strumenti derivati, che erano stati creati in quegli anni, erano i CDS, ovvero *credit default swaps*, che erano utilizzati da parte degli intermediari per la speculazione al ribasso. Questa tipologia di derivati non solo veniva correttamente usata per la copertura dei rischi ma anche per chi specula sulla prospettiva di peggioramento della situazione economica. Con questi strumenti gli investitori si mettono al riparo dal rischio di default, o della diminuzione del prezzo di un titolo che non si possiede,

ovvero acquistando *naked* CDS si può speculare al ribasso con maggiore efficacia di quanto sia possibile normalmente.

All'inizio del 2007 il problema dei mutui *subprime* è apparso per la prima volta sotto gli occhi di tutti. Le CDO prevedevano una graduazione nel livello di privilegio delle quote: i titolari delle quote più *senior*, cioè quelle a cui le agenzie di rating avevano attribuito la tripla A, avevano la priorità sui pagamenti, mentre quelli che avevano le quote meno privilegiate, a cui era stato dato un rating più basso, erano saldati solo in un secondo momento, ovvero dopo il pagamento dei creditori privilegiati. Nel Febbraio 2007 il mercato si è reso conto che le quote meno affidabili in termini di rating avrebbero subito pesanti perdite, e di conseguenza il loro prezzo è crollato. La conseguenza è stata la cessazione dell'erogazione dei mutui *subprime*; poiché nessuno voleva più acquistare le quote meno privilegiate, non si potevano più riconvertire e vendere i mutui *subprime*, e questa forma di finanziamento è venuta meno. Tutto ciò portò a una rapida diminuzione dei prezzi e chiunque avesse acquistato una casa negli anni caldi della bolla immobiliare si sarebbe trovato ad avere un valore negativo, cioè il mutuo che era stato stipulato aveva un valore maggiore rispetto all'immobile acquistato.

La cartolarizzazione è una tecnica finanziaria, nata nel mondo anglosassone che si è sviluppata in un secondo momento in tutto il resto del mondo, per consentire alle imprese di procedere alla smobilizzazione dei propri crediti attraverso il ricorso al mercato dei capitali. La *securitization* può essere definita come l'operazione volta al reperimento, presso il pubblico degli investitori, di somme di denaro dirette a finanziare l'impresa titolare di determinati *assets* patrimoniali, in cambio della destinazione, in via esclusiva, di tale portafoglio alla soddisfazione del diritto degli investitori alla restituzione del capitale investito, maggiorato degli interessi (Galletti, D, Guerrieri, G, 2002, 16). La cartolarizzazione è caratterizzata da due fasi: da un lato c'è da parte dell'impresa finanziata la cessione a terzi dei crediti, dall'altra parte c'è l'emissione nei confronti del pubblico, da parte del cessionario di titoli rappresentativi di diritti destinati ad essere soddisfatti grazie al rendimento degli attivi ceduti.

Attraverso il processo di cartolarizzazione i crediti vengono suddivisi in tante obbligazioni che poi vengono immesse sul mercato dei capitali ed acquistate dagli investitori. Questo è quello che accadde con i mutui; questi venivano cartolarizzati e

rivenduti poiché il guadagno su tipo genere di attività finanziaria era elevato, l'operazione si diffuse rapidamente, spinta dall'ottimismo presente sui mercati. Le banche cedevano i loro crediti a delle società terze che si occupavano di suddividerli in tante obbligazioni che poi erano rivendute tra il pubblico, facendo così diminuire il senso del rischio di questi mutui. Infatti il rischio che qualcuno non fosse in grado di pagare non era più a carico della banca che aveva erogato il prestito ma era suddiviso tra tutti i piccoli investitori che avevano acquistato obbligazioni emesse dalle società terze. Furono così create delle obbligazioni che il mercato reputava affidabili, con giudizi di tripla A da parte delle agenzie di rating, da mutui o operazioni che in realtà erano poco sicuri perché concessi con troppa superficialità e poca accuratezza nell'analisi del merito del credito. Dato che prometteva un'ottima remunerazione, questa nuova tipologia di strumento finanziario prese velocemente piede sul mercato, spinto dall'euforia degli investitori.

Tutto ciò è stato creato dalle banche d'investimento, che non sono come le banche tradizionali che devono sottostare a specifiche norme internazionali, come i trattati di Basilea 2 e 3, e che quindi operano con una certa trasparenza sul mercato; al contrario questa tipologia di banche lavora più nell'ombra, non accetta depositi e non deve sottostare al controllo degli enti preposti alla vigilanza degli istituti di credito. L'importanza che questo genere di banche aveva prima della crisi e ha avuto nel suo sviluppo fu sottovalutato all'epoca; non era ancora chiaro infatti il ruolo centrale che queste banche d'investimenti avevano assunto, operando senza un'apparente regolamentazione, nel sistema finanziario internazionale.

A causa dello scarso controllo a cui sottostava il sistema finanziario internazionale gran parte delle banche europee, acquisirono questi titoli cartolarizzati andando a collocarli nei loro bilanci. Questi titoli tossici presenti nei bilanci hanno portato a gravi situazioni di sofferenza da parte delle banche che si erano rese conto di avere titoli che non risultavano più essere sicuri con lo scoppio della crisi e che avrebbero causato gravi perdite.

Tuttavia lo scoppio della bolla dei mutui immobiliari negli stati Uniti ha costituito solo l'innescò, ma non l'esplosivo, che va piuttosto individuato nella deregolamentazione dei mercati finanziari, favorita dall'ideologia neo-liberista. Il fallimento della banca

d'investimenti Lehman Brothers, nel Settembre 2008 è stato solo il culmine, che aveva aperto gli occhi al mondo, di un processo già innescatosi negli anni precedenti di una finanza non regolamentata che aveva creato strumenti finanziari inappropriati. Il default della banca mise sotto gli occhi del mondo la fragilità del sistema finanziario e la superficialità con la quale erano stati creati strumenti finanziari inaffidabili cartolarizzando mutui emessi con troppa facilità.

Gli investitori americani che detenevano gran parte della loro ricchezza all'estero, in teoria erano meno esposti a una crisi finanziaria in America; e siccome gli investitori esteri detenevano gran parte della proprio ricchezza negli Stati Uniti, erano meno esposti a una crisi finanziaria in patria. Ma in realtà, la maggior parte dell'incremento della globalizzazione finanziaria veniva dagli investimenti di istituzioni fortemente indebitate, che stavano facendo varie scommesse rischiose su scala internazionale. E quando le cose si sono messe male negli Stati Uniti, questi investimenti internazionali hanno agito da <<meccanismo di trasmissione>>, consentendo alla crisi che era iniziata nel mercato immobiliare americano di propagarsi a catena negli altri paesi. (Krugman P, 198).

Per globalizzazione finanziaria è da intendersi un'integrazione tra il sistema finanziario di un paese specifico e il sistema internazionale dei mercati finanziari; questa tipologia di integrazione tipicamente richiede che il governo liberalizzi il settore finanziario domestico, l'integrazione ha inizio quando le economie liberalizzate sperimentano un aumento dei movimenti di capitali verso l'estero, con un attiva partecipazione dei mutuatari locali e degli istituti di credito nei mercati internazionali e un uso molto diffuso di intermediari finanziari internazionali (Stiglitz J, Ocampo J, 2008, 48).

Il fenomeno della globalizzazione finanziaria non è nuovo, anche se oggi ha assunto caratteri sempre più importanti e consistenti, la circolazione di capitali esiste già da molto tempo. In passato i paesi che partecipavano a questo genere di attività era senz'altro un numero esiguo, non paragonabile a quello del presente; infatti si sono sviluppati mercati finanziari di grande importanza per numero di scambi e quantità di denaro circolante, dove prima la finanza non si era ancora sviluppata. Se le borse valori erano già sviluppate in Europa e nel Nord America, in Asia è solo negli ultimi decenni che c'è stato un boom da questo punto di vista, mercati come quello cinese, di

Singapore o della Malaysia sono tra i più importanti e presi come punti di riferimento dalle economie sviluppate di tutto il mondo.

La nuova natura del flusso di capitali e l'incremento del numero di intermediari finanziari internazionali ha contribuito in modo determinante alla crescita della globalizzazione finanziaria. Nonostante la rete privata di flussi di capitale verso i paesi in via di sviluppo è aumentata negli ultimi anni, il capitale non affluisce in modo uniforme verso tutti i paesi. Alcuni di questi ricevono grandi quantità di afflussi, mentre gli altri paesi ricevono una piccola parte di capitali stranieri.

Il secondo momento di sviluppo della globalizzazione finanziaria è stata l'internazionalizzazione dei servizi finanziari, che ha condotto all'uso di intermediari finanziari internazionali da parte di mutuatari e investitori locali. Questa internazionalizzazione è seguita da due canali principali; il primo canale è una maggiore presenza di intermediari finanziari internazionali, per la maggior parte banche straniere, il secondo canale coinvolge l'uso di intermediari finanziari internazionali da parte di risparmiatori e investitori locali, questi intermediari hanno solitamente sede all'estero (Stiglitz J, Ocampo JA, 2008, 50).

Attraverso questa interconnessione finanziaria, con la quale tutte le economie del mondo risultano essere sempre più collegate tra di loro la crisi ha varcato i confini degli Stati Uniti e si è diffusa rapidamente. Lo sviluppo e l'immissione sui mercati finanziari di strumenti poco affidabili con i quali molte banche, in tutto il mondo, avevano gonfiato i propri bilanci e la detenzione da parte di investitori stranieri dei propri capitali all'estero in banche americane hanno contribuito a velocizzare la diffusione del dissesto che era in atto.

Il fallimento della Lehman Brothers bank e i successivi shock causati dal crollo dei prezzi degli immobili e dal connesso aumento delle insolvenze sui mutui subprime hanno portato alla diffusione del panico, accentuato dall'improvviso blocco del ramo delle cartolarizzazioni. La mancanza di fiducia che ormai si era diffusa portò a quella tanto temuta, e già accaduta in passato <<corsa agli sportelli>>, generando un ulteriore shock per il sistema bancario che era entrato in sofferenza. La crisi finanziaria globale ha dato luogo ad insolvenze bancarie di rilevante portata in numerosi paesi occidentali,

come ad esempio, USA, Gran Bretagna, Germania, Belgio, Irlanda, Spagna, Olanda, che sono state risolte attraverso interventi di salvataggio realizzati dagli Stati con utilizzo di fondi pubblici, perché gli intermediari erano considerati troppo grandi o troppo interconnessi tra di loro per consentire un loro fallimento. Attraverso l'immissione nel sistema bancario di denaro, gli Stati hanno salvaguardato non solo gli istituti di credito ma anche i piccoli risparmiatori sui quali si fondano sostanzialmente i capitali delle banche, evitando così ai cittadini di veder persi i loro risparmi.

La seconda fase inizia quando la crisi finanziaria investe l'economia reale: la produzione industriale si contrae a ritmi sempre di più fino a tracollare alla fine del 2008, in concomitanza con la caduta senza precedenti del commercio mondiale tra il Novembre del 2008 e il Gennaio dell'anno successivo. L'eccezionale calo delle esportazioni che ne segue e quello degli investimenti, connesso all'inasprimento delle condizioni di credito e alla caduta delle prospettive di domanda, inducono una netta contrazione del prodotto interno lordo che all'inizio della primavera del 2009, torna sui valori di quasi un decennio prima (Caivano M, Rodano L, Siviero S, 2010, 10).

L'ultimo atto della crisi è l'acutizzarsi della contrazione dell'occupazione. Una delle prime ripercussioni che si ebbero sul mercato del lavoro, fu quella dell'arresto dell'industria dell'edilizia; poiché c'era stato il crollo del valore degli immobili molti di questi rimasero invenduti o sfitti bloccando di conseguenza la costruzione di nuove unità. Il settore dell'edilizia fu tra i primi ad essere colpiti dalla crisi e successivamente seguirono anche gli altri settori spinti dall'effetto domino che si era innescato e risultava essere ormai inarrestabile a causa delle forti interconnessioni che i diversi settori dell'economia presentano tra di loro. La mancanza di domanda per specifici beni o servizi ha condotto ad una contrazione della domanda aggregata e di conseguenza della produzione. Il mercato del lavoro pertanto ha iniziato a contrarsi a causa delle avverse condizioni macroeconomiche, infatti era impossibile mantenere un determinato livello della produzione se risultava essere superiore alla domanda. Molte aziende furono costrette a chiudere e a lasciare a casa i propri dipendenti, facendo diminuire la produzione aggregata e aumentare il tasso di disoccupazione.

La caduta della produzione industriale, in atto da quasi un anno, si interrompe nell'aprile 2009. In autunno il PIL tornò ad espandersi, sia pure, come nel periodo pre-crisi,

a ritmi inferiori a quelli delle altre maggiori economie europee. Nel contempo si fa più acuta la debolezza del mercato del lavoro. Nel quarto trimestre del 2009 l'occupazione misurata in unita di lavoro risulta inferiore di oltre 3 punti percentuali rispetto a un anno prima. A febbraio del 2010 i posti di lavoro persi rispetto al picco registrato nell'Aprile del 2008 ammontano a oltre 700000 (Caivano M, Rodano L, Siviero S, 2010, 11).

Infine a partire dalla seconda metà del 2011 si è materializzata a livello europeo la crisi dei debiti sovrani di quei paesi caratterizzati da eccessi di indebitamento, con rischi di default, i cui titoli hanno fatto registrare una discesa delle quotazioni e un conseguente incremento del costo del *funding* (Boccuzzi G, 2012, 23). Nel 2011, da un lato si è complicato e radicato il rapporto fra l'origine internazionale della crisi e le responsabilità dell'Italia, dall'altro i provvedimenti di aggiustamento e di riforma stabiliti nelle sedi internazionali si sono sovrapposti in modo più intenso e controverso a quelli decisi a livello nazionale.

Il ruolo dell'Italia nella crisi dei debiti pubblici europei è andato crescendo di importanza nel corso dell'anno. Mentre si continuava a constatare che <<l'Italia non è la Grecia>> e che nella brutta espressione Pigs (Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna), con la quale si designavano i paesi in crisi dell'area euro, la <<i>> era una sola e indicava l'Irlanda, ci si rendeva però conto che il contagio del panico finanziario creato dalla situazione dei periferici avrebbe potuto attaccare l'Italia e che, nonostante la solvibilità di fondo, il nostro paese avrebbe potuto incontrare serie difficoltà di rifinanziamento del debito pubblico la cui dimensione avrebbe reso inadeguati i fondi di emergenza stanziabili dall' Europa (Bruni F, 2011, 29).

Nell'eurozona ci sono Stati come Italia, Portogallo, Irlanda, Spagna e Grecia che hanno storicamente avuto un elevato livello di debito pubblico; mentre l'Italia rappresenta un caso *sui generis*, nel senso che sebbene presenti un livello di debito tra i più elevati d'Europa ha sempre mantenuto un'economia solida e ancorata alla produzione reale attraverso la quale è riuscita a mantenere gli impegni internazionali, gli altri Paesi hanno visto aggravarsi la loro posizione in modo più marcato.

L'Europa ha reagito con lentezza alla crisi dei debiti sovrani; quando il caso greco ha mostrato la sua gravità, si sono scontrate due tipologie differenti di pensiero: uno forte e di rigore poco propenso all'aiuto di quei Paesi che rischiavano il *default* che era

sollecitato dalla Germania e un approccio più permissivo auspicato dalla Francia e dai Paesi più indebitati, compresa l'Italia, basato sull'esigenza di non sacrificare la crescita e quindi i denominatori dei rapporti nazionali fra debito e PIL, ricorrendo sia al finanziamento monetario che alla solidarietà intergovernativa e permettendo così ai Paesi indebitati di correggere in tempi ragionevoli i propri squilibri (Bruni F, 2011, 31).

La debolezza degli organi comunitari e la contemporanea instabilità politica dei governi nazionali, hanno contribuito ad alimentare un clima di incertezza sulla destinazione di aiuti in forma di prestito verso quei paesi che necessitavano di nuova liquidità per non dichiarare bancarotta. In seguito si è deciso di salvaguardare l'economia dell'area dell'euro zona procedendo al salvataggio attraverso l'emissione di prestiti a favore di quegli stati in difficoltà come la Grecia, per evitare il rischio che un possibile default di un solo stato potesse pregiudicare la stabilità economica dell'intero sistema della moneta unica europea.

### 1.3 La situazione In Italia dopo il 2008

Anche il nostro paese non ha potuto far a meno di essere investito dalla crisi poiché le economie di Italia e Stati Uniti risultano intrinsecamente collegate da accordi economici bilaterali che durano da molti anni.

Nel nostro Paese la <<febbre del debito>>, così come ha contagiato poco le famiglie, si è poco diffusa tra le banche. Sia perché tradizionalmente la funzione degli istituti di credito in Italia è stata rivolta prevalentemente all'attività commerciale, sia per le dimensioni medio-piccole della maggior parte delle nostre banche, sia per lo scarso grado di penetrazione della nuova tecno-finanza di matrice anglosassone entro i nostri confini (Fortis M, 2009, 90). Questo aspetto non è da sottovalutare poiché possono emergere due caratteristiche del nostro sistema finanziario: da una parte esso è rimasto ai margini della finanza selvaggia degli ultimi anni e è sempre rimasto ancorato all'economia reale, quindi dall'altra parte gli strumenti che venivano creati risultavano più sicuri ed affidabili.

Con il sistema finanziario che è entrato in un profondo momento di dissesto che ha portato al panico e alla mancanza di fiducia verso quel settore, si è riscoperta l'importanza dell'economia reale come fonte produttiva. In un periodo storico delicato come quello che stiamo attraversando avere un elevato numero di PMI per il nostro Paese può essere un grande punto di forza, che può dare un contributo al miglioramento del nostro sistema economico in termini di benessere sociale, di innovazione e della creazione di nuovi posti di lavoro. Il numero di PMI che a causa della crisi è stato costretto a dichiarare fallimento è stato senz'altro elevato; piccole imprese che spesso hanno un numero di dipendenti inferiori alle 15 unità faticano a sopravvivere a causa della profonda recessione in atto e all'avvento di nuove superpotenze mondiali contro le quali risulta difficile poter competere. Ciononostante nell'Unione Europea a 27 stati l'Italia è la seconda economia per numero di addetti nell'industria manifatturiera con 4,6 milioni, seconda solo alla Germania con 7,2 milioni (Fortis M, 2009, n.pag. 117).

Una delle soluzioni affinché le PMI possano superare questo periodo è senz'altro la loro crescita dimensionale anche attraverso aggregazioni di aziende che operano nello stesso settore, in modo tale da poter competere meglio sui mercati mondiali. Negli ultimi anni infatti, spinto dalla necessità di cambiare strategia per far fronte alla sempre più dura competizione internazionale, il numero di imprese di medie dimensioni è notevolmente aumentato in Italia raggiungendo la quota di circa 4mila unità.

**Export: quadrilatero manifatturiero del made in Italy a confronto con altri Paesi europei**  
gennaio-settembre 2012 - milioni di euro

territorio	export	rank	territorio	export	rank
Germania	824.013	1	Ungheria	60.682	15
Olanda	378.334	2	Repubblica Slovacca	46.788	16
Francia	330.526	3	Finlandia	42.787	17
Gran Bretagna	274.247	4	Portogallo	34.198	18
Belgio	261.624	5	Romania	33.454	19
Veneto, Piemonte, Lombardia ed Emilia Romagna	184.874	6	Slovenia	18.810	20
Spagna	169.174	7	Grecia	18.634	21
Polonia	105.908	8	Lituania	16.416	22
Resto Italia	105.010	9	Bulgaria	15.428	23
Svezia	101.295	10	Lussemburgo	11.080	24
Austria	96.925	11	Estonia	9.378	25
Repubblica Ceca	91.190	12	Lettonia	7.804	26
Irlanda	69.218	13	Malta	2.313	27
Danimarca	61.798	14	Cipro	1.032	28

Elaborazione Ufficio Studi Confindustria su dati Istat ed Eurostat

**Figura 2: Fonte Unioncamere**

Come si può notare dalla tabella qui sopra riportata il sistema delle PMI manifatturiere in Italia ha avuto una ripresa nel 2012, in particolare nel quadrilatero composto da Piemonte, Lombardia, Veneto ed Emilia-Romagna. Le aziende che hanno investito in innovazione, sia di processo che di prodotto, hanno infatti reagito meglio alla recessione ottenendo performance di crescita e di redditività superiori alla media; molte di queste imprese sono di media dimensione (De Felice G, 2012, 11).

Le vendite all'estero generano rilevanti flussi di domanda di lavoro da parte delle filiere manifatturiere; la ripresa dell'export infatti ha portato benefici riguardanti la domanda di lavoro nei territori a vocazione manifatturiera, nelle quattro regione del "quadrilatero manifatturiero" si registra una variazione positiva su base annuale di 46 mila occupati nei settori manifatturieri mentre nelle altre regioni il saldo è negativo (AA.VV, 2013, 118).

Purtroppo nel nostro Paese che è sempre stato caratterizzato da una profonda divisione economica tra Nord e Sud, questa linea di confine si fa più spessa. Infatti il quadrilatero manifatturiero che rappresenta un simbolo della ripresa economica con la creazione di nuovi posti di lavoro non solo è un esempio virtuoso di distretto industriale che ha saputo guardare alla crisi come ad un'opportunità per innovare, indica anche come si stia accentuando quel divario già storicamente esistente, e che non cenna a diminuire, tra le due parti del Paese.

PAESI	Prodotto interno lordo (a)			Tassi di disoccupazione (b)			Prezzi al consumo (c)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Italia	1,7	0,4	-2,4	8,4	8,4	10,7	1,6	2,9	3,3
Austria	2,1	2,7	0,8	4,4	4,2	4,3	1,7	3,6	2,6
Belgio	2,4	1,8	-0,2	8,3	7,2	7,6	2,3	3,4	2,6
Finlandia	3,3	2,8	-0,2	8,4	7,8	7,7	1,7	3,3	3,2
Francia	1,7	1,7	0,0	9,7	9,6	10,2	1,7	2,3	2,2
Germania	4,2	3,0	0,7	7,1	5,9	5,5	1,2	2,5	2,1
Grecia	-4,9	-7,1	-6,4	12,6	17,7	24,3	4,7	3,1	1,0
Irlanda	-0,8	1,4	0,9	13,9	14,7	14,8	-1,6	1,2	1,9
Lussemburgo	2,9	1,7	0,3	4,6	4,8	5,1	2,8	3,7	2,9
Paesi Bassi	1,6	1,0	-1,0	4,5	4,4	5,3	0,9	2,5	2,8
Portogallo	1,9	-1,6	-3,2	12,0	12,9	15,9	1,4	3,6	2,8
Spagna	-0,3	0,4	-1,4	20,1	21,7	25,0	2,0	3,1	2,4
<b>Uem</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>11,4</b>	<b>1,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
Danimarca	1,6	1,1	-0,6	7,5	7,6	7,5	2,2	2,7	2,4
Regno Unito	1,8	1,0	0,3	7,8	8,0	7,9	3,3	4,5	2,8
<b>Ue</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>10,5</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>

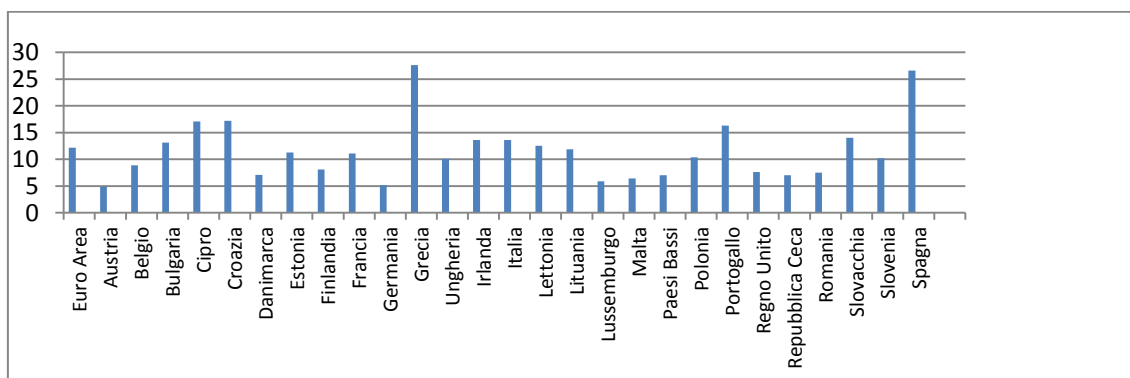
Fonte: Eurostat  
 (a) Dati in volume; variazioni percentuali.  
 (b) Tassi armonizzati; valori percentuali.  
 (c) Indice armonizzato dei prezzi al consumo; variazioni percentuali.

**Figura 3: PIL e Tasso di disoccupazione, fonte Istat**

La tabella mette in evidenza l'andamento del PIL, del tasso di disoccupazione e dei prezzi al consumo in Italia, nei paesi che hanno aderito all'unione monetaria e

nell'Unione Europea. Rispetto alla media europea l'Italia mostra una maggiore contrazione del prodotto interno lordo che si accentua particolarmente nel 2012. Il PIL nel primo trimestre del 2013, espresso in valori concatenati con anno di riferimento 2005, corretto per gli effetti di calendario e destagionalizzato, è diminuito dello 0,5% rispetto al trimestre precedente e del 2,3% nei confronti del primo trimestre del 2012 (Istat, 2013, 1).

Con la recessione in corso e il mercato del lavoro in costante contrazione in Italia il tasso di disoccupazione è iniziato a crescere a ritmo costante dal 2008. In Europa il tasso di disoccupazione è del 12,1% a Ottobre 2013 in leggero aumento rispetto ai mesi precedenti (Eurostat, 2013). Nel settembre 2013 il numero di occupati in Italia ammonta a 22 milioni 349 mila, in diminuzione dello 0,4% rispetto al mese precedente (-80 mila) e del 2,1% su base annua; il tasso di occupazione pari al 55,4% diminuisce di 0,2% e di 1,2% rispetto all'anno precedente. Il tasso di disoccupazione si attesta intorno al 12,5% in aumento di 1,6% rispetto all'anno precedente, il numero dei disoccupati pari a 3 milioni 194 mila aumenta dello 0,9% rispetto al mese precedente e del 14% su base annua (ISTAT, 2013, n.pag.1).



**Fonte:** Eurostat, *Unemployment rate*

Sebbene l'Italia non presenti punte di disoccupazione elevate come quelle di Spagna e Grecia, è bene non sottovalutare il fenomeno, in particolar modo per quanto riguarda la disoccupazione giovanile che ha raggiunto negli ultimi anni picchi sempre più elevati. Ciò che deve richiamare l'attenzione è il costante aumento della disoccupazione a partire dal 2011 che ha portato nel 2013 a superare la soglia della media europea che si attestava al 12,1%.

RIPARTIZIONE	Valori			Variazione percentuale sul 2011		
	Uomini	Donne	Totale	Uomini	Donne	Totale
Nord	73,0	57,0	65,0	-0,8	0,4	-0,2
Centro	69,8	52,3	61,0	-0,8	0,6	-0,1
Mezzogiorno	56,2	31,6	43,8	-1,2	0,8	-0,2
<b>Totale</b>	<b>66,5</b>	<b>47,1</b>	<b>56,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,2</b>

**Figura 4: Tasso di Occupazione 2012, fonte Istat**

Il tasso di occupazione accusa una flessione nel 2012 rispetto all'anno precedente del -0,2% sul totale, con un'incidenza maggiore al Nord e al Sud rispetto al Centro.

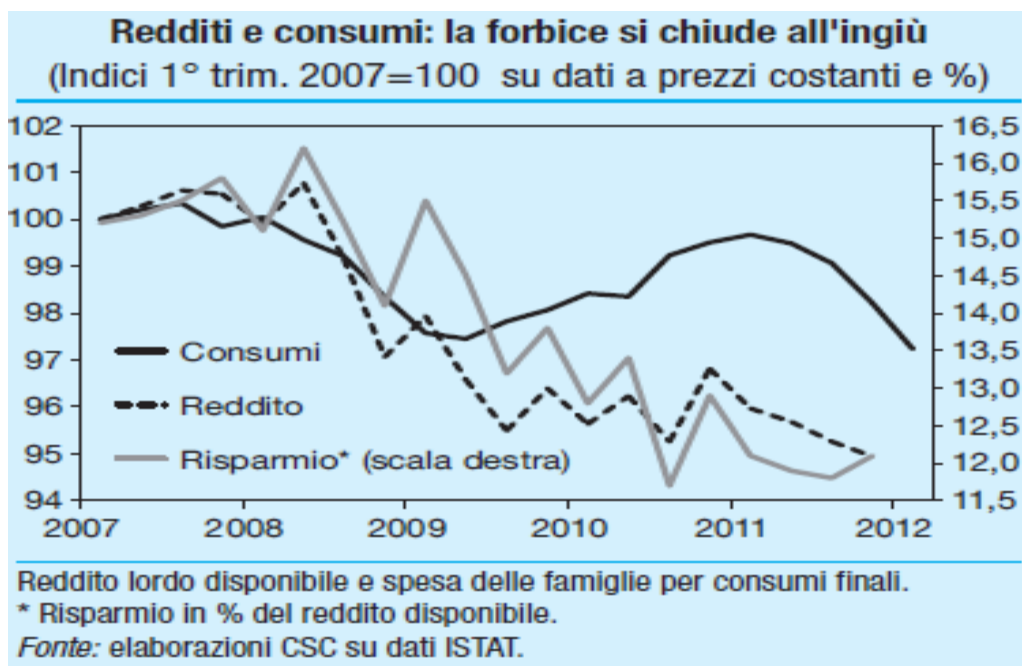
L'impatto della crisi sulla spesa delle famiglie è stato molto significativo, tanto da cambiare negli ultimi anni le abitudini di consumo con un crescente ricorso alla grande distribuzione e alla ricerca attenta del miglior prezzo. La spesa è stimata scendere del 2,8% nel 2012 e dello 0,8% nel 2013; tale discesa avviene dopo il recupero nel 2010 (+1,2%) e la sostanziale stagnazione nel 2011 (+0,2%) e riporta i consumi familiari a -4,5% reale rispetto alla media del 2007 (AA. VV, 2012, 17).

	1992-1996	1997-2000	2001-2007	2008	2009	2010	2011	2012
Potere d'acquisto del reddito disponibile (a)	-0,5	0,2	1,2	-1,4	-2,5	-0,5	-0,6	-4,8
Carico fiscale corrente (b)	13,2	14,5	14,1	15,2	15,1	15,4	15,1	16,1
Carico fiscale complessivo (c)	13,9	15,3	14,7	15,3	15,7	15,5	15,2	16,5
Carico fiscale e contributivo corrente (d)	27,9	28,4	27,8	29,4	29,5	29,7	29,4	30,3
Propensione al risparmio (e)	20,7	14,0	13,5	12,1	11,2	9,4	8,7	8,2

Fonte: Istat, Conti economici nazionali

**Figura 5: Potere d'acquisto cittadini, fonte Istat**

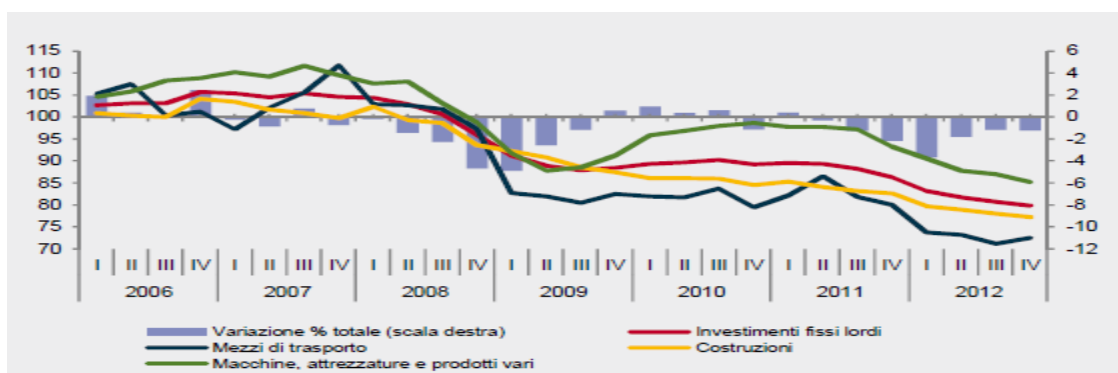
Caso significativo è quello del potere d'acquisto dei cittadini italiani che dallo scoppio della crisi ha sempre avuto una variazione negativa, perdendo quasi il 10% in 5 anni, con punte del -4,8% del 2012. Questo si fa sentire non solo sui consumi ma anche sulla propensione al risparmio che è sempre stata una caratteristica che contraddistingueva gli italiani ma che negli ultimi anni ha subito una contrazione costante.



**Figura 6 : Andamento Redditi e Consumi Pro capite, Fonte Centro Studi Confindustria**

Tra il 2008 e il 2011 il reddito reale spendibile e i consumi hanno registrato dinamiche divergenti che hanno portato ad un ampliamento della forbice tra le due variabili. Il calo del reddito è netto e costante a partire dal 2007 e la diminuzione dei consumi è un'inevitabile conseguenza che si sta marcando in modo sempre più netto negli ultimi due anni.

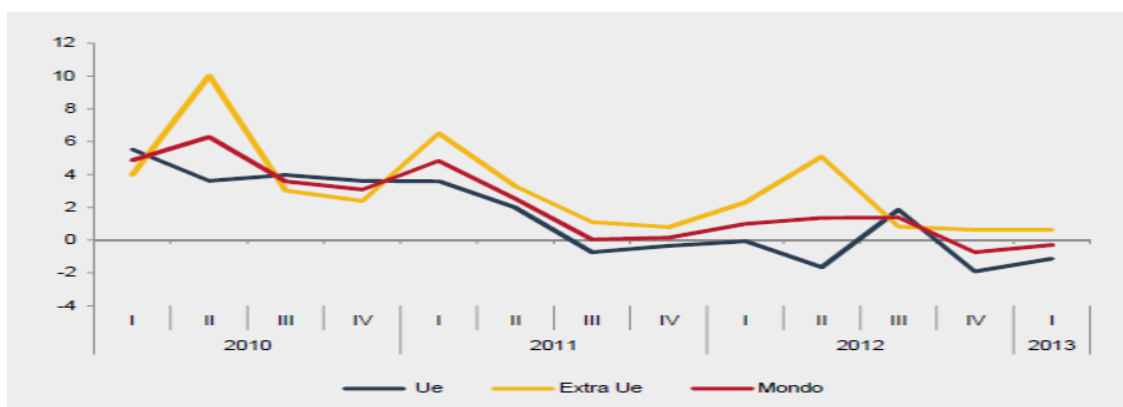
Le deboli prospettive di domanda e le difficoltà di accesso al credito hanno determinato una forte contrazione degli investimenti fissi lordi, che nel 2012 sono diminuiti dell'8%, proseguendo la discesa avviata dal secondo trimestre dell'anno precedente.



**Figura 7: Fonte Istat**

La flessione più marcata si è avuta nel settore dei trasporti con un -12,2%, ma di rilevante importanza risulta anche la diminuzione degli investimenti per quanto riguarda macchinari e attrezzature con un -10,6%. Anche le costruzioni che è stato uno dei primi settori ad andare in crisi continua a subire una costante flessione che nell'ultimo anno si attesta intorno al 9%.

Per quanto riguarda l'export l'Italia segna una crescita, seppur rallentata nell'ultimo anno. La domanda estera netta ha fornito un impulso positivo all'espansione del PIL nel corso di tutto il 2012, pur con una progressiva attenuazione del contributo da 0,9% nel primo trimestre a 0,4% nel quarto. In un contesto di generale rallentamento della domanda mondiale, la performance delle vendite all'estero di merci dell'Italia (+3,7%) è risultata insieme a quella della Spagna la più favorevole tra le principali economie dell'Ue (Istat, 2013, 41). La crescita delle esportazioni ha subito un rallentamento rispetto ai due anni precedenti, 11,4% nel 2011 e 15,6% nel 2010 ma continua ad avere un trend positivo.



**Figura 8: Fonte Istat**

Le stime degli scambi commerciali tra il nostro Paese e i paesi extra Ue sembrano indicare segnali favorevoli sul fatto che la domanda estera possa contribuire ad aumentare la crescita dell'economia nazionale. Tuttavia rischia così di crearsi un divario in termini di fatturato tra le aziende che operano scambi commerciali verso l'estero e imprese che invece fanno del mercato nazionale la loro maggiore fonte di guadagno. Infatti il mercato locale non ha avuto ancora una netta ripresa mentre gli ordinativi arrivati all'estero per le imprese italiane sono positivi e fanno sperare per una crescita dell'export.

#### 1.4 Il ruolo degli intermediari finanziari nella crisi

I mutui ipotecari *subprime* sono un'innovazione degli anni novanta, stimolati dall'eliminazione delle leggi anti-usura, dalla deregolamentazione finanziaria e dal *Community Reinvestment Act* del 1977, che incentivava la concessione di prestiti a individui a basso reddito o con scarso livello di affidabilità. Questo *Act* fu accompagnato da un alleggerimento della regolamentazione. Le banche dovevano dimostrare che un certo numero di prestiti andava a persone con reddito medio-basso. La prudenza e le valutazioni sul merito di credito furono sostituite da procedure più flessibili, che giustificavano la nuova *policy*. Nel 1994 i prestiti *subprime* rappresentavano il 5% dei mutui ipotecari, nel 2005 erano saliti al 20%; nel periodo 1994-2005 questo segmento di mercato cresceva a un tasso medio annuo del 26% (Frattiani M, Marchionne F, 2009, 18)

La maggior parte dei contratti *subprime* era offerta da intermediari indipendenti e non regolamentati dalla legislazione federale, i quali applicavano contratti ipotecari ibridi e spesso utilizzavano il tasso teaser, ovvero un tasso di interesse estremamente basso all'inizio, prima che scattasse un tasso variabile alto. La riduzione degli standard sul merito di credito relativi alla concessione di un prestito è correlata con il rapido incremento dei prezzi delle abitazioni, evidenza coerente con l'ipotesi che l'espansione immobiliare abbia guidato sia l'espansione del credito, sia la riduzione degli standard sul merito del credito.

Nei bilanci delle banche i mutui ipotecari già svalutati o in procinto di esserlo rappresentano circa il 25% delle perdite stimate sui prestiti tradizionali cioè i prestiti alle attività commerciali, al consumo e alle imprese; e costituiscono il 9% delle perdite stimate in base al principio contabile del Mark-to-Market sui titoli obbligazionari cartolarizzati (ABS), i titoli obbligazionari garantiti da crediti (CDO), le obbligazioni garantite da mutui ipotecari a basso rischio (MBS), le obbligazioni garantite da mutui ipotecari, le obbligazioni garantite da prestiti dalle imprese (CLO).

Con il termine finanza strutturata si indica una serie di innovazioni bancarie e finanziarie finalizzate a trasferire il rischio di credito dalle singole istituzioni finanziarie al mercato nel suo complesso (Frattiani M, Marchionne F, 2009, 19). L'innovazione che

più caratterizza questa crisi è il modello di far banca “originare e distribuire”, nel quale le banche originano i prestiti o acquistano i prestiti da intermediari specializzati per venderli nei mercati finanziari o trasferirli a veicoli di investimento strutturati, i SIV cioè *special investment vehicles*, sponsorizzati dalla banca stessa. Le SIV a loro volta impacchettano i prestiti in MBS di tipo residenziale, MBS di tipo commerciale, CDO, CLO. E’ attraverso lo sviluppo senza controllo della cartolarizzazione, che si è andati a trasferire sul mercato il rischio di quei prestiti poco sicuri andando a creare strumenti finanziari in apparenza affidabili ma dietro i quali si celavano i mutui *subprime*.

Il collasso del credito si manifesta con una corsa verso la liquidità e un’improvvisa impennata degli spread dei tassi di interesse sui titoli con diversi gradi di rischio di credito. Come ci si poteva attendere nell’Agosto del 2007 la crisi di liquidità è esplosa nel mercato interbancario. Successivamente la Federal Reserve e le altre banche centrali hanno provveduto ad immettere liquidità sul mercato ma ormai era troppo tardi, i tassi di interesse faticavano a scendere ed era iniziata a manifestarsi la sfiducia nei mercati.

Il diffondersi dello schema *originate to distribute* e la connessa strutturazione in lunghe catene di prodotti derivati (ABS, CDO) dei mutui *subprime* e di altre attività finanziarie ad alto rischio da parte delle banche statunitensi di investimento hanno offerto allettanti opportunità di guadagno a breve termine. Così sia direttamente che mediante veicoli speciali “fuori bilancio”, molte banche europee hanno acquistato e accumulato un ampio ammontare di titoli ad alto rischio; gli attivi dei maggiori gruppi bancari e delle banche regionali italiane hanno invece continuato a registrare una quota prevalente di servizi tradizionali. Il risultato è stato che al culmine della crisi finanziaria (Ottobre 2008-Febbraio 2009), l’illiquidità e la perdita di valore dei titoli ad alto rischio hanno costretto i settori bancari di altri grandi Paesi dell’Unione Europea a ricorrere ad aiuti statali per centinaia di miliardi di euro; viceversa, detenendo un ammontare limitato di titoli o di garanzie derivanti dai mutui *subprime* (poco più di 5 miliardi di euro), l’insieme delle maggiori banche italiane ha proceduto a svalutazioni per “soli 4,5 miliardi di euro (Messori M, 2011, 369). Ciò spiega perché durante la crisi del 2007-2009 la leva finanziaria, ovvero il rapporto tra il totale dell’attivo e il patrimonio di base, e i processi di *deleveraging* delle banche italiane siano stati più contenuti di quelli

medi europei; e perché i mutuatari italiani abbiano evitato il *credit crunch* che ha colpito i grandi Paesi europei (Messori M, 2011, 372).

Il *leverage* è un indicatore chiave del rischio finanziario, infatti indica il rapporto del totale degli attivi sul capitale netto, una misura di *leverage* elevata indica che la banca d'investimento è disposta ad assumersi un rischio maggiore. Andando ad analizzare le cinque più grandi banche d'investimento statunitensi, Lehman Brothers è fallita, Bear Stearns e Merrill Lynch sono state assorbite da altre banche e Goldman Sachs e Morgan Stanley hanno deciso di cambiare modello istituzionale assoggettandosi alla regolamentazione e alla supervisione della FED (Frattiani M, Marchionne F, 2009, 27).

Tra le banche europee ci sono significative differenze con le banche inglesi, francesi, tedesche e svizzere che in media hanno leverage molto più elevati delle banche italiane. Le banche inglesi e tedesche si distinguono per aver aumentato il loro livello di leverage fino al Giugno del 2008; geograficamente la propensione al rischio sembra essere elevata su entrambi i lati dell'Atlantico e più nell'Europa Nord-Occidentale che non nell'Europa meridionale.

Se confrontato con i concorrenti europei alla fine del 2010 il settore bancario italiano palesa almeno tre fattori di fragilità: un rilevante divario di redditività, più bassi coefficienti di patrimonializzazione pesati per il rischio, una più forte vulnerabilità rispetto ai vincoli dal lato della raccolta. Per contro questo stesso settore sembra trovare un punto di forza nella sua minore offerta di servizi finanziari ad alto rischio e nella sua maggiore esposizione verso i prestiti alle imprese non finanziarie. In realtà le imprese italiane soffrono in media di una carenza di capitale proprio e di un eccesso di indebitamento il che combinandosi con il bassissimo potenziale di crescita del nostro sistema economico dalla seconda metà degli anni Novanta del secolo scorso, rende particolarmente rischiosa l'esposizione bancaria nei loro confronti.

A differenza di quanto accaduto nella maggior parte degli altri Paesi economicamente avanzati, nei 24 mesi di durata della crisi finanziaria nessun intermediario finanziario italiano ha dovuto essere salvato dal fallimento grazie a interventi statali e solo quattro gruppi bancari hanno scelto di rafforzare i loro patrimoni mediante l'emissione di strumenti ibridi sottoscritti dal Ministero dell'Economia.

Gli istituti di credito dovranno sempre di più sviluppare strumenti specifici per sostenere i propri clienti nell'implementazione dei strategie legate all'innovazione. Diventerà quindi prioritario individuare forme di finanziamento privilegiate per i progetti di R&S. nell'ambito dell'internazionalizzazione le banche dovrebbero supportare lo sviluppo delle imprese orientate ad espandersi e ad affacciarsi ai mercati più lontani e dinamici, offrendo da un lato consulenza alla clientela per tutte quelle operazioni di finanza strategica necessarie per il potenziamento delle imprese e della loro struttura, dall'altro offrendo consulenza per individuare i mercati a più alto potenziale di crescita per sostenere e promuovere la competitività delle imprese clienti (De Felice G, 2010, 13).

Nell'Aprile del 2011 l'IMF ha sostenuto che dopo quasi quattro anni dallo scoppio della crisi finanziaria, le banche dell'area euro denunciavano ritardi di aggiustamento e una maggiore vulnerabilità rispetto a quelle statunitensi a causa di almeno tre debolezze dal lato dei loro attivi e di almeno due debolezze dal lato dei loro passivi. Per quanto riguarda l'attivo, alcune banche europee avevano un'esposizione eccessiva rispetto ai debiti sovrani di Grecia o degli altri Paesi sottoposti a programmi di sostegno (Irlanda e Portogallo) e/o rispetto al settore immobiliare e ai connessi titoli problematici, altre facevano ancora ricorso a una leva finanziaria troppo elevata, altre ancora avevano coefficienti di capitalizzazione inadeguati. Per quanto riguarda il passivo le banche dell'area euro avevano una raccolta troppo dipendente dai mercati all'ingrosso e in particolare, dai mercati dei *covered bond* e dai generosi rifinanziamenti della Bce.

La fragilità del sistema è il risultato di una serie di fattori specifici di questa crisi: il trasferimento degli attivi dal bilancio delle banche al mercato, la creazione di attività finanziarie complesse o poco trasparenti e l'incapacità delle agenzie di rating nel valutare correttamente il rischio di queste attività. La strategia delle banche di scaricare il rischio fuori il bilancio si è rivolta contro loro stesse quando gli investitori hanno capito l'inaffidabilità dei nuovi titoli presenti sul mercato.

## 1.5 Il rapporto banca-impresa

L'espressione <<rapporto banca-impresa>> è difficile da definire con precisione poiché esso è notevolmente vasto ed è caratterizzato da numerosi rapporti a più livelli. Da un lato con esso si identificano le modalità tipiche attraverso le quali le banche forniscono una particolare categoria di servizi, ovvero i servizi finanziari alle imprese. Queste modalità includono i prezzi, le quantità e altre caratteristiche come la forma del finanziamento e la sua durata. Dall'altro lato ci sono alcuni tra i servizi bancari, in particolare la concessione del credito, che possiedono una natura affatto particolare e che il "rapporto banca impresa" sia un fenomeno economico importante e molto articolati. Questa seconda accezione discende dal fatto che il debito bancario, in presenza di asimmetrie informative e di una limitata flessibilità degli strumenti contrattuali, costituisce una forma di finanziamento esterno per le imprese più efficiente rispetto all'accesso diretto al mercato. Non è da trascurare il fatto che per le imprese di piccole o medie dimensioni il ricorso agli intermediari costituisce quasi l'unica forma di accesso a risorse finanziarie esterne.

La maggiore efficienza del finanziamento bancario deriva dai vantaggi comparati che gli intermediari hanno nella selezione dei progetti caratterizzati dalla migliore combinazione rischio-rendimento e nell'attività di controllo sulle azioni intraprese dal debitore. Tuttavia, affinché il credito bancario produca configurazioni contrattuali efficienti è necessario che si stabilisca una relazione stretta tra l'intermediario e l'impresa, impostata su di un orizzonte temporale di lungo termine e parzialmente isolata dalla concorrenza esterna (*relationship lending*) (Monferrà S, 2007, 24).

Le condizioni di finanziamento di un'impresa dipendono dalla valutazione delle prospettive dei progetti di investimento da essa intrapresi e in particolare, dalla probabilità che in determinate circostanze il debito non venga restituito. L'impresa può non avere gli incentivi né avere i canali appropriati per comunicare in maniera adeguata le informazioni necessarie alla valutazione dei rischi ai potenziali finanziatori. Il vantaggio della banca rispetto ad altri operatori nel fornire risorse finanziarie deriva da diversi fattori. In primo luogo, gli intermediari dispongono di risorse specializzate nel valutare le informazioni fornite dall'impresa. In secondo luogo, l'insieme dei servizi

forniti insieme con il credito bancario producono a loro volta informazioni specifiche difficilmente disponibili all'esterno.

Nelle aziende a responsabilità limitata, l'imprenditore può avere incentivi a intraprendere progetti di investimento con rendimenti elevati, ma con scarse probabilità di successo, ciò risulta essere in contrasto con gli interessi dei fornitori del finanziamento. La banca può in questo caso utilizzare le informazioni specifiche sull'impresa per vigilare sulle decisioni riguardanti l'assunzione di rischi e condizionare la disponibilità e il costo delle risorse sulla base delle strategie adottate.

I benefici per le banche derivano dalla possibilità di selezionare un portafoglio unico di attività sulla frontiera rischio-rendimento costruito sulla base di informazioni private e non facilmente aggredibile dai concorrenti esterni. Il surplus generato dal rapporto banca e impresa dipende dall'efficienza con cui sono trasmessi ed elaborati i flussi di informazioni relativi alle condizioni di rischio delle attività dell'impresa. La quantità e la qualità delle informazioni acquisite dalla banca sull'impresa sono maggiori se provengono da rapporti continuativi e stabili nel tempo e da una relativa concentrazione dell'indebitamento verso un unico intermediario, che in questo caso assume il ruolo di banca di riferimento.

Il *relationship lending* comporta due problemi che possono vanificare in tutto o in parte i benefici. Entrambi derivano dal fatto che gran parte dell'informazione generata dal rapporto è di tipo privato, nel senso che le parti non possono trasmetterla credibilmente all'esterno. Il primo problema è costituito dalla possibilità che la banca sia catturata dall'impresa e che non riesca a negare ex-post la concessione di ulteriori finanziamenti anche quando sarebbe ex-ante ottimale farlo ( Monferrà S, 2007, 25). Un esempio è quello di un'impresa in difficoltà, le cui prospettive sono legate alla possibilità di negoziare un nuovo finanziamento. L'altro problema è posto dalla potenziale cattura dell'impresa da parte della banca. Per un'impresa la costruzione di un rapporto di *relationship lending* richiede tempo e investimenti non monetari. L'interruzione di una relazione da parte dell'impresa può comportare rilevanti anche se temporanee carenze di fondi e ciò fa sì che essa si trovi esposta al potere di mercato della banca derivante da una sorta di monopolio informativo. La posizione di vantaggio ex-post della banca nella spartizione del surplus ne riduce ex-ante gli incentivi dell'impresa a investire e quindi

anche in questo caso si ha un'allocazione delle risorse non efficiente. L'impresa può allentare i vincoli del monopolio informativo ricorrendo a più banche ma questo a sua volta riduce gli incentivi degli intermediari a raccogliere e gestire le informazioni sull'impresa in modo efficiente.

Il *relationship lending* per generare effetti positivi richiede che i rapporti tra banche e imprese siano in parte isolati dalla concorrenza. Di contro l'assenza di concorrenza porta alle tradizionali inefficienze che derivano da posizioni di monopolio.

A seguito della crisi finanziaria del 2008, sono divenuti più chiari una serie di problemi nell'utilizzo di metodologie di rating interno che sono principalmente centrate sui modelli a base statistica. In sintesi, il ricorso a strumenti di previsione dei default di tipo statistico: (De Laurentis G, 2011, 127)

1. Riduce la capacità della banca di valutare le specifiche condizioni della singola impresa-cliente, in funzione del suo mix di attività, della sua fase di sviluppo e dei suoi progetti, della situazione congiunturale generale e degli specifici business;
2. Limita il ruolo degli addetti fidi delle banche e ne disincentiva lo sviluppo delle competenze di analisi d'impresa;
3. Mette in secondo piano la capacità di acquisire soft information nell'ambito del *relationship lending*, facendo venire meno la specificità della banca e accentuando i connotati di commodity del credito, anche nei confronti delle piccole e medie imprese, contraddicendo quindi i modelli teorici del relationship banking;
4. È in grado di ridurre l'assorbimento dei cicli economici da parte delle banche e scaricare più violentemente sul sistema economico l'aumento della probabilità di default dei debitori. Infatti mentre sino a ora i processi di affidamento poco strutturati hanno consentito di traslare nel tempo il recupero economico delle perdite sui crediti, l'adozione di sistemi più automatici e la maggiore sensibilità dell'assorbimento di capitale determinano un aumento della pro ciclicità dell'attività di prestito delle banche.

Questi fattori hanno impoverito il contenuto dei rapporti banca-impresa, insieme a una serie di altri fattori. Il primo è la forte rotazione del personale nelle dipendenze delle banche dovuto all'apertura di molti nuovi sportelli bancari e a una concezione secondo la quale una minore familiarità con le imprese del territorio avrebbe determinato una maggiore indipendenza del personale della banca nelle decisioni di affidamento. Il secondo riguarda l'allontanamento del centro decisionale degli affidamenti rispetto al cliente, con conseguente miglioramento dell'oggettivizzazione dell'analisi. Il terzo riguarda la distruzione di competenze specialistiche di analisi d'impresa che risiedevano nei così detti "settoristi". Il quarto aspetto riguarda alcune modalità tecniche di costruzione dei rating a base statistica prescelte dalla maggior parte delle banche e sostanziatisi in due particolari e pericolose scelte tra loro interconnesse.

Dopo l'esplosione della crisi finanziaria le debolezze e l'inadeguatezze metodologiche, strategiche e regolamentari sopra riportate si sono mostrate in tutta la loro evidenza, tanto che nel 2009, il Governatore della Banca d'Italia ha chiesto alle banche di allocare il credito con più attenzione, cioè con metodologie meno meccaniche e che guardino orizzonti temporali più protratti e più coerenti con i cicli di business delle imprese. Le sue parole sono particolarmente chiare: "Ma è altrettanto importante che le banche nel decidere sul credito da dare usino tutta l'informazione loro disponibile; integrino i risultati dei metodi statistici di *scoring* – che perdono parte della loro capacità predittiva in momenti eccezionali – con la conoscenza diretta del cliente, delle sue effettive potenzialità di crescita e di redditività nel lungo periodo. Il radicamento territoriale del sistema bancario è prezioso; va utilizzato, dove è stato perso va ricostruito. Occorre valorizzare quanto più possibile le conoscenze sul campo, evitando un eccesso di automatismi. Esistono ampi margini di miglioramento. Alcune banche, anche grandi, stanno cominciando a muoversi in questa direzione, rivedendo modelli organizzativi e procedure decisionali". (Draghi M, 2009, 4)

Oggi si intravedono le prime concrete contromisure. Con riguardo alla rotazione del personale e in particolare dei direttori di filiale e dei gestori imprese, anche se non ci sono, evidenza di un concreto e misurabile raffreddamento di questo fenomeno, è ormai massima la consapevolezza dell'insoddisfazione dei clienti e del personale di rete di

fronte a questo fenomeno, di conseguenza bisogna attendere un cambiamento nel futuro per quanto riguarda questo tipo di problema.

Con riguardo al fenomeno dell'allontanamento dei centri decisionali in tema di concessione dei crediti rispetto alla dislocazione dei clienti, si sta oggi diffondendo una generale tendenza al decentramento decisionale, anche grazie all'adozione dei modelli divisionali. Per quanto riguarda la valorizzazione di competenze specialistiche di settore, ci sono alcuni primi segnali di un'inversione di rotta, in particolare in merito all'interesse verso la proposta di modificare il perimetro d'azione dei gestori imprese, riducendo la dispersione settoriale anche a costo di ampliare l'ambito di azione territoriale. Con riferimento ai problemi tecnici di costruzione dei modelli di *scoring* troppo miopi e troppo basati su dati di andamento auto-gestiti, in alcune delle principali banche vi sono i primi approfondimenti sulla costruzione di modelli con orizzonte di previsione più protratti e l'eliminazione delle informazioni di andamento dal modello di rating da usare per la concessione e revisione dei fidi.

Un vero ripensamento delle strategie e degli assetti organizzativi si è tuttavia avuta solo dopo della crisi. Con la crisi finanziaria del 2008 e la successiva crisi economica si è concretamente riscoperto il valore: (De Laurentis G, 2011, 140)

1. Dell'attività tipica della banca commerciale rispetto a quella della banca di investimento;
2. Dell'attività di prestito rispetto ad altre aree di attività della banca e alla finanza di mercato in particolare;
3. Del cliente-impresa rispetto ad altri segmenti di clienti;
4. Delle PMI rispetto ad altri segmenti di imprese;
5. Del presidio territoriale rispetto ad altre direttrici strategiche e organizzative.

Si è ricominciato a pensare che il modello di business delle banche commerciali debba attingere importanti margini economici dall'attività di servizio e d'impiego nei confronti della clientela tradizionale delle PMI. In questo quadro, il terreno competitivo si sposta quasi necessariamente dalle attività e dai prodotti alla relazione e alla difesa della base di clientela. Di conseguenza , la qualità del servizio e il livello di competenza

divengono criteri distintivi; la selezione del credito acquisisce un ruolo essenziale nelle performance delle banche.

Le nuove strategie centrate sul cliente, tecniche più avanzate di segmentazione della clientela, una più accurata e semplice differenziazione dei processi di servizio e analisi del rischio, politiche di offerta di prodotti/servizi integrati, una riconsiderazione delle politiche di frazionamento dei fidi (per cui ogni banca copre solo una quota del fabbisogno finanziario di una data impresa, anche medio-piccola, pur essendo spesso istituti di credito di dimensioni così ampie da aver raggiunto comunque livelli considerevoli di diversificazione del portafoglio) devono garantire questo bilanciamento alle imprese selezionate per essere servite con un reale orientamento relazione (De Laurentis G, 2011, 144).

Le valutazioni di fido *judgmental* innescano un proficuo scambio informativo tra funzione crediti e funzione commerciale, che, da un lato, potenzia la capacità di lettura dei fabbisogni del cliente e di assistenza dello stesso rispetto a quando possano fare banche concorrenti orientate a una logica di transazione e che adottino metodologie standardizzate a base statistica di analisi del rischio di credito; dall'altro, consente di aumentare la sicurezza delle decisioni di affidamento (De Laurentis G, 2011, 144). Le analisi *judgmental* possono essere suddivise in due principali categorie: quelle per fonti informative e quelle per fattori di rischio. Nelle prime i giudizi parziali intermedi sono espressi su aree di indagine che coincidono, nella sostanza, con le diverse principali fonti informative. Nei secondi si esaminano e danno giudizi intermedi secondo i fattori di rischio a cui il debitore è esposto.

L'analisi del merito del credito e la conseguente concessione di prestiti da parte delle banche si è fatta più attenta e più stringente negli ultimi anni.; si vuole infatti fare più attenzione rispetto al passato sul grado di rischio che determinati investimenti possiedono e sulle possibili difficoltà da parte delle aziende a remunerare il prestito.

## Capitolo 2

### La crisi d'impresa e le procedure concorsuali

#### 2.1 Introduzione

In questo capitolo si entra nel cuore del problema, partendo da una definizione di crisi d'impresa vista, sia da un punto di vista normativo, sia da un punto di vista più aziendalistico grazie alla visione che Guatri dà della crisi d'impresa. Successivamente si definisce lo stato di insolvenza, ovvero quello stadio successivo a cui porta una crisi d'impresa alla quale non si riesce a porre rimedio. Particolare attenzione viene data alle cause che possono essere classificate di natura interne ed esterna e agli indicatori di discontinuità aziendale che possono essere visti come dei piccoli campanelli d'allarme al possibile inizio di una crisi.

Particolare attenzione viene data nel caso di crisi di natura interna al ruolo che il management ha all'interno dell'individuazione e della crisi stessa. Molto spesso infatti è proprio a causa di manager incapaci di accorgersi tempestivamente della crisi che questa assume proporzioni difficilmente controllabili. Per questo motivo l'attività di controllo è oggi supportata da numerosi strumenti di diversa natura che ci consentono di monitorare l'andamento dell'impresa dall'interno.

Un primo strumento del quale il management si avvale è quello dell'analisi di bilancio e del calcolo dei relativi indici che consentono di dare una visione dell'andamento reddituale, patrimoniale e finanziario dell'azienda. Un altro contributo all'attività di controllo è dato senza ombra di dubbio dal controllo di gestione e dal budget. Quest'ultimo infatti attraverso il confronto fra dati a valori standard con dati ad effettivo rende possibile verificare l'andamento per aree gestionali specifiche. Con l'analisi delle variazioni inoltre è possibile monitorare il valore dei ricavi, dei prezzi, dei costi, e delle spese generali paragonando i dati elaborati a standard con quelli ad effettivo mettendo in evidenza il risultato del periodo considerato.

L'ultimo strumento utilizzato per la previsione di possibili stati di crisi e di insolvenza è il modello di *scoring* che, nei casi analizzati, ovvero realizzati da Altman e Alberici,

sono dei modelli econometrici multivariati che attraverso il calcolo di alcune variabili indipendenti, opportunamente ponderate con i relativi pesi, consentono di ottenere un risultato che confrontato con il punto di soglia massimo (*cut off*), mostra se l'impresa si trova in un buono stato di salute o in crisi.

Nella seconda parte del capitolo si dà spazio all'istituto del fallimento e delle procedure concorsuali. Per quanto riguarda la procedura fallimentare ci si è soffermati su quali sono i soggetti che possono accedere all'istituto e quali sono i parametri soglia che decretano lo stato di insolvenza per poter richiedere il fallimento; si è analizzata la procedura e quali sono i soggetti ad essa adibiti e infine si è dato un quadro di quali sono gli effetti del fallimento sull'imprenditore e sui creditori.

Per quanto riguarda le procedure concorsuali, invece, si descrivono i procedimenti del concordato fallimentare e del concordato preventivo. In particolar modo quest'ultimo istituto è molto utilizzato dagli imprenditori per trovare un accordo con i creditori senza dover ricorrere alla procedura fallimentare, senz'altro più lunga e pesante dal punto di vista dall'imprenditore.

In ultima analisi, si approfondisce il tema degli accordi di ristrutturazione dei debiti attraverso l'art. 182-bis, con i quali l'imprenditore si impegna, con la maggior parte dei creditori, a porre rimedio alla propria condizione di dissesto senza dover ricorrere al fallimento e con il pagamento invece di quei creditori che non intendono aderire al patto. Interessante è l'incremento che questo tipo di attività di *Turnaround* ha avuto negli ultimi anni in Italia, in particolar modo dopo la riforma fallimentare del 2012 che ha semplificato l'accesso alla procedura e reso più agevole lo svolgimento.

## 2.2 Le cause che conducono l'impresa al dissesto

Una crisi è sempre la risultante di una combinazione di eventi sfavorevoli interne ed esterni all'impresa. La chiave di lettura comune alle differenti classificazioni può essere quella della distinzione tra cause di crisi di matrice interna, ovvero organizzativa e gestionale, e cause di crisi di matrice esterna che possono essere ambientali e di contesto (Piciocchi, 2003, 22).

Un elemento distintivo della crisi d'impresa è dato dal grado di facilità e di certezza di individuazione delle cause sottostanti. L'analisi della situazione può condurre all'identificazione di più di una causa senza attribuire a ciascuna di esse lo stesso grado di certezza. Nell'analisi delle situazioni di crisi l'aspetto che da maggiori difficoltà consiste nel distinguere la presenza e nel valutare il peso di fattori soggettivi, fattori oggettivi interni e fattori oggettivi esterni. Il management aziendale solitamente tende ad attribuire carattere congiunturale a fenomeni strutturali sfavorevoli, rinviando gli interventi sulle aree di crisi rendendo più lungo e costoso l'eventuale processo di risanamento. Questo dipende dall'incapacità di valutare criticamente il proprio operato individuando le inefficienze strategiche ed operative della struttura imprenditoriale e manageriale, incapacità spesso legata al desiderio di non porre sotto esame le proprie capacità professionali.

Le cause soggettive e oggettive della crisi solitamente si combinano fra di loro perché non appare possibile giustificare una crisi soltanto per l'incapacità del management o esclusivamente per cause esterne o ambientali (Sciarelli, 1995, 16). In un'impostazione più generale si può affermare che la causa di un processo di crisi è dovuta all'incapacità delle risorse imprenditoriali e manageriali di governare una situazione di gestione divenuta più complessa. Di solito le situazioni di irreversibilità di una crisi non risiedono nelle avverse condizioni di mercato e nella decadenza inarrestabile del *core business* aziendale ma nell'incapacità imprenditoriale di trovare nuove formule di governo dell'azienda e di diversificare gli investimenti.

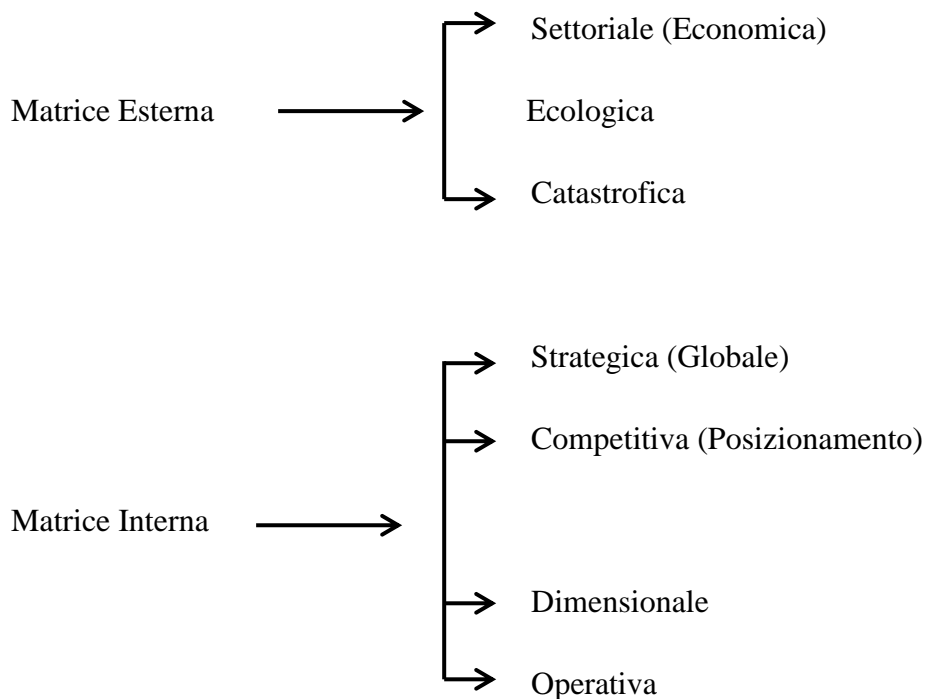
Anche se il fattore dominante può essere ricollegato all'evoluzione dell'ambiente e del mercato oppure alla mancata ristrutturazione ed innovazione dell'attività aziendale, è evidente che tra fenomeni evolutivi ambientali e carenze imprenditoriali esiste un

rapporto stretto. Ciò precisato è possibile tentare di distinguere situazioni di crisi a matrice esterna, nelle quali l'impatto di fattori al di fuori del controllo imprenditoriale è dominante e determinante, da situazioni di crisi a matrice interna, nelle quali gli errori strategici e organizzativi compiuti dal management aziendale rappresentano la causa dello stato patologico (Sciarelli, 1995, 17).

Le crisi a matrice esterna possono essere distinte in tre casi specifici in base all'ampiezza e agli eventi considerati: il caso più comune è quello della crisi settoriale che investe interi comparti dell'economia o particolari settori industriali, si tratta cioè di crisi che toccano ampi comparti dell'economia e che si riflettono, anche se con conseguenze differenti in rapporto alle specifiche strategie imprenditoriali. Le crisi settoriali possono avere cause specificamente economiche oppure cause ecologiche ed accidentali. Alle volte infatti i fenomeni di crisi si legano a disposizioni di protezione dell'ambiente naturale, di difesa delle specie animali, per cui l'andamento sfavorevole del settore è conseguenza di leggi influenti sulle condizioni di domanda e offerta. Questo secondo tipo di crisi può essere provocato dal verificarsi di eventi catastrofici che suggeriscono misure di proibizione o limitazione di certe produzioni. In conclusione si può affermare che le crisi settoriali possono essere prodotte da fenomeni economici, da fattori ecologici e da eventi catastrofici.

Per quanto riguarda le crisi a matrice interna, appare possibile una classificazione per gruppi senza tenere ovviamente conto delle alternative ricorrenti all'interno di ciascun gruppo. Questa tipologia di crisi può essere suddivisa in quattro classi (Sciarelli, 1995, 19):

- Crisi strategiche, dovute agli errori nella composizione del mix di portafoglio degli investimenti;
- Crisi di posizionamento, causate da errori nella scelta dei segmenti e delle nicchie di mercato da servire;
- Crisi dimensionali, collegate ad uno squilibrio tra potenzialità organizzative e risultati in termini di produttività, economicità e redditività;
- Crisi da inefficienza, correlate ad uno squilibrio tra costi e rendimenti dei fattori componenti la combinazione produttiva.



La classificazione pone in evidenza la varietà e la combinazione delle cause di una crisi aziendale, la cui individuazione richiede una particolare capacità di analisi e di diagnosi. Dai risultanti scaturenti da quest'ultima sarà infatti possibile disegnare correttamente le strategie di risanamento, definendo gli obiettivi, politiche, tempi e costi degli interventi necessari per riportare l'impresa nelle condizioni fisiologiche di equilibrio economico e finanziario.

### 2.3 Gli indicatori di discontinuità aziendale

Il presupposto di continuità aziendale è assunto dal legislatore come base per la redazione del bilancio e implica la capacità dell'impresa di operare come un'entità in funzionamento, in grado di continuare a svolgere la propria attività in un prevedibile futuro, senza che vi sia né l'intenzione né la necessità di metterla in liquidazione, di cessare l'attività o di assoggettarla a procedure concorsuali (Racugno, 2010, 209). La prospettiva della continuità dell'attività viene introdotta nel nostro ordinamento attraverso il documento n. 570 della Commissione paritetica per i principi di revisione;

documento che la Consob nel 2007 ha stabilito che venga adottato dalle società di revisione.

Il concetto di continuità aziendale può essere definito come un equilibrio dinamico dell'impresa: equilibrio patrimoniale, ove le attività devono essere superiori alle passività, equilibrio economico ove i ricavi superino i costi e finanziario ove le entrate superino le uscite monetarie.

Per guidare gli operatori nel processo di controllo e vigilanza, utili riferimenti si ritrovano nel Principio di revisione n. 570 – La continuità aziendale che analizza alcuni indicatori che segnalano minacce, suddividendoli in (Bauer, 2012, 22):

- Indicatori di tipo finanziario;
- Indicatori di tipo gestionale;
- Indicatori di altro genere.

Essi rappresentano la sintesi delle principali cause di dissesto delle imprese nel mondo che sono più simili di quanto non si creda. Prima di ricordarli, è bene far presente che molto raramente un dissesto aziendale emerge improvvisamente. Il problema e le difficoltà nascono nel tempo, vengono mal affrontate o non affrontate affatto e poi degenerano in una crisi globale risolvibile solo con significative ristrutturazioni, grandi sacrifici o chiudendo l'attività. Da tutto ciò emerge il motivo per esporre al meglio nella relazione sulla gestione l'analisi di rischi ed incertezze richiesta dall'art. 2428 – la relazione sulla gestione.

Sono indicatori finanziari:

- Situazioni di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo;
- Prestiti a scadenza fissa o prossimi a scadenza senza possibilità di rimborso o di rinnovo;
- Indicazioni di cessazione di sostegno finanziario di terzi finanziatori;
- Cash flow negativi;
- Incapacità di saldare i debiti alla scadenza;
- Incapacità di rispettare i *covenants*;
- Incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo dei prodotti.

Tra gli indicatori più importanti per valutare la situazione della gestione individuando segnali di discontinuità aziendale, i primi due (deficit patrimoniale o CCN negativo) rappresentano i tipici segnali di potenziali problemi di continuità aziendale. E' interessante analizzare se il cash flow negativo dipende dall'attività operativa o da un capitale circolante netto negativo, per cui le considerazioni da fare sono diverse. Nel primo caso vi sono aspetti molto più gravi da considerare, ad esempio i motivi per cui si originano i risultati negativi, mentre in caso di capitale circolante netto negativo l'azienda può forse essere risanata.

Le altre situazioni, quali quelle per finanziamenti a scadenza fissa o prossimi alla scadenza senza credibili prospettive di rinnovo o di rimborso o una eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine, sono state tra le ause scatenanti di molte crisi e dissesti nazionali e internazionali degli ultimi anni come ad esempio Parmalat o Cirio.

Sono indicatori gestionali:

- Perdita di amministratori o di dirigenti chiave;
- Perdita di mercati fondamentali, di contratti di distribuzione, di licenze o di concessioni;
- Difficoltà nel trattenere il proprio organico;
- Difficoltà nel mantenere il normale flusso di approvvigionamenti da fornitori importanti.

Molti di questi indicatori si notano durante le visite periodiche del sindaco/revisore e pongono problemi relativi ad aspetti di riduzione di mercati fondamentali, contratti di distribuzione, concessioni e licenze che molto spesso hanno causato crisi aziendali.

Altri indicatori sono:

- Capitale ridotto sotto il limite legale;
- Tutela ambientale non osservata con possibili pesanti sanzioni;
- Contenziosi legali o fiscali che, in caso di soccombenza, l'impresa non potrebbe assolvere come impegni di spesa;
- Modifiche legislative o fiscali con effetti sfavorevoli per l'impresa;

gli altri indicatori segnalano situazioni differenti. Alcuni di essi sono diventati molto importanti in questi anni, ad esempio quelli di tutela ambientale, spesso la mancata osservanza di tali norme pone seri problemi di sopravvivenza delle imprese. I danni provocati da inquinamento o smaltimento di rifiuti creano situazioni che richiedono cospicui accantonamenti per fondi rischi e risarcimenti di entità tale da portare rapidamente alla chiusura di stabilimenti e di imprese.

Lo stesso potrebbe dirsi per contenziosi legali e fiscali di tale entità da minare la sopravvivenza delle imprese o da incidere in modo così rilevante sul bilancio da indurre i soci a concludere la attività imprenditoriale. Infine non bisogna dimenticare le modifiche nella legislazione e le politiche governative che possono colpire la produzione di un bene o ridurla significativamente.

Lo IAASB – International Auditing and Assurance Standards Board a seguito della crisi economica ha aggiunto altri aspetti da considerare quali ad esempio:

- Difficoltà di pagamento dei finanziamenti alle scadenze fissate;
- Richieste di rientro dai limiti di credito concessi da istituti di credito;
- Perdite sui crediti o simili;
- Perdita di importanti mercati, licenze o fornitori principali;
- Capitale ridotto per perdite accumulate al di sotto dei limiti legali o non in conformità con gli obblighi di legge.

Vale la pena riflettere su uno degli effetti più importanti della crisi e cioè la mancanza o la gran difficoltà di ottenere credito per le imprese. La crisi infatti ha portato ad un generale raffreddamento del credito concesso con grave effetto a cascata sulla capacità delle imprese a perdurare nel tempo. Questo aspetto ha notevoli conseguenze per le imprese italiane in genere molto indebitate con il sistema bancario sia a breve che a medio termine; inoltre anche in caso di rinnovo dei fidi concessi le garanzie richieste sono aumentate considerevolmente, con il rischio di diventare insostenibili.

Ulteriori aspetti da considerare accuratamente nei bilanci sono:

- La possibilità di revoca dei fidi concessi;

- L'effetto di riduzione delle attività per perdite di valore che possano incrinare i *covenants* di riferimento dei prestiti in vigore;
- La possibilità di non osservare i *covenants* pattuiti che possono produrre un'immediata richiesta di rimborsi dei prestiti concessi;
- Il desiderio degli istituti di credito di non volersi impegnare in un rinnovo dei fidi in essere e di ogni loro ampliamento laddove richiesto;
- Un maggior ricorso a garanzie, fidejussioni;
- Difficoltà nell'incasso dei crediti.

Tutto questo non porta automaticamente a problemi di continuità aziendale ma merita un'attenta considerazione ed illustrazione nell'informativa di bilancio e nelle verifiche da svolgere. D'altro canto bisogna anche considerare i numerosi e variegati interventi di iniezioni di liquidità fatte dai governi in tutti i paesi a sostegno delle proprie economie che possono portare rapidamente a fenomeni inflattivi ed effetti molto diversi.

#### 2.4 La crisi d'impresa

La crisi può essere vista come una conseguenza dell'accumularsi di risultati sfavorevoli di gestione, dovuto all'incapacità del gruppo imprenditoriale e manageriale di governare i complessi rapporti tra dinamiche esterne ambientali e quelle interne aziendali. Uno stato di crisi d'impresa è caratterizzato da due aspetti: il carattere globale che esso assume e che compromette gli equilibri di fondo dell'impresa, e l'essere il risultato di un processo graduale di degenerazione (Sciarelli, 1995, 8).

Una crisi aziendale difficilmente può essere il risultato di un drastico ed improvviso cambiamento dell'ambiente, mentre di norma si configura come l'emersione in uno stadio finale, di un lento deterioramento nel tempo della strategia e della struttura aziendale. Una crisi è causata dunque dal protrarsi di tendenze sfavorevoli che produce danni progressivi all'equilibrio economico e finanziario e che di solito nella prima fase viene scambiata come una situazione temporanea contraria, per la quale è lecito attendersi lo spontaneo volgere positivo. Al contrario invece la crisi è un risultato di fatti strutturali, di alterazione profonda dei meccanismi di funzionamento dell'impresa,

di stati di gravi inefficienza e di inefficacia della gestione, non avvertiti tempestivamente dal management.

Una visione della crisi d'impresa da un punto di vista più aziendalistico prende spunto dalla definizione di crisi proposta in Italia da Guatri in termini di teoria del valore<sup>1</sup>, fondata da un lato sulla consapevolezza che l'impresa, inevitabilmente, nel corso del suo ciclo di vita dovrà affrontare momenti di crisi; dall'altro sulla comprensione che la crisi può essere correlata ad eventi aziendali ma anche al mutamento dell'ambiente esterno (Danovi, Quagli, 2012, 6).

Data l'equazione del valore<sup>2</sup>:

$$W = R/i$$

La crisi è correlata ad una variazione negativa in termini di valore, evidenziando come declino e crisi possano dipendere non solo da una diminuzione dei flussi, cioè causate da eventi interni, ma anche dal mutare delle condizioni di rischio dovute ad eventi esterni.

Anche se solitamente l'avvertimento della crisi avviene nel momento della sua manifestazione, ovvero quando la capacità di riequilibrio della struttura giunge al punto di rottura, è chiaro che si tratta di un accumulo di energia negativa che la struttura aziendale è riuscita fino ad un certo punto a sopportare in uno stato di latenza. Nel momento in cui la crisi si manifesta essa può essere qualificata utilizzando i tre seguenti caratteri (Sciarelli, 1995, 15):

- La sorpresa, ovvero la condizione psicologica del management della percezione improvvisa della gravità delle condizioni di salute dell'impresa. Tale carattere è funzione diretta del più o meno elevato livello di consapevolezza sulla reale condizione degli equilibri aziendali. Molto spesso il livello di emersione della crisi dipende da quanto questa abbia effetti sulle performance a breve termine dell'impresa;

---

<sup>1</sup> Secondo la teoria del valore l'impresa, in economia di mercato, perdura e si sviluppa solo generando nuovo valore: perciò la creazione di valore è la ragione essenziale della sua sopravvivenza a lungo termine.

<sup>2</sup> Dove W è il valore dell'impresa, R sono i flussi reddituali e i il coefficiente di attualizzazione che tiene conto del rischio.

- Il tempo di reazione che il management ha a disposizione per prendere opportuni provvedimenti. Spesso nella realtà è proprio questo carattere, influenzato direttamente anche dall'entità delle nuove risorse da investire per risollevare l'impresa, quello che più di tutti dà misura effettiva della gravità della crisi;
- La gravità della minaccia portata alla sopravvivenza dell'organizzazione. Si tratta, soprattutto di capire quanto gli equilibri aziendali sono stati compromessi, quanto è necessario investire per recuperarli e quale sia il livello di rischio correlato a tali investimenti.

Alla luce di queste considerazioni, è possibile affermare che un'impresa è in crisi quando non è in grado di raggiungere (sorpresa e/o tempo di reazione) o non raggiunge (gravità della minaccia) gli obiettivi coerenti con la finalità e la *mission* (Piciocchi, 2003, 12).

Una delle abilità fondamentali di chi governa l'azienda è, dunque, quella di cogliere tempestivamente le situazioni critiche, per evitare che esse portino ad una crisi aziendale irreversibile. Questo è compito del management che deve infatti riuscire ad evitare questo pericolo agendo tempestivamente ed efficacemente per fronteggiare gli eventi sfavorevoli che si presentano nel corso della gestione. Nella realtà purtroppo può accadere che il management non si renda conto del progressivo deteriorarsi della situazione aziendale e quindi, si trovi poi di fronte ad una crisi. In altri termini quest'ultima coinvolge sempre direttamente la responsabilità del gruppo di governo, incapace di individuare le cause di una crisi e di conseguenza inadatto a fronteggiarla con la dovuta tempestività. Nella vita dell'impresa il problema di fondo è quello di rendersi conto delle situazioni critiche e di valutare in tempo utile quando si configura uno stato di crisi rispetto al quale dover avviare un processo di risanamento aziendale prima che il dissesto si trasformi in insolvenza.

Un'altra definizione in ambito aziendalistico è data da Guatri che definisce la crisi di impresa come una manifestazione di tipo patologico, che può svilupparsi su più stadi (Guatri, 1986, 11).

In particolare vengono individuati quattro momenti di seguito illustrati:



**Figura 1: Stati di crisi d'impresa**

1. Il primo è quello degli squilibri e delle inefficienze più o meno forti rispetto alla concorrenza che il management è o non è in grado di riconoscere. In questa fase l'impresa opera con costi relativamente elevati che, però non sono ancora tali da generare perdite economiche consistenti ma solo minori margini di profitto;
2. Il secondo, conseguenza del perdurare degli squilibri e delle inefficienze, implica direttamente, perdite economiche. In tale condizione, le risorse aziendali vengono con diverti tempi ad essere erose. In un primo momento si riducono le riserve di bilancio e poi le quote di capitale; ma da un punto di vista sostanziale le conseguenze sono molto più gravi: la scomparsa della riserva di liquidità, l'aumento dell'esposizione debitoria e dei suoi costi di mantenimento, l'impossibilità di distribuire dividendi ai soci, la riduzione e/o l'annullamento delle risorse destinate allo sviluppo di aree funzionali come la R&S, il marketing, la formazione e l'addestramento del personale;
3. La terza fase è quella dell'insolvenza, caratterizzata dalla manifesta incapacità dell'impresa di far fronte agli impegni assunti attraverso il normale processo di gestione;
4. L'ultima fase è quella del collasso definitivo, del dissesto patrimoniale permanente e irreversibile che a meno di eventi eccezionali conduce alla scomparsa dell'impresa dal mercato.

Con il termine insolvenza invece, si designa lo stato soggettivo di impotenza di chi, sovra indebitato, non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. (Di Marzio, 2011, 17). Il concetto di insolvenza non è particolarmente facile da

comprendere; questo infatti dev'essere diviso in due fenomeni: la pre-insolvenza o pericolo di insolvenza e l'insolvenza conclamata e irreversibile. Per quanto riguarda l'ambito concorsuale l'insolvenza rappresenta una situazione di squilibrio finanziario, una crisi di liquidità, che comporta la difficoltà da parte del debitore di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni; l'insolvenza civile invece è da ricondursi a una perdita patrimoniale del debitore, tale da indurre il creditore a non poter più fare affidamento sulla consistenza del patrimonio dell'imprenditore.

## 2.5 Gli strumenti a tutela delle imprese per la prevenzione della crisi

### 2.5.1 Premessa

In un mondo come quello attuale in cui il dinamismo, la velocità di cambiamento e la capacità di innovare per restare competitivi, sono le principali caratteristiche attraverso le quali le aziende possono continuare ad operare, la necessità di indicatori che possono dare un giudizio oggettivo sul grado di salute delle imprese è sempre all'ordine del giorno.

Lo stato di crisi può essere più o meno reversibile e in quest'ottica, influiscono vari elementi, quali ad esempio, la qualità del management, la capacità di accesso al credito, le caratteristiche del settore, l'andamento macroeconomico, l'innovazione di prodotto, la visione dell'imprenditore. Questo insieme di condizioni è così eterogeneo che non esiste un sistema preciso e da seguire per fronteggiare e superare la crisi, tuttavia un atteggiamento attento e consapevole permette di cogliere in modo tempestivo le opportunità che progressivamente si presentano. La consapevolezza coinvolge due livelli (Fazzini, 2010, 56):

- Quello dell'azione, che si sostanzia nell'attitudine a formulare strategie coerenti ed efficaci nel medio periodo;
- Quello del controllo, che si concretizza nel dotarsi di strumenti interpretativi in grado di misurare l'efficacia delle strategie.

L'imprenditore che analizza la propria azienda spesso si trova ad operare con un'attenzione soggettiva che tende a non dare una reale ed affidabile situazione

patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa, causata da affetti e sentimenti che legano l'imprenditore a quest'ultima. Molto spesso infatti proprio per avere una visione più distaccata ed oggettiva le imprese si rivolgono a terzi, banche, società di revisione o di consulenza, che possono dare loro un contributo in termini di analisi più accurata e precisa di quello che è l'andamento dell'impresa e di come può essere combattuta l'eventuale crisi. La cosa fondamentale è che questi indicatori dello stato di salute dell'impresa, devono essere affidabili nel senso che devono contribuire a dare un'analisi chiara e veritiera dell'andamento dell'azienda, di rapido utilizzo, ovvero che deve essere facile per chi li utilizza applicarli alla propria attività e di risultato rapido cioè devono essere tempestivi nel fornire un dato che poi dev'essere analizzato dall'imprenditore.

Nella maggior parte dei casi chi è il proprietario dell'impresa non è in grado con i soli strumenti a propria disposizione di poter effettuare un'analisi accurata della situazione economico finanziaria e in altri casi non è in grado di saper effettuare le scelte migliori con le risorse a propria disposizione anche con un'analisi fatta dall'interno. E' per questo motivo che anche ad esempio con le operazioni di Turnaround attraverso l'uso di fondi di Private Equity che le imprese affidano lo studio preliminare dell'operazione ad una banca, che dovrà dare un giudizio di fattibilità in termini di convenienza e di costi.

Un fattore chiave per poter intervenire con tempestività è il tempo: l'imprenditore nella maggior parte dei casi si muove tardivamente con l'analisi della propria azienda, quando ormai la crisi è in uno stadio già avanzato; sapersi muovere in anticipo e con maggiore celerità talvolta può fare la differenza, cogliere la crisi all'inizio e con gli opportuni strumenti consente senz'altro una migliore campagna di risanamento aziendale.

Gli strumenti più utilizzati all'interno delle aziende per il controllo e la prevenzione della crisi sono l'analisi di bilancio, attraverso il calcolo dei relativi indici, che consentono di dare una rappresentazione dell'andamento economico finanziario e patrimoniale dell'impresa, il controllo di gestione che attraverso i propri meccanismi e il budget di esercizio consentono di verificare che l'andamento dell'attività proceda in maniera efficace ed efficiente, e i modelli di *scoring*.

### 2.5.2 L'analisi per indici

Utilizzando l'analisi per indici si pone in risalto la situazione aziendale da un punto di vista reddituale, finanziario e patrimoniale. Questa può aiutare a comprendere l'andamento reddituale dell'impresa, l'equilibrio tra le fonti e i fabbisogni finanziari e può dare le prime avvisaglie di eventuali difficoltà di cui l'azienda potrebbe iniziare a soffrire.

I dati che vengono utilizzati per la creazione di questi indici sono presi dallo stato patrimoniale riclassificato che rappresenta solo il primo passo nell'analisi della situazione finanziaria dell'impresa. I valori assoluti infatti perdono il loro valore informativo se non sono posti a confronto con ammontari a loro connessi. L'analisi finanziaria delle aziende viene attuata attraverso l'uso di indicatori che pongono a confronto dati correlati tra loro. Questa analisi deve essere poi completata con uno studio dinamico effettuato attraverso i flussi finanziari. Quindi il primo passo per una corretta determinazione degli indici, consiste nell'eliminazione dei dati che creerebbero distorsioni all'analisi, successivamente si può procedere alla riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico in modo tale che diano una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale dell'andamento della gestione aziendale.

L'analisi finanziaria attraverso gli indici prende spunto dalla seguente considerazione: le entrate e le uscite dell'impresa devono essere in equilibrio. Per monitorare l'esistenza di questo equilibrio l'attenzione viene rivolta a quattro <<settori>>: (Avi, 2007, 169):

- Equilibrio finanziario a breve termine;
- Equilibrio finanziario a lungo termine;
- Equilibrio finanziario globale d'impresa;
- Equilibrio finanziario fra dilazioni concesse ai clienti e dilazioni ottenute dai fornitori.

L'equilibrio a breve termine può essere monitorato attraverso un'analisi delle poste attive e passive a breve termine. Il primo confronto che viene effettuato per analizzare la situazione aziendale a breve si realizza mediante la contrapposizione fra l'ammontare dell'attivo a breve totale e del passivo a breve totale. Questo confronto consente di

evidenziare se i fabbisogni a breve sono in equilibrio con le fonti aventi le medesime caratteristiche di scadenza. Da quanto confronto fra valori assoluti, scaturisce la determinazione del margine di disponibilità il quale, a seconda delle ipotesi assume valori positivi o negativi:

Margine di disponibilità = Attivo a breve – Passivo a breve

La presenza di un margine di disponibilità negativo è sintomo di squilibrio finanziario mentre la determinazione di un margine di disponibilità positivo non garantisce la presenza di un equilibrio finanziario a breve e di conseguenza l'esistenza di una coerenza fra fonti e fabbisogni a breve termine.

Mettendo a rapporto l'attivo a breve con il passivo a breve ottengo l'indice di disponibilità:

$$\frac{\text{Attivo a breve termine}}{\text{Passivo a breve termine}} \quad (1)$$

L'analisi finanziaria a breve termine si completa determinando l'indice di liquidità che ha come obiettivo la verifica dell'esistenza di un equilibrio del breve nel breve termine. Questo indice viene calcolato raffrontando le liquidità aziendali con il passivo a breve:

$$\frac{\text{Liquidità immediate} + \text{Liquidità differite totali}}{\text{Passivo a breve termine}} \quad (2)$$

La differenza sostanziale fra l'indice di liquidità e quello di disponibilità è la presenza nel secondo delle scorte che invece in quello di liquidità non vengono conteggiate.

Per quanto concerne la situazione finanziaria a lungo termine il confronto tra valori si effettua contrapponendo l'ammontare dell'attivo a lungo termine con il totale del passivo a lungo + il patrimonio netto, ovvero con le fonti a lungo termine. Questo confronto consente di evidenziare se i fabbisogni a lungo sono in equilibrio con le fonti aventi le medesime caratteristiche di scadenza. Da questo confronto fra valori assoluti nasce il margine di struttura che è così rappresentato:

$$\text{Margine Struttura} = (\text{Passivo a lungo} + \text{Patrimonio netto}) - \text{Attivo a lungo} \quad (3)$$

La presenza di un margine di struttura negativo è sintomo di squilibrio finanziario mentre la determinazione di un margine di struttura positivo evidenzia una situazione contraddistinta da una sostanziale coerenza fra fonti e fabbisogni a breve termine.

L'equilibrio finanziario globale dell'impresa viene monitorato mediante l'utilizzo dell'indice di indebitamento:

$$\frac{\text{Capitale Investito}}{\text{Patrimonio Netto}} \quad (4)$$

L'indicatore di indebitamento può essere determinato confrontando il totale capitale investito e il totale patrimonio netto.

L'equilibrio finanziario fra dilazioni concesse ai clienti e le dilazioni ottenute dai fornitori viene monitorato confrontando la durata media dei crediti e la durata media dei debiti. La durata media dei crediti viene determinata confrontando i crediti commerciali esistenti al momento di chiusura dei conti e le vendite giornaliere:

Crediti commerciali al lordo del fondo svalutazione crediti (5)

---

(Vendite + Iva)/360

La durata media debiti commerciali viene determinata in modo analogo alla durata media dei crediti:

Debiti Commerciali (6)

---

(Acquisti di materie prime e sussidiarie + Iva)/360

Il confronto fra la durata media debiti e la durata media crediti rappresenta un passaggio fondamentale al fine di valutare l'equilibrio finanziario dell'impresa. Una disomogeneità delle durate a sfavore della durata media debiti indicherebbe infatti la presenza in azienda di una discrasia fra dilazioni ottenute dai fornitori e dilazioni concesse ai clienti; un'eventuale durata media crediti inferiore alla durata media debiti significherebbe invece una differenziazione dei pagamenti a favore dell'impresa (Avi, 2007, 176).

L'analisi del conto economico mira a verificare l'attitudine dell'impresa a produrre un reddito sufficiente a coprire i costi e a generare profitti, in misura tale da mantenere un equilibrio che giustifichi gli investimenti effettuati. La maggior parte degli indici utilizzabili a tal fine, è volta alla misurazione della redditività, che rappresenta la capacità dell'impresa di generare nel tempo un reddito che remunererà il capitale. La redditività è un concetto tendenzialmente soggettivo, in quanto è legato a vari fattori fra cui ricordiamo: il rischio operativo, il livello di indebitamento, l'ammontare e la qualità del capitale investito, il contesto di riferimento, l'andamento economico generale, l'orizzonte temporale (Fazzini, 2010, 51).

L'analisi di reddituale di un'impresa viene effettuata contrapponendo l'utile o la perdita dell'esercizio, al capitale che ha prodotto quel reddito. L'indice che consente questa analisi viene definito come redditività del patrimonio netto, o meglio ROE:

$$\frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Patrimonio Netto}} \quad (7)$$

Il lato positivo è rappresentato dal fatto che con un semplice indice, l'analista riesce a valutare l'andamento reddituale globale dell'impresa, circostanza che non potrebbe verificarsi dalla mera analisi dei valori assoluti. Tuttavia il limite del ROE è invece rappresentato dalla intrinseca mancanza di analiticità del ratio; un andamento positivo della redditività del patrimonio netto non consente di esprimere immediatamente un giudizio positivo sulla situazione reddituale dell'impresa in quanto l'aumento del ROE, magari anche estremamente elevato, potrebbe dipendere esclusivamente da fattori non caratteristici e di natura occasionale (Avi, 2007, 179).

La redditività del capitale investito è l'indice che contrappone il totale capitale investito al reddito prodotto da tale patrimonio, ovvero il reddito operativo. L'analisi di tale ratio si propone l'obiettivo di approfondire l'andamento della redditività operativa aziendale. Il primo fattore che influenza la redditività globale di impresa viene definito redditività del capitale investito. Tale ratio è generalmente individuato con l'acronimo ROA (Return on Assets):

$$\frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}} \quad (8)$$

La determinazione della redditività del capitale investito rappresenta un elemento estremamente rilevante ai fini dell'analisi di bilancio. Comprendere infatti quale parte della redditività del capitale netto è dovuta alla redditività del capitale investito consente

di esprimere un giudizio sulla situazione economica dell'impresa certamente più completo rispetto a quello che si potrebbe esplicitare analizzando esclusivamente il Roe. Nonostante ciò l'analisi dell'andamento della redditività del capitale investito non consente ancora di comprendere come è stata gestita l'attività caratteristica dell'impresa, informazione quest'ultima necessaria affinché si possa esprimere un giudizio congruo sulla situazione economica aziendale.

La redditività del capitale investito deriva dalla contrapposizione del reddito operativo della gestione caratteristica al capitale investito in tale attività. Questo indice prende il nome di ROI:

$$\frac{\text{Reddito Gestione Caratteristica}}{\text{Capitale Investito nella Gestione Caratteristica}} \quad (9)$$

Dall'analisi del Roi si può comprendere come è stata gestita l'attività caratteristica. Tale informazione rappresenta un elemento essenziale nell'ambito dell'analisi reddituale in quanto l'attività tipica d'azienda dovrebbe rappresentare il focus dell'attività imprenditoriale. Tuttavia l'analisi dell'andamento dell'indice di redditività non consente però di ricercare la causa dell'andamento di tale indice; affinché tale ricerca possa essere effettuata è necessario individuare i fattori che influenzano la gestione dell'attività caratteristica.

La redditività delle vendite è l'indice che contrappone il reddito operativo della gestione caratteristica ai ricavi di quest'ultima, questo indice prende il nome di ROS:

$$\frac{\text{Reddito Operativo della Gestione Caratteristica}}{\text{Ricavi della Gestione Caratteristica}} \quad (10)$$

Tale indice rappresenta l'aspetto reddituale della redditività operativa della gestione caratteristica in quanto al numeratore è indicato il reddito prodotto dallo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa. Un buon valore di tale indice è quello che si attesta sul

6-7% nei casi di aziende industriali, e superiore al 2-4% nei casi di imprese commerciali. Questa analisi consente pertanto di esprimere un giudizio sulla gestione dei costi e di ricavi caratteristici di impresa.

### 2.5.3 Il controllo di gestione

Il controllo di gestione nasce dalla necessità di monitorare all'interno dell'azienda l'andamento delle variabili critiche collegate all'andamento temporale. Infatti occorre trovare un bilanciamento tra efficacia, efficienza, breve periodo e medio lungo periodo, e questo bilanciamento tra spinte contrapposte avviene attraverso un idoneo sistema di indicatori che si realizza attraverso l'attività decisionale del manager addetto al controllo.

Il controllo di gestione attraverso la tecnica del budget si sviluppa in due fasi (Aloi, 2012, 207):

- La definizione degli obiettivi;
- Controllo dei risultati conseguiti.

La prima fase riguarda il processo di predeterminazione dei dati, la seconda fase riguarda la rilevazione dei risultati effettivi e il confronto fra questi e i dati di budget per verificare il livello di realizzazione degli obiettivi; la verifica si effettua attraverso la rilevazione degli scostamenti che possono essere favorevoli o sfavorevoli.

I sistemi di pianificazione e controllo prevedono tre livelli di pianificazione che si sviluppano in verticale quindi seguendo un livello di responsabilità decisionali crescente. Il vertice della piramide, ovvero l'alta direzione, definisce e indica le strategie di sviluppo e d'investimento che si sviluppano nel tempo in funzione della durata del piano a medio e lungo termine; i responsabili delle aree funzionali, ovvero produzione, vendite, finanze, hanno il compito di realizzare il contenuto del piano strategico attraverso il budget che contiene solo obiettivi annuali o infrannuali. Gli operativi hanno la responsabilità dell'impiego ottimale delle risorse, rispettando e facendo rispettare innanzitutto gli standard. Tutto questo verificato periodicamente man mano che le risorse messe a disposizione degli operativi sono da essi utilizzate, si

realizza così la fase di controllo. Il controllo inizia dalla base della piramide aziendale infatti ciascun responsabile operativo deve dimostrare: come ha impiegato le risorse messe a sua disposizione, se ha rispettato gli standard e i target, perché non li ha migliorati nel caso ne avesse avuto la possibilità.

Il responsabile operativo deve rendere conto periodicamente del suo operato al responsabile dell'area funzionale da cui dipende; a quest'ultimo spetta il compito di programmare, coordinare e controllare l'attività della gestione operativa. Ciascun responsabile di area funzionale a sua volta, deve rendere conto dei risultati conseguiti, periodo per periodo, all'alta direzione la cui valutazione è legata al grado di realizzazione degli obiettivi fissati nei budget di competenza.

Questa è la procedura del reporting, ovvero dei rapporti periodici alla direzione. I rapporti affinché possano essere ritenuti efficaci ed attendibili è opportuno che abbiano una cadenza mensile. Quanto più l'informazione è tempestiva, tanto più efficaci saranno le decisioni conseguenti. La funzione del reporting è di mettere a confronto i dati effettivi, rilevati dalle contabilità, con quelli corrispondenti contenuti negli elaborati di budget: è questa la vera e propria operazione di controllo dei risultati. Dal confronto tra il risultato effettivo e budget scaturisce lo scostamento ottenuto come differenza tra i due valori. Gli scostamenti possono essere di prezzo, di quantità per quanto riguarda i costi variabili, di volume di efficienza e di spese generali per i costi fissi, e infine scostamenti di ricavo. Questo genere di calcolo dà l'opportunità al management insieme al controller di poter confrontare a consuntivo i dati dedotti inizialmente, denominati a standard, con i dati al tempo reale, ovvero quelli effettivi.

Nel campo dei costi, uno scostamento favorevole significa che i costi effettivamente sostenuti sono stati inferiori a quelli predeterminati mentre uno scostamento sfavorevole significa che gli standard non sono stati rispettati. Le cause che danno origine agli scostamenti possono essere di natura interna e riguardano dunque l'efficacia e l'efficienza, o di natura esterna dovute a variabili che influenzano solitamente l'ambiente nel quale l'azienda opera.

Un altro strumento che viene utilizzato all'interno dell'impresa per verificarne l'andamento positivo o negativo, prendendo specifici parametri di confronto, è il

budget, che è un parametro obiettivo del management. Il budget è infatti un elaborato manageriale che contiene obiettivi da raggiungere, definiti e concordati con i quadri operativi impegnati nella realizzazione e perciò consapevoli e responsabili di tale realizzazione sino al limite estremo, in caso d'insuccesso, di rimetterci la carriera e perfino il posto di lavoro (Aloi, 2012, 27). Dunque il budget può essere definito come un processo mediante il quale si fissano gli obiettivi di ciascun settore aziendale relativi ad un anno di gestione, suddiviso in sotto periodi, che possono essere settimane, mesi, bimestri o trimestri. Alla fine di ogni periodo selezionato si mette a confronto gli obiettivi con i risultati effettivamente raggiunti, così si può avere una verifica del grado di realizzazione attraverso il calcolo delle variazioni. L'analisi degli scostamenti in questo caso sarà utile perché consentirà di individuare le cause e di esprimere un giudizio sull'operato dei singoli responsabili delle aree specifiche per le quali è stato redatto il budget. Ci sono principalmente due momenti fondamentali nel processo di realizzazione di un sistema basato sull'utilizzo del budget: la predeterminazione e il controllo. Il primo riguarda la definizione e la fissazione degli obiettivi mentre il secondo è la verifica del grado di realizzazione degli obiettivi, sulla base dei risultati effettivamente conseguiti nel periodo considerato.

Il budget pertanto risulta avere un ruolo determinante non solo nella previsione di possibili difficoltà aziendali, potendo confrontare i parametri prefissati all'inizio del periodo con quelli realmente conseguiti, ma anche per la distinzione che al suo interno è possibile fare per aree operative all'interno dell'azienda stessa.

#### 2.5.4 I modelli di *scoring*: il modello di Altmann e di Alberici

I modelli di *scoring* sono ottenuti dall'opportuna combinazione della tradizionale analisi di bilancio e di particolari metodiche matematico-statistiche. La tecnica dell'analisi di bilancio permette una valutazione prospettica delle condizioni di operatività aziendale grazie alla lettura ed all'interpretazione del trend storico delle grandezze calcolate; la statistica riduce al minimo la componente soggettiva nelle valutazioni sullo stato di salute delle aziende. Un modello predittivo si propone di focalizzare l'attenzione del

diagnostica su un limitato spettro di variabili esplicative, ritenute di peculiare significatività per la rappresentazione del complesso fenomeno di crisi.

I vantaggi connessi all'utilizzo di un modello econometrico per la previsione delle condizioni di operatività di un'azienda sono principalmente due (Danovi, 2012, 143):

- La sostanziale semplificazione delle fasi di elaborazione e di interpretazione delle informazioni;
- Il maggior grado di attendibilità nell'apprezzamento sul futuro evolversi dello status dell'unità produttiva.

L'agevolazione nello stadio di elaborazione consegue alla circoscrizione degli aspetti del fenomeno che necessitano di essere monitorati e valutati. La facilitazione in fase interpretativa si collega al rigore che vincola il processo di formulazione del giudizio a seguito dell'applicazione del modello. E ciò grazie alla rigorosa definizione di alcuni parametri di confronti, detti parametri soglia, rispetto ai quali le informazioni ottenute dall'applicazione dello strumento devono essere apprezzate. Lo strumento predittivo definisce una linea di confine, denominata parametro soglia, che permette di distinguere nettamente la classe delle aziende problematiche da quelle in salute.

Il maggior grado di affidabilità rispetto alle tradizionali analisi è frutto dell'introduzione delle metodiche statistiche che, limitando il grado di soggettività interpretativa riducono sensibilmente la possibilità di errori di valutazione o giudizi condizionati. Nel campo dei modelli predittivi sono i modelli elaborati con la tecnica dell'analisi discriminante multivariata lineare<sup>3</sup>. In base a questa tecnica il modello viene a configurarsi come una semplice funzione di primo grado ottenuta dalla ponderazione di più indici di bilancio selezionati opportunamente.

Il modello Z' Score si configura, in termini analitici, con la seguente funzione lineare (Altman, 1993, 202):

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5 \quad (11)$$

---

<sup>3</sup> La metodica discriminante si fonda sull'assunto per cui l'universo oggetto di indagine possa essere suddiviso in sottogruppi aventi caratteristiche: omogenee, per li elementi inclusi in ciascun raggruppamento; eterogenee, per elementi appartenenti a gruppi diversi.

Le variabili indipendenti, indicate con i simboli  $X_n$ , sono:

$$X_1 = \frac{\text{Capitale Circolante Netto}}{\text{Capitale Investito}} \quad (12)$$

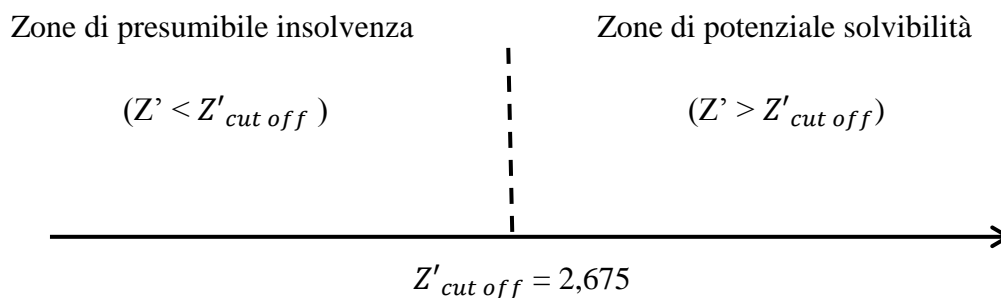
$$X_2 = \frac{\text{Utili Accumulati e non Distribuiti}}{\text{Capitale Investito}} \quad (13)$$

$$X_3 = \frac{\text{Reddito al Lordo degli Oneri Finanziari delle Imposte}}{\text{Capitale Investito}} \quad (14)$$

$$X_4 = \frac{\text{Capitale Contabile del Patrimonio Netto}}{\text{Valore Contabile dei Debiti Totali}} \quad (15)$$

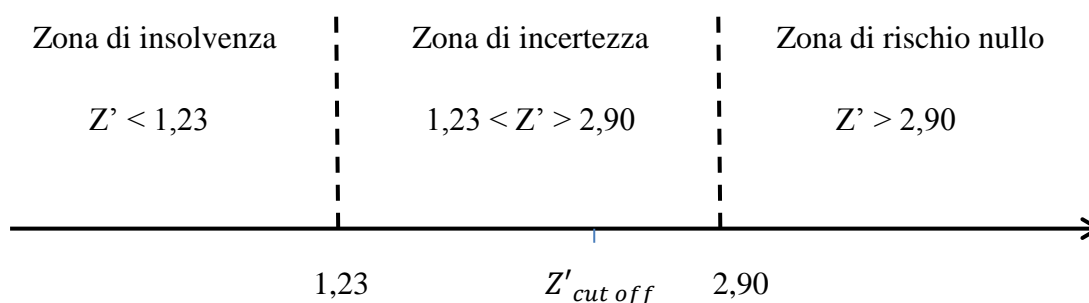
$$X_5 = \frac{\text{Ricavi di Vendita}}{\text{Capitale Investito}} \quad (16)$$

Per l'applicazione di tale strumento predittivo è sufficiente risolvere l'equazione, sostituendo ai parametri indipendenti i valori di bilancio corrispondenti per l'azienda esaminata. Il risultato ottenuto è denominato score, o punteggio. Tale valore deve poi essere confrontato con il parametro soglia, noto come punto critico, o di *cut off*. Solo da questo raffronto infatti le aziende esaminate possono essere qualificate come sane o problematiche. Il punteggio di *cut off* del modello  $Z'$  score corrisponde ad un punteggio pari a 2,675. Rispetto a questo valore vengono classificate come potenzialmente sane le combinazioni che presentano uno score superiore; all'opposto le aziende con punteggio inferiore a tale soglia sono da considerarsi casi di presumibile fallimento.



Oltre al punto di cut off, per lo Z' Score è stata identificata una particolare zona di valori, detta zona di incertezza o di indifferenza (gray area), per la quale si ritiene non sia possibile esprimere un giudizio netto in merito alle condizioni di operatività della combinazione investigata. Questa area è risultata compresa tra due parametri che ne delimitano i confini: 2,90 per il limite superiore e 1,23 per quello inferiore. Un'azienda con un punteggio compreso tra tali valori non è assegnabile con immediatezza ad uno dei due gruppi di classificazione. In questo caso è necessario raccogliere informazioni aggiuntive e indagini più approfondite per poter qualificare fondatamente l'azienda osservata come fisiologica o patologica. Tenendo conto della zona di indifferenza le possibili aree di qualificazione delle unità produttive diventano tre: di rischio nullo, di incertezza, di sicura insolvenza. Con maggiore dettaglio le aziende sono classificate come:

- Sane, con score superiori a 2,90;
- Di dubbia sorte, con score compresi tra 1,23 e 2,90;
- Insolventi, con score inferiori a 1,23.



Diversamente da Altman, Alberici formula cinque differenti versioni di un modello ognuna delle quali deve essere applicata ad uno specifico anno del quinquennio che precede il fallimento della combinazione economica. Le funzioni elaborate sono risultate le seguenti (Alberici, 1975):

$$Z_{-5} = -0,00401X_1 + 0,00203 X_2 + 0,00346 X_3 - 0,02201 X_4 + 0,01374 X_5 + 0,00108 X_6 - 0,00417 X_7 \quad (17)$$

$$Z_{-4} = 0,00164 X_1 + 0,00350 X_2 - 0,01659 X_3 - 0,04353 X_4 + 0,04026 X_5 + 0,00013 X_6 + 0,00013 X_7 \quad (18)$$

$$Z_{-3} = -0,00213 X_1 + 0,00319 X_2 + 0,00421 X_3 - 0,02482 X_4 + 0,01613 X_5 + 0,00055 X_6 + 0,00319 X_7 \quad (19)$$

$$Z_{-2} = 0,00004 X_1 + 0,01528 X_2 + 0,03013 X_3 - 0,07389 X_4 + 0,07658 X_5 - 0,000446 X_6 + 0,004828 X_7 \quad (20)$$

$$Z_{-1} = 0,00182 X_1 - 0,02579 X_2 + 0,00489 X_3 - 0,05184 X_4 + 0,00295 X_5 - 0,03831 X_6 + 0,01538 X_7 \quad (21)$$

Ogni modello differisce dagli altri solo per i pesi di ponderazione associati ad ogni variabile indipendente che, come si osserva chiaramente rimangono le medesime per l'intero periodo di analisi. I sette parametri discriminanti inclusi nelle funzioni sono:

$$X_1 = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Attività Totali}} \quad (22)$$

$$X_2 = \frac{\text{Debiti Totali}}{\text{Attività Totali}} \quad (23)$$

$$X_3 = \frac{\text{Capitale Netto}}{\text{Immobilizzazioni Nette}} \quad (24)$$

$$X_4 = \frac{\text{Capitale Netto+Debiti Consolidati}}{\text{Immobilizzazioni Nette}} \quad (25)$$

$$X_5 = \frac{\text{Attività Correnti}}{\text{Passività a Breve Termine}} \quad (26) \quad X_6 = \frac{\text{Attività Liquide}}{\text{Passività a Breve Termine}} \quad (27)$$

$$X_7 = \frac{\text{Passività a Breve Termine}}{\text{Attività Totali}} \quad (28)$$

La motivazione che ha indotto l'autore italiano a realizzare cinque diversi modelli predittivi è la convinzione che tali strumenti debbano essere adatti non solo alla particolare tipologia di aziende che si intende investigare ma anche al periodo temporale in cui l'indagine viene condotta. L'elaborazione di cinque distinte funzioni ha comportato necessariamente la determinazione di altrettanti punti di cut off.

**Tabella 1: punti di cut off del modello di Alberici**

Anno	Punto di cut off
Z <sub>-5</sub>	5,494
Z <sub>-4</sub>	34,229
Z <sub>-3</sub>	120,22
Z <sub>-2</sub>	7192,602
Z <sub>-1</sub>	92,708

## 2.6 Il fallimento

Quando la situazione della crisi d'impresa si trova in uno stato di irreversibilità, una volta accertata l'insolvenza e l'impossibilità a proseguire la propria attività non c'è altra soluzione che quella dell'istituto del fallimento che può essere richiesto dal debitore, dal creditore e dal tribunale fallimentare dove ha sede l'impresa dell'imprenditore.

Esistono una serie di presupposti affinché la dichiarazione di fallimento possa avere luogo e sono i seguenti: la qualità di imprenditore commerciale del debitore; lo stato di insolvenza dello stesso, il superamento di almeno uno dei limiti dimensionali fissati dall'art. 1 2° comma l. fall.; la presenza di inadempimenti complessivamente superiori all'importo fissato per legge (Campobasso, 2010, 581).

Particolare attenzione va fatta per quanto riguarda le soglie superate le quali può scattare la procedura fallimentare, infatti non sono soggetti alle procedure del fallimento gli imprenditori che dimostrino il possesso congiunto dei seguenti requisiti (r.d.l n.267-1942):

- Aver avuto, nei tre esercizi antecedenti, la data di deposito della istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, un attivo patrimoniale di ammontare complessivo annuo non superiore a 300 000 euro;
- Aver realizzato, in qualunque modo risulti, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore,

ricavi lordi per un ammontare complessivo annuo non superiore ad 200 000 euro;

- Avere un ammontare di debiti anche non scaduti non superiore a 500 000 euro.

Nel caso in cui anche solo uno di questi limiti monetari fosse superato e fosse verificate le altre condizioni sopra citate, la crisi d'impresa può intraprendere la strada che conduce al fallimento dell'imprenditore titolare dell'impresa stessa.

Il fallimento è caratterizzato sostanzialmente da due principi: il principio soggettivo e quello oggettivo. Per quanto riguarda i requisiti soggettivi per l'assoggettabilità al fallimento sono definiti dall'articolo 1 della l. fall., come modificato da con il d.lgs. 169/2007, tale norma individua come soggetto sottoposto alla disciplina sul fallimento e sul concordato preventivo, l'imprenditore che non abbia natura pubblicista ed eserciti attività commerciale (Di Paola, 2012, 2). Per il requisito oggettivo invece ci si rifà all'art. 5 della legge fallimentare che sottolinea come l'imprenditore preso in esame all'art.1 debba essere in stato di insolvenza, concernente un grave stato di crisi economica che si manifesta con inadempimenti od altri esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. Si ha una situazione di insolvenza quando risulta impossibile l'adempimento di una o più obbligazioni da parte dell'imprenditore. Ci sono però anche altri fattori che possono far sì che l'insolvenza si realizzi e possono essere: pagamenti con mezzi anormali, la fuga o la latitanza dell'imprenditore, la chiusura dei locali dell'impresa.

### 2.6.1 I soggetti del fallimento

Nella procedura concorsuale operano diverse figure che sono individuate e descritte dalla legge fallimentare, queste sono: il tribunale fallimentare, il giudice delegato, il curatore e il comitato dei creditori. Ognuna di questi componenti risulta essenziale per il regolare svolgimento dell'attività di fallimento che viene da essi condotta dall'avviamento della dichiarazione del fallimento da parte del tribunale fino alla liquidazione dei creditori.

Il tribunale è l'organo più importante della procedura e opera sia da un punto di vista amministrativo sia giudiziario. Dal punto di vista delle attribuzioni di carattere amministrativo il tribunale sta al vertice della struttura, infatti secondo l'art.23 << il tribunale che ha dichiarato il fallimento è investito dell'intera procedura>>; tuttavia non può annullare o riformare d'ufficio i provvedimenti del giudice delegato e non può sostituirsi a lui nello svolgimento delle sue funzioni (Bassi, 2009, 78). Quando non è di competenza del giudice delegato il tribunale deve nominare o revocare gli organi della procedura. Come organo giurisdizionale il tribunale ha il compito di conoscere tutte le azioni che derivano dalla dichiarazione di fallimento, quindi il tribunale funge come da calamita per tutte le controversie in cui è coinvolta l'impresa.

Secondo l'art. 25 il giudice delegato esercita le funzioni di vigilanza e controllo sulla regolarità della procedura. L'esercizio della funzione di vigilanza affidata al giudice delegato comporta, la verifica e la valutazione dell'attività di gestione tramite le relazioni del curatore, nonché attraverso la convocazione da parte del giudice delegato dello stesso curatore, oltre che del comitato dei creditori. L'art. 31 al primo comma attribuisce la vigilanza sul curatore sia al giudice delegato che al comitato dei creditori, per esercitare il potere di controllo invece si avvale delle relazioni del curatore, al quale può inoltre chiedere chiarimenti, notizie e documenti.

Il curatore, secondo l'art. 27 l. fall., è nominato con la sentenza di fallimento, o in caso di sostituzione o di revoca, con decreto del tribunale (Di Paola, 2012, 78). Il ruolo del curatore può essere ricoperto da avvocati, dottori commercialisti, ragionieri e dopo la riforma può essere nominato curatore anche uno studio professionale associato con l'obbligo di indicare all'atto la persona fisica che si assume la responsabilità dell'operazione. Il curatore è un pubblico ufficiale che non ha bisogno di nessuna autorizzazione per agire, si occupa della liquidazione del patrimonio dell'impresa dichiarata fallita e la ripartizione del ricavo tra i creditori.

L'art. 40 l.fall indica la funzione del comitato dei creditori come quella di potere di autorizzazione degli atti del curatore. Il comitato concorre insieme al curatore nell'attività di amministrazione e liquidazione del patrimonio fallimentare; esso è nominato dal giudice delegato entro 30 giorni dalla sentenza di fallimento. Possono essere eletti i titolari di un diritto di credito di natura monetaria o di un diritto alla

consegna o rilascio di un bene. Il comitato dei creditori in origine aveva una funzione consultiva alla quale è stata affiancata con la riforma una funzione di vigilanza sull'operato del curatore e una funzione di autorizzazione rispetto agli atti dello stesso nelle ipotesi previste dalla legge, è inoltre attribuito il compito di effettuare le valutazioni sulla convenienza economica delle operazioni di liquidazione (Di Paola, 2012, 94).

## 2.6.2 Il procedimento di fallimento

In primo luogo il fallimento può essere richiesto da uno o più creditori, dal debitore o dal pubblico ministero. Infatti affianco alla figura classica dei creditori viene oggi riconosciuto il diritto al fallimento anche all'imprenditore che ne richiede l'istanza; il pubblico ministero può, secondo l'art. 7 l.fall può richiedere il fallimento, quando l'insolvenza risulti nel corso di un procedimento penale oppure quando risulti da segnalazione proveniente dal giudice che l'abbia rilevata nel corso di un procedimento civile ed inoltre, anche se non è un organo del fallimento, può intervenire con misure restrittive della libertà personale dell'imprenditore sia con provvedimenti cautelari che riguardano il patrimonio del fallito.

L'istruttoria prefallimentare tende non solo a garantire la difesa del debitore, infatti al debitore è stato concesso di presentare memorie, documenti e relazioni tecniche, ma anche a valutare la situazione effettiva dell'impresa ai fini della prosecuzione o dell'interruzione dell'attività (Bassi, 2011, 70).nel corso dell'istruttoria prefallimentare, a norma dell'art. 15 l.fall attraverso un decreto apposto in calce al ricorso, il tribunale deve convocare il fallendo e i creditori istanti, per ascoltarli in pieno contraddittorio e garantendo al debitore il diritto di difesa; questo decreto è sottoscritto dal presidente del collegio, ovvero dal giudice relator. Nella fase istruttoria sono ammesse tutte le tipologie di prova precostituite o documentali che possono essere: dichiarazioni scritte di terzi, interrogatorio libero delle parti, ispezioni, ordine di esibizione di documenti, consulenza tecnica d'ufficio, richiesta di informazioni e documentazione alle pubbliche amministrazioni. In questa fase il tribunale può disporre che l'imprenditore depositi una situazione patrimoniale economica e finanziaria aggiornata e nell'eventualità che si

renda necessario può emanare provvedimenti cautelari e conservativi, destinati a essere confermati o revocati dalla sentenza di fallimento.

Secondo l'art. 16 l. fall., la sentenza dichiarativa di fallimento è pronunciata in camera di consiglio ed è il provvedimento con cui il tribunale decide due aspetti fondamentali per il proseguo dell'attività:

- Definisce il procedimento per la dichiarazione di fallimento;
- Apre il procedimento di liquidazione concorsuale, disciplinandone lo svolgimento.

Prima della sentenza il tribunale ha la possibilità se lo ritiene opportuno di svolgere indagini preliminari volte a verificare la sussistenza dei presupposti oggettivi e soggettivi del fallimento e ha l'obbligo di ascoltare il debitore pena la nullità della successiva sentenza dichiarativa del fallimento, il debitore e ciò allo scopo di garantire allo stesso il diritto di difesa (Di Paola, 2012, 54). Una volta che sono state compiute tutte operazioni previste dalla legge il tribunale pronuncia la sentenza che può essere di dichiarazione di fallimento o di rigetto dell'istanza.

La sentenza è emanata dal tribunale dove ha sede l'impresa dell'imprenditore e produce i suoi effetti dalla data di pubblicazione, tuttavia gli effetti nei riguardi dei terzi si producono dalla data di iscrizione nel registro delle imprese. Il contenuto della sentenza di fallimento è quello previsto per le sentenze dall'art. 132 c.pc. quindi essa deve contenere: l'indicazione del tribunale che ha dichiarato il fallimento, l'indicazione delle generalità del fallito; l'indicazione delle generalità del ricorrente e delle relative conclusioni, la concisa esposizione dello svolgimento del processo, la motivazione in merito all'accertamento dei presupposti per la dichiarazione di fallimento, il dispositivo con la dichiarazione di fallimento del debitore. La sentenza produce una serie di effetti di natura privata, processuale e penale nei confronti: del fallito, dei creditori e di terzi.

Per quanto riguarda il fallito, l'art. 44 l.fall dispone che tutti gli atti compiuti da questo dopo la dichiarazione di fallimento sono inefficaci ai creditori; il fallito, secondo l'art. 48 l.fall è inoltre tenuto a consegnare al curatore la propria corrispondenza di ogni genere, inclusa quella elettronica, riguardante i rapporti compresi nel fallimento. Con la dichiarazione di fallimento si apre il concorso dei creditori, i debiti monetari e non del

fallito si considerano scaduti alla data di dichiarazione del fallimento. A norma dell'art. 51 l.fall sono precluse le azioni individuali dei creditori sui beni del fallito.

Gli atti a titolo oneroso, nonché i pagamenti e le garanzie compiuti dal fallito nei due anni antecedenti alla dichiarazione di fallimento e che presentino delle irregolarità sono dichiarati inefficaci e revocati, mentre se compiuti dal fallito nell'anno antecedente alla dichiarazione di fallimento, ma tuttavia non presentino irregolarità, sono, comunque dichiarati inefficaci e revocati, qualora il curatore provi che l'altra parte era a conoscenza dello stato di insolvenza (Di Paola, 2012, 56).

### 2.6.3 Gli effetti del fallimento

La pubblicazione della sentenza di fallimento, da parte del tribunale fallimentare, conduce a degli effetti che riguardano sia il fallito sia i creditori sia i terzi che hanno avuto in passato rapporti con il fallito. Gli effetti nei confronti dell'imprenditore fallito possono essere distinti in effetti patrimoniali, personali e penali (Campobasso, 2010, 389). Secondo l'art. 42 l.fall. con la dichiarazione di fallimento, il fallito perde l'amministrazione e la disponibilità, ma non la proprietà, dei suoi beni, che passano al curatore, che assume il ruolo di amministratore del patrimonio fallimentare. Con la pubblicazione della sentenza tutti i beni e i diritti esistenti nel patrimonio del fallito vengono spossessati da quest'ultimo ad eccezione di quei beni indicati all'art. 46 l.fall.:

- I beni ed i diritti di natura strettamente personale;
- Gli assegni a carattere alimentare, stipendi, pensioni, salari e ciò che il fallito guadagna con la propria attività, nei limiti fissati dal giudice delegato, per il mantenimento suo e della famiglia;
- I frutti derivanti dall'usufrutto legale sui beni dei figli ed i beni costituiti in fondo patrimoniale con i loro frutti;
- Le cose che non possono essere pignorate per disposizioni di legge.

Inoltre il fallito ha la possibilità, se è proprietario della propria abitazione, di continuare a viverci con la sua famiglia e se risulta essere privo di mezzi di sussistenza può

ottenere dal giudice delegato la concessione di un sussidio a titolo di alimenti per sé e per la sua famiglia. Questo sottolinea come oltre ad esserci degli obblighi da parte del fallito per il risarcimento dei propri creditori, esistono anche delle norme che ne salvaguardano il proseguio di una vita normale e decorosa.

E' importante sottolineare come con la dichiarazione di fallimento, il fallito non perde la capacità di agire, né perde la proprietà dei beni oggetto dello spossessamento, a meno che questi non siano trasferiti a terzi attraverso il consenso dell'amministrazione fallimentare. Questo fa sì che l'imprenditore, anche se dichiarato fallito, possa iniziare una nuova attività lavorativa, anche imprenditoriale se egli lo ritiene opportuno.

Il fallimento produce anche due altri tipi di effetti che vanno a colpire l'imprenditore e sono: gli effetti personali e quelli penali. Per quanto riguarda i primi, con la dichiarazione di fallimento, vengono limitati alcuni diritti salvaguardati dalla Costituzione e sono: il diritto al segreto epistolare e il diritto alla libertà di movimento (Campobasso, 2010, 590). Infatti la corrispondenza postale e non che è indirizzata al fallito viene invece consegnata al curatore che si occuperà di leggerla e analizzarla; questa disposizione però vale solamente per la corrispondenza a carattere imprenditoriale e infatti quella privata è esclusa da tale norma e non deve essere posta al controllo del curatore. Secondo l'art. 49 l.fall il fallito è tenuto a comunicare al curatore ogni cambiamento della propria residenza o del proprio domicilio e deve presentarsi agli organi della procedura ogni qualvolta è chiamato per fornire informazioni o chiarimenti.

Ultime ma non meno importanti sono le sanzioni penali a carico del fallito per le azioni da egli compiute prima del fallimento o anche dopo e che le disposizioni di legge reputano reati nei confronti dei creditori. I principali reati fallimentari sono: la bancarotta fraudolenta, la bancarotta semplice e il ricorso abusivo al credito.

Per quanto concerne invece gli effetti del fallimento per i creditori, questi devono essere soddisfatti secondo il principio della parità di trattamento. L'art. 52 l.fall. dispone che <<il fallimento apre il concorso dei creditori sul patrimonio del fallito>>. Dalla sua data i creditori del fallito diventano creditori concorsuali; questo significa che essi possono realizzare il proprio credito solamente attraverso la procedura fallimentare. Perché i creditori possano acquisire il diritto al rimborso del proprio credito tramite la

distribuzione dell'attivo fallimentare devono sottostare all'accertamento giudiziario del loro credito stabilito secondo le norme. L'apertura del fallimento incide sulle modalità processuali di realizzazione del credito; infatti all'esecuzione individuale sui beni del debitore si sostituisce l'esecuzione collettiva fallimentare. La legge fallimentare si preoccupa di dare due principi chiave all'esecuzione individuale che sono:

- Ogni credito deve essere accertato giudizialmente nell'ambito del fallimento, secondo le norme fissate per la formazione dello stato passivo. Lo stesso vale per i diritti reali o personali vantati da terzi su beni della massa fallimentare;
- Dal giorno della dichiarazione di fallimento nessuna azione esecutiva individuale può essere iniziata o proseguita sui beni compresi nel fallimento (art. 51 l.fall.).

Un'altra regola da ricordare è che i creditori partecipano al concorso per l'importo che il loro credito ha al momento della dichiarazione di fallimento, poiché questa dichiarazione sospende il corso degli interessi convenzionali e legali, fino alla chiusura del fallimento.

## 2.7 Le procedure concorsuali

### 2.7.1 Il concordato fallimentare

Il concordato fallimentare è da considerare uno di quegli atti rivolti a gestire la crisi d'impresa. La flessibilità del contenuto della proposta di concordato, unitamente alla molteplicità delle operazioni di riagggregazione del patrimonio dell'impresa fallita, consentono di affermare, che l'attività d'impresa, intesa questa come attività di organizzazione, può proseguire anche a fallimento pendente ma con il limite finalistico della regolazione dei crediti (Di Marzio, 2010, 422).

L'attuale disciplina dell'istituto, quale si è venuta a delineare all'esito dei successivi interventi riformatori del 2006 e del 2007, con la riforma il legittimato a proporre il concordato non è più soltanto il fallito, bensì qualunque soggetto terzo, il che

rappresenta, la novità più rilevante del nuovo quadro normativo e risulta coerente col fatto che l'obiettivo primario del proponente, date l'eliminazione degli effetti personali più afflittivi del fallimento e la fruibilità dell'esdebitazione ad opera di persone fisiche, a prescindere dal concordato, risiede oggi nell'acquisizione dell'attivo fallimentare in senso lato, comprensivo cioè delle azioni spettanti al fallito e alla massa dei creditori (De Marchi, 2008, 3).

Altro fattore incentivante è dato dalla possibilità di prospettare il soddisfacimento dei creditori attraverso qualsiasi forma, anche con mezzi diversi dal denaro. E' questo infatti un istituto che consente all'imprenditore fallito di chiudere definitivamente i rapporti pregressi attraverso il pagamento parziale dei creditori o altra forma di ristrutturazione dei debiti, ottenendo allo stesso tempo la liberazione dei beni soggetti alla procedura fallimentare. Il concordato fallimentare può essere uno strumento utile sia all'imprenditore sia ai creditori. Infatti il primo, una volta che ha adempiuto al concordato, si libera definitivamente dei propri debiti per la parte che eccede la percentuale concordataria e può sottrarsi alle sanzioni penali connesse al fallimento; i creditori chirografari<sup>4</sup> a loro volta rinunciano definitivamente ad una parte del proprio credito, o accettano modi di soddisfazione diversi dall'adempimento, ma questo sacrificio è compensato dalla possibilità di ottenere qualcosa di più e soprattutto più rapidamente di quanto otterrebbero attraverso la liquidazione fallimentare dell'attivo (Campobasso, 2010, 611).

Le fasi principali che caratterizzano il concordato sono principalmente tre: la proposta, l'approvazione della maggioranza dei creditori, l'omologazione da parte del tribunale. Il primo passo è appunto la proposta che può essere formulata da uno o da più creditori, da terzi o anche dal fallito. Mentre i creditori e i terzi possono richiedere il concordato in qualsiasi momento, il fallito secondo l'art. 124 l.fall. non può proporre il concordato prima che sia trascorso un anno dalla dichiarazione di fallimento e dopo che siano trascorsi due anni dal decreto che rende esecutivo lo stato passivo. Questo è stato concepito per incentivare l'imprenditore a non indugiare e a rivolgersi al concordato preventivo evitando così il fallimento.

---

<sup>4</sup> I creditori chirografari sono quei creditori che partecipano solo alla ripartizione dell'attivo fallimentare non gravato da vincoli, in proporzioni del loro credito e sono quindi tutti soddisfatti nella stessa misura percentuale.

Solitamente il contenuto della proposta consiste nel pagamento in percentuale e dilazionato dei crediti da parte del debitore. Tuttavia non ci sono vincoli che impongono il pagamento in denaro dei crediti e se debitore e creditore giungono ad accordi diversi, il pagamento può essere effettuato anche tramite scambio di beni, o di partecipazioni sociali, o obbligazioni. La proposta prima di essere approvata è soggetta all'esame preventivo del giudice delegato, che è tenuto a richiedere il parere vincolante del comitato dei creditori e quello non vincolante del curatore.

Se il concordato è approvato, su istanza del proponente si apre il giudizio di omologazione del quale è investito il tribunale fallimentare che ha il compito di procedere ad un controllo solo di legalità e non di merito. Il concordato approvato è obbligatorio per tutti i creditori anteriori al fallimento, compresi quelli che non hanno presentato domanda di ammissione al passivo; questo, secondo l'art. 136 l.fall., è eseguito dal fallito sotto la sorveglianza del giudice delegato, del curatore e del comitato dei creditori.

### 2.7.2 Il concordato preventivo

Esiste un istituto nel nostro ordinamento che dà la possibilità all'imprenditore che si trova in uno stato di difficoltà economica e che è costretto a superare anche uno dei limiti dimensionali fissati dall'art. 1 2° comma della legge fallimentare, che gli consente di evitare che la crisi d'impresa lo conduca al fallimento regolando i propri rapporti con i creditori mediante il concordato preventivo. Attraverso l'intervento normativo del 2005 c'è stata la modifica del presupposto oggettivo del concordato preventivo, che non è più solo lo stato d'insolvenza, bensì più in generale lo stato di crisi economica<sup>5</sup> dell'imprenditore.

Il concordato preventivo è una procedura concorsuale alla quale attualmente può essere riconosciuta una duplice finalità: se la crisi è temporanea e reversibile, essa mira a superare tale situazione attraverso il risanamento economico e finanziario dell'impresa e

---

<sup>5</sup> Per stato di crisi economica si intende sia una difficoltà temporanea e reversibile che non consente all'imprenditore di soddisfare regolarmente i creditori, sia lo stato di insolvenza che giustificerebbe la dichiarazione di fallimento.

in tal senso il concordato preventivo sostituisce la procedura dell'amministrazione controllata; se la crisi è definitiva e irreversibile, il concordato preventivo può essere attuato prima che sia dichiarato il fallimento e serve ad evitare lo stesso (Campobasso, 2010, 620).

Il concordato preventivo offre pertanto all'imprenditore insolvente il vantaggio di evitare le gravi conseguenze patrimoniali, personali e penali del fallimento. Infatti l'imprenditore non subisce lo spossessamento dei beni e conserva, con le opportune restrizioni del caso, l'amministrazione dei beni e la gestione dell'impresa. Inoltre, il concordato preventivo non deve più condurre alla liquidazione del patrimonio del debitore insolvente per il soddisfacimento dei creditori ma può essere oggi legittimamente impiegato per il risanamento dell'impresa. Questo tipo di concordato costituisce in sostanza un beneficio concesso all'imprenditore per favorire la composizione della crisi mediante una soluzione concordata con i creditori.

Con la riforma della legge fallimentare del 2012 si è provveduto a favorire la continuità aziendale cercando di rendere più agevole e conveniente il ricorso al concordato preventivo. La *ratio* di questa novità è di evitare che nelle more della predisposizione della proposta di concordato preventivo il debitore possa essere esposto alle azioni di creditori, con pregiudizio del concordato stesso (Pellagatta, 2013, 90). L'art. 168 l.fall. prevede infatti al primo comma, che dalla data di pubblicazione del ricorso al concordato preventivo nel registro delle imprese e fino a quando il decreto di omologazione del concordato non diventa definitivo, i creditori per titolo o causa anteriore non possono, sotto pena di nullità, iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore.

Secondo la nuova formulazione dell'art. 161 l. fall., quinto comma la domanda di concordato preventivo deve essere pubblicata nel registro delle imprese a cura del cancelliere entro il giorno successivo al deposito in cancelleria. Inoltre va sottolineato come, alla pubblicazione della domanda di concordato sia stato attribuito un effetto retroattivo. Secondo l'art. 168 l.fall. c'è inefficacia rispetto ai creditori anteriori al concordato delle impoteche giudiziali iscritte nei 90 giorni anteriori alla pubblicazione

del ricorso. Quest'ultima previsione è volta a evitare la corsa dei creditori all'acquisizione di titoli provvisoriamente esecutivi, con i quali iscrivere ipoteche che attribuiscono, nel successivo concordato, il diritto a una soddisfazione integrale del proprio credito, recando in tal modo danno sia al tentativo di ristrutturazione dell'impresa, sia ai creditori non muniti di privilegio (Circolare Assonime, 2013, 549).

Per quanto riguarda il contenuto della proposta di concordato preventivo valgono le stesse regole del concordato fallimentare. Il concordato pertanto può perseguire la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma; può consistere in una dilazione dei termini di pagamento, o nel soddisfacimento parziale dei creditori, o entrambe le soluzioni; può disporre l'attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta ad un assuntore; può infine prevedere la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei, con trattamenti differenziati per le varie classi, purché non si alteri l'ordine delle cause legittime di prelazione (Campobasso, 2010, 622).

La procedura di concordato preventivo inizia con la domanda di ammissione del debitore, presentata con ricorso al tribunale competente per la dichiarazione del fallimento. Alla domanda devono essere allegati: un'aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa; uno stato analitico delle attività con i relativi valori, nonché l'elenco nominativo dei creditori e dei titolari di diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore. La proposta e gli allegati devono inoltre essere accompagnati dalla relazione di un professionista scelto dal debitore fra gli iscritti nel registro dei revisori contabili appartenenti alle categorie professionali indicati dalla legge. Il professionista deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano (art. 161 l.fall.).

Ricevuta la domanda compito del tribunale è quello di svolgere un controllo preliminare volto ad accertare se ricorrono i presupposti richiesti dalla legge per l'ammissione alla procedura. Se la proposta è ritenuta ammissibile da parte del tribunale, dichiara la procedura di concordato preventivo. Con lo stesso provvedimento il tribunale designa gli organi della procedura: il giudice delegato, cui è devoluta la direzione della procedura; un commissario giudiziale, che svolge essenzialmente funzioni di vigilanza e controllo; il decreto è pubblicato nel registro delle imprese. L'ammissione alla

procedura di concordato incide sia sulla posizione del debitore sia su quella dei creditori anteriori. Il primo conserva l'amministrazione dei suoi beni e continua l'esercizio dell'impresa sebbene debba sottostare al controllo del commissario giudiziale. Per gli effetti per i creditori anteriori sono nella maggior parte dei casi coincidenti con quelli propri del fallimento, dato che come il fallimento, anche il concordato preventivo per i creditori si caratterizza per il principio della *par condicio creditorum*.

Il procedimento per la concessione del concordato preventivo si articola in due fasi: l'approvazione della proposta da parte dei creditori e la successiva omologazione del concordato da parte del tribunale. Diversamente dal concordato fallimentare, per l'approvazione del concordato preventivo i creditori si riuniscono in un'apposita adunanza presieduta dal giudice delegato. A questa adunanza possono intervenire anche i creditori che non sono stati convocati e possono ottenere l'ammissione al voto provando in quella sede il loro credito. Le maggioranze richieste per l'approvazione del concordato preventivo sono le stesse di quello fallimentare: la maggioranza dei crediti.

Per quanto riguarda l'omologazione come per il concordato fallimentare, il tribunale si limita a controllare la regolarità della procedura e l'esito della votazione e talvolta può effettuare un controllo di merito sulla convenienza del concordato quando è stata sollevata un'istanza da parte di un creditore (Campobasso, 2010, 624). Se i controlli sono positivi, il tribunale omologa con decreto il concordato altrimenti può respingerlo.

Il concordato preventivo omologato è obbligatorio per tutti i creditori anteriori all'apertura della procedura ed è eseguito sotto la sorveglianza del commissario giudiziale. E' questa una procedura concorsuale che viene attivata per evitare il fallimento da parte dell'imprenditore, e da consentirgli di evitare le gravi conseguenze che questo comporta. Con le riforme della legge fallimentare degli ultimi anni volte ad aiutare lo sviluppo dell'attività imprenditoriale e ad aiutare le imprese in crisi, il ricorso al concordato preventivo e agli accordi di ristrutturazione del debito è divenuto sempre più frequente poiché queste procedure danno la possibilità all'imprenditore di proseguire la propria attività cercando di risolvere lo stato di crisi in cui versa.

### 2.7.3 Gli accordi di ristrutturazione del debito

Gli accordi di ristrutturazione del debito fanno parte della materia che può definirsi come il diritto negoziale della crisi d'impresa, nella quale trovano luogo anche i concordati stragiudiziali e il concordato preventivo. La cosa che accomuna questi istituti è senza dubbio l'accordo che si instaura fra creditori e debitori, che è volto a favorire la soluzione della crisi in cui si trova di quest'ultimo.

In primo luogo va individuato il soggetto che può richiedere questa procedura e il momento in cui può far richiesta. Con le novità introdotte dalla riforma del 2012, prima fra tutte la facoltà, concessa dall'art. 161 all'imprenditore che abbia presentato una domanda di concordato preventivo di procedere al deposito non già della proposta e del piano ma di un accordo di ristrutturazione si è teso ad allargare il numero di situazioni in cui è possibile richiedere l'uso dell'istituto disciplinato dall'art. 182-bis.

La collocazione dell'istituto all'interno della legge fallimentare e l'effetto che attraverso l'omologazione dell'accordo si persegue depongono chiaramente nel senso che deve trattarsi di un imprenditore commerciale privato non piccolo (Ambrosini, 2008, 164). Sono esclusi invece dall'istituto i debitori civili e gli imprenditori commerciali che non possono fallire. Quindi il presupposto soggettivo, come già visto per i concordati fallimentare e preventivo, per accedere agli accordi di ristrutturazione, è la qualifica di imprenditore che è andata a sostituire, con la riforma della legge fallimentare del 2007, il termine "debitore" con il quale si indicava precedentemente il soggetto che poteva ricorrere all'istituto.

Altro requisito essenziale è il presupposto oggettivo che in base alla nuova formulazione dell'art. 182-bis, comma 1, stabilisce che la domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione può essere inoltrata da un imprenditore in stato di crisi. Tuttavia va precisato che possono stipulare accordi di ristrutturazione con i creditori tanto il debitore che si trovi in una situazione prossima all'insolvenza, quanto l'imprenditore che versi in uno stato di crisi irreversibile (Appio, 2012, 55).

Infatti gli accordi di ristrutturazione possono essere anche stipulati al fine di liquidare l'attività d'impresa e questo solitamente accade quanto l'imprenditore versa in uno stato di insolvenza. In sostanza l'istituto di cui all'art. 182-bis rappresenta una soluzione alternativa alla liquidazione fallimentare, e non può essere negato al debitore di

utilizzare questo strumento qualora sussistano i presupposti per la dichiarazione di fallimento. E' opportuno specificare che il riferimento così generico allo stato di crisi contenuto nell'art. 182-bis vada interpretato alla luce della specificazione contenuta nel comma 2 dell'art. 160, ovvero tanto come situazione di dissesto reversibile, quanto come stato di insolvenza, così definito nel comma 3 dell'art. 5 l.fall..

Solo gli accordi di ristrutturazione possono nel concreto considerarsi uno strumento di risoluzione, in maniera più rapida rispetto alla procedura fallimentare ma comunque di soddisfacimento dei creditori, della crisi d'impresa.

Il principio OIC 6 definisce la ristrutturazione del debito come un'operazione mediante la quale il creditore, o un gruppo di creditori, per ragioni economiche, effettua una concessione al debitore in considerazione delle difficoltà finanziarie dello stesso, concessione che altrimenti non avrebbe accordato. Per tali ragioni il creditore è disposto ad accettare una ristrutturazione del debito che comporti modalità di adempimento più favorevoli al debitore. Pertanto affinché si possa parlare di ristrutturazione dei debiti è necessaria la presenza di due requisiti essenziali: una situazione finanziaria difficoltosa per il debitore e la volontà del creditore, che è a conoscenza di tale situazione, di effettuare una concessione al debitore rispetto a quelle che erano le condizioni originarie del contratto. In merito alla prima condizione, normalmente il debitore versa in difficoltà finanziaria quando non riesce a coprire le uscite future con le entrate che ha a disposizione: nello specifico esso presenta un rapporto squilibrato tra fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento che non gli permettono di onorare gli impegni presi; il secondo requisito invece ovvero la concessione accordata dal creditore può assumere diverse forme, in ogni caso la conseguenza diretta di tale concessione consiste in una perdita economica per il creditore stesso (Vignini, Semprini, 2012, 648).

Occorre ora andare a più nello specifico sul significato che si intende per ristrutturazione del debito: sul piano della struttura e dell'oggetto degli accordi di ristrutturazione, i debiti da ristrutturare non coincidono necessariamente con i crediti da soddisfare, poiché l'oggetto della ristrutturazione sarà costituito solo da quei debiti che corrisponderanno ai crediti di coloro che hanno aderito agli accordi, mentre solo i crediti di coloro che non hanno aderito dovranno essere regolarmente pagati. L'imprenditore che possiede dei debiti da pagare è anche titolare di un diritto potestativo, che se

ricorrono tutti i presupposti stabiliti dalla legge, gli consentirà l'integrale pagamento di una parte del debito solo dopo aver ristrutturato la restante parte del passivo.

La ristrutturazione può essere intesa come una vicenda di riorganizzazione delle attività, ed in particolare del suo finanziamento (Marchegiani L, 2012, 17). Infatti, la norma spiega come una pluralità di debiti tra loro in qualche modo collegati, ma anche, l'intero debito dell'attività di impresa, ovvero il complessivo finanziamento dell'impresa, se si considera che una parte pari ad almeno il sessanta per cento della complessiva esposizione debitoria prodotta potrà essere riorganizzata liberamente e in vario modo mentre il restante quaranta per cento potrà essere riorganizzato esclusivamente alla luce di quanto disposto nell'art. 182-bis comma 1, ovvero prospettandosi un integrale pagamento nel rispetto dei termini di legge.

Ai sensi del 1° comma dell'art. 182-bis l'imprenditore in stato di crisi può domandare l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti, depositando, oltre alla documentazione di cui all'art. 161, una relazione redatta da un professionista sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei. Per attuabilità è da intendersi la concreta realizzabilità delle pretese creditorie, ovvero di effettiva idoneità ad onorare i debiti ristrutturati (Appio, 2012, 61). L'attuabilità dell'accordo deve tuttavia essere finalizzata a garantire l'integrale pagamento dei creditori estranei

Negli accordi di ristrutturazione l'eventuale mancato rispetto della *par condicio* non costituisce un argomento problematico per sostenere che tali accordi contraddicono il principio di concorsualità. In base ai requisiti previsti dall'art. 182-bis l'accordo di ristrutturazione deve prevedere il soddisfacimento di tutti i creditori indistintamente e ciò per la legge può avvenire con modalità differenziate a seconda che i creditori aderiscano o meno all'accordo stesso. Il regolare pagamento dei creditori estranei deve essere assicurato dall'accordo concluso dal debitore con i creditori aderenti; si tratta di un requisito la cui sussistenza deve essere evidenziata nella relazione del professionista incaricato di attestare l'attuabilità dell'accordo con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare, appunto, detto pagamento (Frascolari Santi, 2009, 139).

In base alla nuova formulazione della norma, il pagamento integrale dei creditori estranei deve essere effettuato entro 120 giorni, a far data dal provvedimento di omologazione, se si tratta di debiti scaduti a quella data, dalla scadenza se si tratta di crediti non ancora scaduti dalla data di omologazione.

In ogni caso non è consentito che ciascun creditore possa avvantaggiarsi nei confronti di altri, se non nei limiti pattuiti espressamente all'accordo tra tutti i creditori che vi hanno aderito e quindi, nei limiti in cui le parti vi acconsentono. In definitiva l'istituto garantisce che la parità di trattamento dei creditori quale espressione del principio di concorsualità non venga alterata se non per espressa ed esplicita volontà della parte interessata (Frascolari Santi, 2009, 84).

Un accordo di ristrutturazione affinché possa essere sottoposto al giudizio di omologazione, deve ricevere il consenso di almeno il 60% dei crediti. Questo è contenuto nel primo comma dell'art. 182-bis.

Ora che è stato indicato chi può richiedere l'utilizzo di tale istituto e come deve comportarsi nei confronti dei creditori aderenti agli accordi e i creditori non aderenti, è bene specificare quando l'imprenditore può fare ricorso all'istituto della ristrutturazione del debito, ovvero nella situazione in cui può l'imprenditore versa in una situazione di difficoltà temporanea nella gestione dell'impresa.

Il contenuto degli accordi di ristrutturazione è rimesso per intero alla autonomia delle parti contraenti, le quali, per realizzare il comune obiettivo delle ristrutturazione dell'esposizione debitoria dell'imprenditore, nella direzione di conseguire l'oggettivo fine di evitare la liquidazione concorsuale dell'impresa, possono dedurre in contratto qualsiasi prestazione, purché diretta a consentire alla operazione economica e finanziaria in esso dedotta, di atteggiarsi in modo tale da assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei e l'estinzione delle obbligazioni ristrutturate. Mentre nell'art. 182-bis non compare alcuno specifico strumento di ristrutturazione dei debiti, nelle disposizioni successive al contrario, emergono figure di clausole negoziali attraverso le quali l'imprenditore in crisi può dare sostanza al programma di ristrutturazione della propria esposizione debitoria; si fa riferimento alla transazione fiscale, ex art. 182-ter, l.fl alle varie tipologie di contratti di finanziamento,

perfezionabili ai sensi degli art. 182-quarter e 182-quinquies, ai partiti con i quali un finanziatore della crisi si obblighi ad acquistare la qualità di socio, ex art.182-quarter comma 3, ai negozi attraverso i quali il debitore si impegna a concedere pegno o ipoteca (Marchegiani, 2012,176).

Oltre a ciò che può essere trovato nella norma si può osservare che un piano o un programma di composizione negoziale della crisi ben può essere correttamente suddiviso in parti, ciascuna delle quali avente una propria specifica funzione, nella prospettiva di consentirne una completa verifica da un punto di vista di affidabilità e attuabilità; e così una prima parte ricomprende alcuni aspetti preliminari rispetto ai contenuti più strettamente dispositivi, mentre una seconda parte contiene vere e proprie clausole aventi rilievo negoziale.

Nella prima parte dovranno essere rappresentate: una premessa sulla storia dell'impresa, le cause principali della crisi, lo stato generale dell'indebitamento, le richieste dei creditori, le prospettive di sviluppo dell'attività (se la ristrutturazione volge al risanamento) oppure le previsioni dei ricavi conseguenti alla vendita di alcuni o tutti gli *asset* (massimamente nel caso in cui la procedura sia volta alla liquidazione); infine, i tempi necessari per il completamento delle operazioni di risanamento, o a seconda dei casi di liquidazione.

La seconda parte si presta ad essere invece molto più complessa e variabile, poiché in essa l'imprenditore e i suoi ausiliari effettuano la scelta degli strumenti negoziali con i quali propongono ai creditori la composizione della crisi; la scelta apparirà tanto più appropriata quanto più venga effettuata in relazione ad alcuni parametri, quali: l'entità dell'indebitamento, il numero di creditori, la natura della crisi e dei crediti, le dimensioni dell'impresa e dei creditori.

Ne derivano così una molteplicità di clausole, che la dottrina citata accorpa in ragione di alcuni tratti comuni, e che distingue in: clausole di negoziazione che possono essere di moratoria, remissione, postergazione, cartolarizzazione, pattuizioni, volte a permettere ai creditori un monitoraggio, clausole finalizzate a consentire a questi ultimi un recesso dagli accordi, motivato da situazioni predeterminate, clausole tali da prevedere casi di

risoluzione espressa o di variazione, pattuizioni produttive di taluni obblighi anche a carico dei creditori che sono penali, obblighi di informativa reciproca tra i creditori.

Il legislatore ha lasciato una grande autonomia di negoziazione in sede concorsuale alle parti, ciò significa che non esiste una specifica disciplina che imponga di seguire un ordine preciso per il contenuto che devono avere questi accordi; tuttavia la norma prevede alcune clausole come ad esempio che l'accordo debba essere raggiunto con almeno il sessanta per cento dei creditori: poiché si tratta di una norma posta a tutela dell'attuabilità dell'accordo, e in particolare della idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei.

Il secondo dato normativo che si presta ad una valutazione in termini di derogabilità o meno è quello che disciplina la prededucibilità automatica in caso di successivo fallimento dei crediti derivanti da finanziamenti effettuati in esecuzione di un accordo omologato: poiché si tratta di una norma esclusivamente posta a tutela di coloro che, in qualsiasi forma, abbiano il merito di assumersi l'obbligo di finanziare l'impresa in crisi, risulta plausibile ipotizzare casi nei quali essi dispongano nel senso di rinunciare al beneficio che la legge loro accorda, il beneficio costituito appunto dalla prededucibilità del credito da finanziamento (Marchegiani, 2012, 177).

Il principio contabile OIC 6 da le linee guida su quali possono essere le modalità attraverso le quali effettuare la ristrutturazione del debito, in particolare elenca tre fattispecie:

- Modifica dei termini originali del contratto, che consiste in una rettifica alle condizioni originarie del debito esistente;
- Trasferimento dal debitore al creditore di un'attività a decurtazione del debito;
- Emissione di capitale e sua assegnazione al creditore a decurtazione del debito.

La modifica dei termini originari del contratto può riguardare diverse situazioni: riduzione del capitale da rimborsare; riduzione dell'ammontare degli interessi maturati e non ancora pagati; riduzione dell'ammontare degli interessi che matureranno a partire dal momento della concessione fino al momento dell'estinzione dell'obbligazione; modifica della tempistica originaria dei pagamenti che il debitore avrebbe dovuto effettuare (Vignini, Semprini, 2012, 652). Nella seconda ipotesi prevista per la

ristrutturazione dei debiti, c'è la cessione di un'attività al creditore come parziale estinzione del debito stesso e per ultima è possibile estinguere il debito convertendo tale elemento, tutto o parzialmente, in capitale: l'operazione viene eseguita mediante l'emissione di quote o azioni da parte del debitore e la loro assegnazione al creditore.

L'ultimo comma dell'art. 182-bis prevede che il tribunale, proceda all'omologazione in camera di consiglio con decreto motivato. Il giudizio di omologazione deve avere sempre luogo: il tribunale può approvare, respingere o dichiarare inammissibile la domanda. Competente a pronunciarsi sull'omologazione è il tribunale in cui l'imprenditore ha la sede della propria attività. Per quanto riguarda il giudizio di omologazione il richiamo all'art. 180 l. fall. che disciplina il giudizio di omologazione del concordato preventivo risulta coerente anche con il rinvio operato dall'art. 182-bis all'art. 161 per la presentazione della domanda e all'art. 183 l.fall., per la reclamabilità dinnanzi alla corte d'appello del decreto di omologazione o di rigetto emesso dal tribunale e all'art. 168, 2° comma per quanto concerne gli effetti (Frascolari Santi, 2009, 156). L'art. 180 l.fall. costituisce pertanto un modello di riferimento, per cui al tribunale tra gli altri compiti spetta quello di fissare un'udienza di comparizione del debitore con decreto soggetto a forme di pubblicità.

Secondo l'art. 180 l.fall. se non sono proposte opposizioni, il tribunale, verificata la regolarità della procedura e l'esito della votazione, omologa il procedimento con decreto motivato. L'art. 182-bis inoltre precisa che il contratto in questione non acquista efficacia subito, ovvero all'atto del suo perfezionamento, ma diviene efficace solo dal momento della relativa pubblicazione nel registro delle imprese. L'efficacia alla quale si riferisce la norma citata appartiene all'area degli effetti tipici del contratto di ristrutturazione e consiste nella sottoposizione della garanzia patrimoniale dell'imprenditore ad un regime speciale che, in via immediata e per un tempo limitato, ovvero sessanta giorni dalla data di pubblicazione, sottrae il patrimonio del debitore alle azioni esecutive o cautelari individuali ad opera dei creditori per titolo o causa anteriore alla data della pubblicazione dell'accordo, e che, in chiave prospettiva e puramente eventuale, sottrae dalla revocatoria, se sopraggiunga il fallimento dell'imprenditore,

tutta una serie di atti posti in essere in esecuzione del contratto pubblicato nel registro delle imprese.

La pubblicità del contratto eseguita nel registro delle imprese è, dunque, costitutiva di taluni effetti giuridici negoziali tipici della fattispecie negoziale in questione, poiché oltre a rendere conoscibile ai terzi il fatto impeditivo alla prosecuzione e all'inizio delle azioni esecutive e cautelari, ne determina prima ancora la nascita: senza il deposito del contratto nel registro delle imprese infatti la fattispecie che ne deriva è priva del requisito strutturale tipizzante.

Gli effetti negoziali finali del contratto di ristrutturazione del debito, consistono nella moratoria delle azioni cautelari ed esecutive sul patrimonio del debitore e nella esenzione da revocatoria fallimentare dei relativi atti esecutivi, ciò a condizione che gli accordi dedotti nel contratto siano stati omologati.

La funzione tipica dell'istituto, qualificata anche come uno scopo-fine, può essere rinvenuta nell'oggettivo intento delle parti del contratto di evitare, attraverso una ristrutturazione stragiudiziale "qualificata" di una parte del debito d'impresa, l'apertura di una procedura concorsuale giudiziale o amministrativa; tale funzione tipica si realizza per il tramite di un contenuto contrattuale formato appunto da prestazioni, che sia che volgano alla mera dismissione o liquidazione dell'impresa, sia che tendano al risanamento e alla continuazione della stessa, appaiono tutte unificate attorno a quello che, più sopra abbiamo anche qualificato come scopo-mezzo del contratto, vale a dire la ristrutturazione parziale dell'esposizione debitoria dell'imprenditore, mediante estinzione delle relative obbligazioni e l'integrale pagamento della massa debitoria non ristrutturata.

La ricostruzione della effettiva e comune intenzione delle parti contraenti potrà condurre ad un risultato che lascia spazio a ben tre opzioni differenti (Marchegiani, 2012, 178):

- Se per mezzo della ristrutturazione dei debiti i contraenti intendono risanare e continuare l'attività d'impresa, l'accordo potrà essere interpretato in un senso tale da produrre gli effetti di un piano di risanamento, posto che la dottrina non

esclude che dal punto di vista strutturale, quest'ultimo possa anche consistere in un contratto;

- Nel caso in cui gli accordi sono, avuto riguardo alla comune ed effettiva intenzione delle parti, esclusivamente finalizzati alla liquidazione dell'impresa, allora potranno valere come contratti di concordato stragiudiziale, in tanto in quanto la funzione della eliminazione della crisi, come già si è fatto rilevare, ben potrebbe essere raggiunta senza la partecipazione di tutti i creditori al contratto, qualora quest'ultimo contenga clausole che prevedano la tacitazione dei creditori non partecipanti o qualora l'obbligazione del creditore che non abbia sottoscritto l'accordo non sia di entità tale da pregiudicare la situazione economica del debitore, e dunque l'atto di autonomia sia oggettivamente in grado, una volta concluso, di rimuovere il dissesto;
- Infine ove l'accordo di ristrutturazione dei debiti non abbia i connotati minimi che la norma richiede affinché si producano gli effetti giuridici da questa complessivamente disposti, è sin troppo evidente che potranno essere le singole clausole dello stesso a dover essere interpretate in un senso in cui possano avere un qualche effetto e dunque occorrerà verificare se, venuta meno la funzione unitaria cui sono avvinte tutte le parti o clausole del contratto, quest'ultimo abbia l'attitudine a degradare al rango di mero complesso di negozi giuridici, materialmente unificati in un documento, ciascuno dei quali corrispondente ad un tipo a sé stante .

Il ricorso da parte dell'imprenditore in stato di crisi agli accordi di ristrutturazione del debito è, negli ultimi anni, grazie alla nuova riforma del 2012 che ne ha notevolmente agevolato l'applicabilità, divenuto sempre più utilizzato tra le varie opportunità di *Turnaround* aziendale che sono a disposizione delle imprese in difficoltà.

## Capitolo 3

### ***Il Turnaround Financing in Italia***

#### 3.1 Introduzione

In questo terzo capitolo si affronta il tema del *private equity* e del *Turnaround Financing* con un particolare sguardo alla situazione del mercato italiano. Si inizia dando una definizione dell'oggetto mediante il quale si effettuano le operazioni di *turnaround financing*: ovvero il *private equity*.

In prima analisi viene fatta l'importante distinzione concettuale tra *venture capital* e *private equity*, consentendo così di poter distinguere quale tipo di operazioni sono da ricondursi al *venture capital* e quali al *private equity*. In sostanza si può affermare che il *venture capital* è un ramo del *private equity* con lo specifico compito di investimento nelle aziende in fase di avvio, mentre il *private equity* si occupa di investimenti attraverso molteplici operazioni, nelle fasi di sviluppo e di cambiamento delle aziende.

Si passa poi a descrivere la nascita nell'ordinamento italiano dei fondi mobiliari chiusi, avvenuta con la legge n. 344 del 14 Agosto 1993, e il successivo sviluppo che hanno avuto nel nostro Paese questa tipologia di fondi per attività di investimento andando a studiare quali interventi normativi volti a migliorare il loro ordinamento sono stati effettuati nel corso degli anni.

Successivamente si entra nel cuore del capitolo nel quale trova ampio spazio la descrizione della struttura dei fondi di *private equity* e del loro funzionamento. La struttura dei fondi è caratterizzata dai soci promotori che solitamente affidano ad una società di gestione, alla quale è data la gestione del fondo e il reperimento dei capitali e dei relativi sottoscrittori. Infine ci sono le aziende partecipate, ovvero quelle imprese nelle quali il fondo entra con il proprio capitale rilevandone una quota per poter realizzare le proprie operazioni. Il processo di costituzione di un fondo passa

inizialmente per la redazione di un *business plan* e all'affidamento a dei promotori che molto spesso sono visti positivamente dai sottoscrittori. La cosa fondamentale nella fase di avvio di un fondo è che i promotori rendano attraente il prodotto per i potenziali sottoscrittori cercando di interpretare le loro esigenze in termini di redditività e trasparenza. La fase seguente riguarda la raccolta dei capitali e della preparazione del materiale marketing attraverso il quale presentarsi al mercato; in questa fase dovranno inoltre essere definiti tutti quei parametri che andranno a caratterizzare il fondo come: la durata, la dimensione, la dimensione delle quote di partecipazione, le politiche di distribuzione dei proventi, l'entità e la struttura delle commissioni di gestione e delle altre condizioni economiche. Al termine di questa fase i gestori potranno ricevere dagli investitori una manifestazione di interesse a partecipare all'iniziativa. Durante l'ultima fase del processo in contemporanea con la *due diligence* svolta dagli investitori, si negoziano le condizioni contrattuali con gli investitori principali e si comunicano poi anche agli altri investitori eventuali variazioni. Infine si perfeziona la struttura societaria e la definitiva documentazione legale e fiscale per la firma del contratto.

In seguito si descrive come è possibile misurare la performance di un fondo mediante alcuni indici opportunamente calcolati. Solitamente si analizzano la performance del singolo investimento e quella del fondo; infatti il rendimento del singolo investimento è misurato dall'*internal rate of return* (IRR) su base annua mentre la performance di un fondo è determinata come media dei rendimenti annui delle operazioni, ponderati per il capitale investito.

Nella parte conclusiva del capitolo si approfondisce l'operazione di Turnaround Financing attraverso i fondi di private equity andando a vedere come il fondo opera in questo tipo di operazione e quali vantaggi da all'azienda che ha scelto di ristrutturarsi attraverso questa procedura. Infine si dà uno sguardo al mercato italiano degli ultimi anni fornendo una serie storica di dati interessanti per quanto riguarda il numero di operazioni effettuate e l'ammontare investito nel periodo anteriore alla crisi, durante lo scoppio della crisi, e negli anni seguenti fino all'anno corrente.

### 3.2 Venture capital e Private equity

Mentre alcuni imprenditori possono rivolgersi alle tradizionali fonti di finanziamento, come i prestiti bancari, o emissioni di titoli pubblici, per soddisfare le loro esigenze, una varietà di fattori limitano l'accesso al capitale per le imprese potenzialmente più redditizie ed interessanti.

Le difficoltà incontrate dalla maggior parte degli imprenditori possono essere ordinate in quattro fattori critici: l'incertezza, l'asimmetria informativa, la natura dell'assetto societario, le condizioni nei relativi mercati finanziari e dei prodotti (Gompers, 2006,157). In ogni momento queste quattro variabili determinano le scelte finanziarie delle imprese. La prima di questi quattro problemi, l'incertezza, è misura della matrice di risultati potenziali per l'azienda. Più ampia è la dispersione di potenziali risultati, più grande sarà l'incertezza. Per la loro natura, giovani e ristrutturate imprese sono associate con un diverso grado di incertezza. incertezza circonda se programma di ricerca della società per il nuovo prodotto avrà successo.

Il secondo fattore è l'asimmetria informativa, che è diversa dall'incertezza perché a causa del quotidiano coinvolgimento con l'azienda, un imprenditore conosce meglio le prospettive della sua azienda rispetto agli investitori o ai partner strategici. Numerosi problemi nascono nei settori dove l'asimmetria informativa è prevalente. Ad esempio, l'imprenditore può prendere azioni lesive che gli investitori non possono osservare: forse intraprendere una strategia più rischiosa o non lavora così duramente come gli investitori si aspettano. L'asimmetria informativa può portare anche a problemi di selezione. L'imprenditore può sfruttare il fatto che lui conosce meglio il progetto e le proprie abilità rispetto agli investitori che possono trovare difficile distinguere tra un imprenditore competente e uno incompetente. Senza la possibilità di escludere i progetti e gli imprenditori inaccettabili, gli investitori non sono in grado di effettuare scelte efficienti e appropriate riguardo ai loro investimenti.

Il terzo fattore che influenza la finanza d'azienda e la strategia finanziaria è la natura dei propri *asset*. Le aziende che possiedono *assets* tangibili, come ad esempio, macchinari, terreni o immobili, possono trovare più facilmente finanziamenti o possono ottenere condizioni più agevoli. Le condizioni di mercato anche giocano un ruolo chiave nella

determinazione delle difficoltà di finanziamento da parte delle aziende; sia il mercato dei prodotti che quello dei capitali sono soggetti a variazioni. L'offerta di capitale da parte di investitori pubblici e il prezzo al quale questo capitale è venduto può variare drammaticamente. Questi cambiamenti possono essere risposte a bandi regolamentari o spostamenti di investitori per percezioni di redditività futura. Se c'è un alto grado di competizione o una grande incertezza riguardo le dimensioni di un potenziale mercato, le aziende possono trovare grandi difficoltà a reperire capitale dalle fonti tradizionali di raccolta.

Il venture capital rappresenta una forma di finanziamento della crescita delle imprese, attraverso cui nuovi beni o servizi e tecnologie di produzione sono selezionati, sviluppati in formule imprenditoriali e infine commercializzati (Corigliano, 2001, 33). Si tratta di una forma di intermediazione finanziaria in grado di avviare, sostenere e a volta rafforzare la crescita delle imprese, attraverso un personalizzato programma di sviluppo.

Nella letteratura non esiste una sola definizione di venture capital, infatti c'è una sostanziale differenza tra il significato attribuito al termine dalla scuola americana e da quella europea. In Europa infatti di solito si utilizza una definizione di venture capital in senso più ampio rispetto alla definizione adottata negli Stati Uniti. L'orientamento europeo, è quello di usare il termine venture capital come sinonimo di private equity; quindi è venture capital ogni attività di investimento in capitale di rischio effettuata nei confronti di imprese non quotate (Corigliano, 2001,34). Al contrario nella accezione americana, rientra nel finanziamento attraverso venture capital prevalentemente l'attività di investimento in capitale di rischio effettuata nei confronti di imprese nuove o di recente costituzione, innovative, a elevato contenuto tecnologico, al fine di incentivarne lo sviluppo e la loro espansione; vengono escluse in questa concezione le operazioni di *leveraged buy out*, *management buy out* e di *turnaround* che invece sono incluse nella concezione europea. In secondo luogo, l'attività di investimento nel capitale di rischio, private equity, pur essendo unica viene spesso distinta in *merchant banking* e venture capital in funzione del diverso stadio di sviluppo in cui si trova l'impresa al momento in cui avviene l'intervento finanziario. Sotto questo punto di vista, con il termine merchant banking si rappresenta l'attività di investimento in

capitale di rischio realizzata nei confronti di imprese già avviate, in modo da sostenerne lo sviluppo e promuoverne la quotazione in borsa: si parla in questi casi di *development capital*. Il *merchant banker* dunque è colui che concentra la propria attività di investimento nei confronti di aziende che hanno già avviato, almeno parzialmente, un programma di sviluppo. L' *expansion financing*, insieme al management buy out e al *turnaround financing* costituiscono operazioni di *merchant banking*.

Con il termine *venture capital* si rappresenta invece l'attività di investimento in capitale di rischio nei confronti di imprese nuove o di recente costituzione, si parla di *early stage financing*. Questo rappresenta il concetto originario di *venture capital* così com'è nato negli anni 70 negli Stati Uniti. In questa modalità il *venture capital* si configura come un sottoinsieme del *private equity*. Sulla base di questa distinzione, le operazioni di *venture capital* essendo principalmente rivolte agli stadi iniziali dello sviluppo delle imprese, sono notevolmente più rischiose e conseguentemente consentono di ottenere, se l'iniziativa ha successo, una remunerazione maggiore del capitale investito. Infatti il rendimento atteso dell'intermediario è funzione sia del rischio dell'investimento sia della durata dello stesso: per questo motivo il *venture capitalist* ha ovviamente aspettative di ritorno maggiori del *merchant banker*.

Nel corso degli anni il concetto originario di *venture capital* si è evoluto fino a includere una serie ampia e diversificata di interventi lungo tutto il ciclo di sviluppo dell'impresa, dalla nascita alla sua maturazione. Alla luce di queste considerazioni è possibile ridefinire l'attività di *venture capital* come un'attività di investimento in capitale di rischio, rivolta a imprese, generalmente di medio-piccole dimensioni, non ancora quotate, innovative e con elevata potenzialità di crescita. Il finanziamento avviene di solito attraverso l'assunzione di partecipazioni, di minoranza, al capitale azionario o la sottoscrizione di obbligazioni convertibili. L'intenzione è quella di guidare attivamente l'impresa all'interno di un processo accelerato di sviluppo, al fine di massimizzare il *capital gain* realizzabile in sede di dismissione delle partecipazioni acquisite, una volta portati a termine gli obiettivi di crescita prefissati. L'acquisizione di partecipazioni per il *venture capitalist* ha dunque un carattere temporaneo, perché avviene con l'intenzione di procedere a un loro successivo smobilizzo in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, solitamente 5 o 10 anni, nella speranza di conseguire un guadagno in conto

capitale, costituito dalla differenza tra il valore di assunzione delle partecipazioni e quello della loro successiva cessione sul mercato.

Dalla definizione si comprende come il finanziamento attraverso venture capital si caratterizzi e si differenzi dalle altre forme di intermediazione finanziaria per i seguenti elementi (Corigliano, 2012, 35):

- Si tratta di investimenti in capitale di rischio;
- Si ha un supporto finanziario abbinato a un supporto gestionale dell'impresa finanziata;
- La partecipazione al capitale dell'impresa ha un carattere solo temporaneo e minoritario.

Si tratta di investimenti in capitale di rischio, in quanto si ha una condivisione del rischio di impresa. Infatti, il finanziamento generalmente si realizza attraverso l'acquisizione di una partecipazione societaria al capitale di rischio dell'impresa finanziata o attraverso la sottoscrizione di obbligazioni convertibili in prospettive di sviluppo e di crescita. Di conseguenza il finanziamento risulta rischioso per due motivi principali: ha la funzione di permettere la realizzazione di progetti innovativi, i *venture capitalist* diventano co-imprenditori e vengono ad assumere in prima persona tutti i rischi collegati allo sviluppo dell'attività imprenditoriale.

L'intervento del *venture capitalist* non si limita a un mero apporto di capitale; il supporto finanziario infatti è generalmente accompagnato da un supporto gestionale, che si concretizza in una serie di servizi di consulenza e assistenza finanziaria e manageriale alle imprese finanziate. Il *venture capitalist* apporta capitale, idee, stimoli, esperienza, contatti ed è un intermediario attivamente coinvolto nella gestione delle imprese ad esso finanziate. Il supporto gestionale offerto dai *venture capitalist* è tanto più importante quanto più si tratta di finanziare imprese nuove o di recente costituzione e spesso è più importante della componente finanziaria stessa. L'intervento *del venture capitalist* ha carattere temporaneo e minoritario. Sebbene il finanziamento avvenga generalmente attraverso l'acquisizione immediata o successiva di quote di capitale, il *venture capitalist* non mira ad acquisire il controllo definitivo dell'impresa; le partecipazioni sono acquisite con la prospettiva di una loro successiva cessione nel

mercato una volta realizzato il desiderato incremento di valore dell'impresa al fine di massimizzare il capital gain realizzabile in sede di dismissione. Si tratta dunque di un'operazione temporanea e fin dall'inizio viene pianificata l'uscita dall'investimento in un periodo circoscritto, attraverso la vendita della partecipazione al pubblico o ad imprese.

Le imprese di piccole-medie dimensioni che accettano la partecipazione di società di venture capital nella loro gestione, possono ottenere una serie di vantaggi non indifferenti, tra i quali possiamo ricordare i seguenti:

- Maggior facilità di reperire i fondi utili per finanziare gli obiettivi di investimento, ricerca e sviluppo pianificati. Grazie all'intervento dell'investitore istituzionale possono essere resi fattibili progetti di investimento altrimenti non attuabili, dato che la sua presenza contribuisce a elevare l'affidabilità finanziaria dell'impresa, agevolando il reperimento di finanziamenti anche a titolo di capitale di debito;
- Possibilità di ottenere servizi e consulenze in materia finanziaria, nonché nelle altre aree di gestione aziendale, soprattutto con riferimento alle scelte strategiche d'investimento e di reperimento di personale qualificato;
- Miglioramento dell'immagine e dell'affidabilità finanziaria nei confronti del mercato, delle banche e della clientela, in quanto l'ingresso di un partner finanziario nella propria impresa assicura un maggior prestigio all'impresa stessa, nonché una maggior validità ai suoi programmi di sviluppo;
- Miglioramento della forza contrattuale nei confronti del sistema bancario e dei fornitori, in virtù della maggiore consistenza economico-finanziaria ottenuta;
- possibilità di realizzare, grazie all'intervento del socio istituzionale, una strategia di gestione più professionale e meno soggetta ai condizionamenti di natura familiare.

E' opportuno segnalare che il venture capital alle volte può essere rischioso per le imprese in quanto l'obiettivo del *venture capitalist* è quello di modellare e guidare le imprese finanziate lungo un processo di crescita ben delineato. A volte per ridurre i tempi di attesa necessari per uscire dall'investimento si tende a sovradimensionare le imprese finanziate aumentandone i rischi.

Con l'espressione investimento istituzionale nel capitale di rischio, si intende la partecipazione al capitale di rischio da parte di operatori specializzati, che si realizza solitamente attraverso la sottoscrizione o l'acquisto di azioni dell'impresa (Del Giudice, 2002,1).

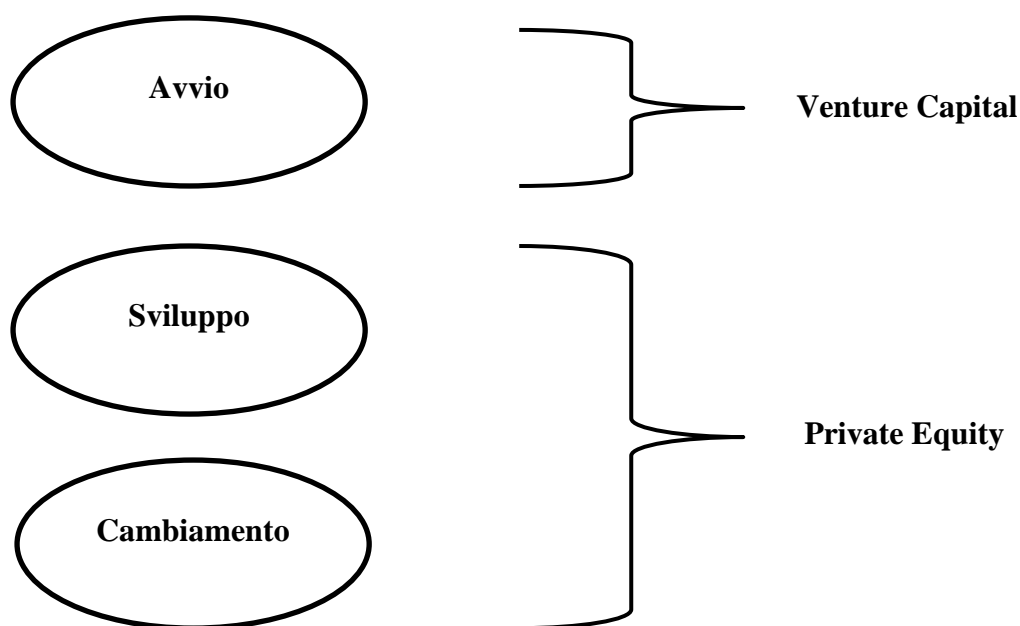
Insieme ai mezzi finanziari l'investitore offre esperienze professionali, competenze tecniche e manageriali, una rete di contatti con altri investitori e istituzioni finanziarie. A livello internazionale tale attività si definisce di *private equity* e *venture capital*. E' importante sottolineare come l'investitore istituzionale nel capitale di rischio è solamente un socio temporaneo, seppur di medio lungo periodo, che come tale dovrà prima o poi cedere la partecipazione acquistata per realizzare il proprio obiettivo che consiste nella realizzazione, nel medio termine, di un importante guadagno, ovvero il *capital gain*, attraverso appunto la cessione della partecipazione acquistata. Per guadagno in conto capitale si intende l'incremento di valore della partecipazione maturato dal momento della sua assunzione fino a quello della successiva cessione e monetizzazione.

In generale, mentre il *venture capital* si riferisce al capitale utilizzato per avviare nuove imprese e per sviluppare imprese già esistenti, il *private equity* interviene per lo più per risolvere problemi connessi con la proprietà di un'impresa o con il fenomeno del passaggio generazionale

E' opportuno precisare che tra gli operatori del settore, il *venture capital* è sicuramente quello utilizzato più frequentemente per indicare, in modo generale, l'investitore nel capitale di rischio. A questo tipo di intervento, viene poi spesso associato il concetto di innovazione, in quanto il *venture capital* nella sua accezione storica si indirizza verso imprese giovani e innovative, dove il rischio assunto dall'investitore è strettamente connesso al rischio industriale dell'iniziativa e alle capacità dell'imprenditore. In termini più ampi ci si riferisce al finanziamento dello sviluppo dell'impresa.

Il *private equity* invece è l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine (Gervasoni, Sattin, 2008, 28). Data questa definizione di *private equity* si può affermare che il *venture capital* non

è un corpo estraneo ma bensì una parte specifica dell'attività di investimento del *private equity*. L'investimento rivolto al sostegno e allo sviluppo dell'impresa costituita e già ben avviata si definisce come *expansion capital* mentre gli investimenti che sono focalizzati su cicli non ordinari e d'impresе in difficoltà, prendono il nome di *turnaround investment*. Gli operatori del settore sono chiamati *private equity investor* e il capitale investito può essere utilizzato per sviluppare nuovi prodotti e nuove tecnologie, per accrescere il circolante, per finanziare acquisizioni o per rafforzare la struttura finanziaria di una società. Tuttavia il *private equity* può anche essere utilizzato per risolvere problemi connessi con l'assetto proprietario di un'impresa o con una sua generale riorganizzazione ed inoltre è lo strumento che viene più usato per operazioni come il *buy out* e il *buy in*



**Figura 1: Private Equity e Venture Capital**

### 3.3 I fondi di investimento mobiliare chiusi

Questa tipologia di fondi raccoglie capitale attraverso l'emissione di quote per investirli principalmente in titoli di società non quotate. Si parla di fondi chiusi in quanto, a differenza dei fondi aperti, essi non consentono il riscatto delle quote in forma continuativa, ma, di norma, soltanto alla scadenza prefissata dal regolamento, nonché per il differente profilo di rischio determinato dalla politica di investimento del fondo, orientata all'acquisizione di partecipazioni azionarie in imprese non quotate e pertanto di non facile smobilizzo. (Gervasoni, Sattin, 2004, n. pag. 69).

Questa tipologia di fondi è indicata per determinati investitori che possono essere individuali o istituzionali ma che hanno in comune la possibilità di potersi assumere un elevato grado di rischio che porterà ad un elevato grado di rendimento realizzabile nel medio lungo periodo. Partendo da queste considerazioni è possibile affermare che i fondi chiusi hanno un ruolo centrale nel finanziamento, attraverso capitale di rischio, di imprese con alto potenziale di sviluppo e di redditività che però non hanno a disposizione le risorse finanziarie per realizzare il proprio progetto di avvio, di crescita o di cambiamento.

Il rapporto diretto tra il management del fondo e i soggetti che apportano il capitale, conduce ad un maggior livello di efficienza nella gestione delle attività. Questo può anche essere ricondotto alle differenti formule di retribuzione, basate, nel caso dei fondi chiusi, prevalentemente sul meccanismo del *carried interest*, quota parte del capital gain realizzato – generalmente pari al 20% - trattenuta dal gestore a titolo di success fee, e solo marginalmente sulle management *fees*, meccanismo che nel caso delle finanziarie bancarie, private o industriali, risulta più improntato al concetto di <<stipendio>>, al quale sommare eventuali bonus sull'attività svolta. (Gervasoni A, Sattin F, 2004, n. pag. 41). L'utilizzo del concetto di *carried interest* crea un particolare senso di imprenditorialità nell'attività svolta dai fondi chiusi anche senza che ci sia una diretta partecipazione finanziaria del management team all'attività di investimento. Questa caratteristica di imprenditorialità dell'attività svolta, unita al rapporto di fiducia che si viene a creare tra fornitori di capitale e gestori, attribuisce inoltre ai fondi chiusi una generale più ampia autonomia decisionale sulle scelte di investimento, fondate sulla ricerca del maggior rendimento possibile.

Altra caratteristica che distingue i fondi chiusi da altri operatori è la precisa scadenza che essi devono avere, una volta giunta la quale si deve procedere allo smobilizzo degli investimenti e alla restituzione delle quote. Pertanto la presenza di un termine formale all'attività di investimento fa sì che debba essere posta una maggiore attenzione nella pianificazione temporale dei singoli *deals*.

#### 3.4 I fondi chiusi di diritto italiano

I fondi comuni di investimento mobiliare chiusi sono stati introdotti nel nostro ordinamento dalla legge n. 344 del 14 Agosto 1993, mentre i fondi aperti furono introdotti in Italia qualche anno prima con la legge n. 77 del 23 Marzo 1983. Le prime iniziative legislative risalgono al 1986 con il ddl n. 1943, Istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi, presentato dai senatori Rubbi e altri e la proposta di legge n. 4211, Istituzione dei fondi comuni di investimento in società non quotate in Borsa, dei deputati Borghini e altri. Nel corso della XI legislatura c'è stata l'approvazione della legge definitiva, nata dall'unificazione di tre nuove proposte di legge (Piro, Rosini e altri, Pellicanò e altri), basata su alcune disposizioni contenute nei testi susseguitesi nel tempo.

Con la nuova legge approvata nel 1993 il valore unitario minimo delle quote era pari a 100 milioni; questo tipo di quota da una parte rendeva impossibile l'accesso a tale strumento ai piccoli risparmiatori, dall'altra rendeva decisamente difficoltoso operare senza l'intervento di intermediari specializzati. Altre restrizioni alla politica di investimento non consentivano l'acquisto di partecipazioni di maggioranza e impedivano il ricorso alla leva finanziaria bloccando di fatto l'operatività dello strumento. Inoltre obbligare i sottoscrittori a collocare in Borsa le quote del fondo, dopo tre anni dalla costituzione, risultava penalizzante per i sottoscrittori nel caso in cui la scadenza prevista dalla legge non corrispondesse ad un periodo di particolare stabilità del mercato. Come ultimo c'era il vincolo di non potere distribuire i proventi realizzati dal fondo, se non dopo cinque anni dall'entrata in operatività, impediva il rapido disinvestimento di una partecipazione, anche quando questa generasse perdite.

### 3.4.1 Il Testo Unico della Finanza e la regolamentazione attuativa

I fondi comuni hanno subito una profonda modifica, che ha contribuito a portare sensibili miglioramenti in materia, attraverso il d.lgs. n. 58 del 24 Febbraio 1998. Con l'intervento del 1 Luglio 1998 la Banca d'Italia ha diminuito da cinque a due miliardi la dimensione minima del patrimonio richiesto per le società di gestione del risparmio, considerando la professionalità e l'esperienza del gestore come gli elementi che avrebbero salvaguardato i sottoscrittori. Per quanto riguarda i fondi mobiliari chiusi, il TUF si è adoperato in modo da differenziare i fondi chiusi riservati esplicitamente agli investitori istituzionali, prevedendo minori vincoli normativi e allineandone le caratteristiche operative a quelle internazionali.

Il decreto del ministero del Tesoro n. 228 del 24 Maggio 1999 e il Provvedimento della Banca d'Italia del 20 Settembre 1999 hanno introdotto ulteriori modifiche alla struttura e al funzionamento dei fondi chiusi che hanno avuto un impatto positivo sul loro sviluppo in particolare, consentendo: (Gervasoni, 2007, p. 109)

- l'assunzione di partecipazioni di maggioranza;
- la modalità di raccolta dei capitali attraverso versamenti richiamati per *tranche* al momento in cui si presentano le opportunità di investimento;
- la scomparsa dell'obbligo di quotazione delle quote del fondo chiuso, che rimane una facoltà rimessa al regolamento del fondo.

Nello stesso momento sono state semplificate alcune procedure relative all'accesso al mercato, attraverso il minor tempo di approvazione dei regolamenti dei fondi; in secondo luogo è stata premiata l'innovazione di prodotto attraverso la possibilità, per quando riguarda i fondi chiusi, di investire in fondi speculativi con particolari caratteristiche e prevedendo maggiori flessibilità operative, specialmente per quei fondi che si rivolgono ad investitori qualificati. La promozione di una maggiore efficienza organizzativa e il sostegno alla diversificazione dei prodotti si accompagnano ad un rafforzamento delle tutele per i clienti dell'industria, risparmiatori retail e investitori professionali, che si esplicita soprattutto nel sistema dei controlli interni sull'attività dell'intermediario.

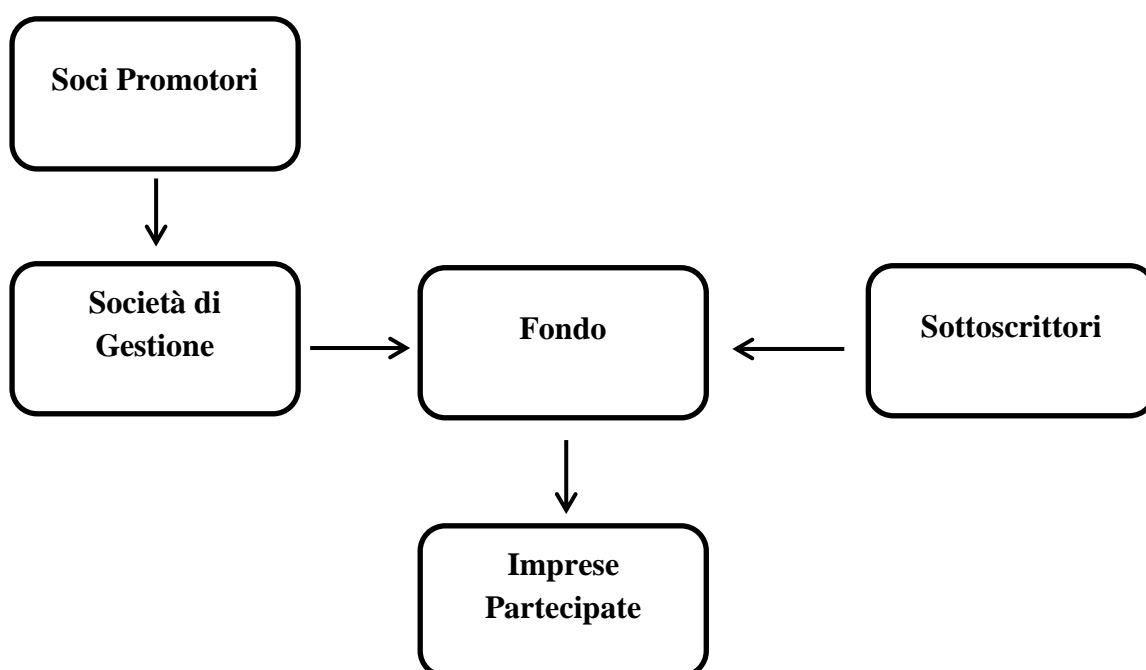
### 3.5 I fondi di *private equity*: struttura e funzionamento

In termini temporali i fondi hanno solitamente durata decennale, all'interno di questo arco di tempo possono essere individuati due sotto periodi: il periodo durante il quale è possibile effettuare investimenti, che va da un minimo di tre ad un massimo di sette anni, e il periodo successivo, fino alla scadenza, durante il quale vengono effettuati i disinvestimenti e si può procedere a rimborsare parzialmente le quote versate dai sottoscrittori. La durata del fondo in alcuni casi può essere prorogata di due o tre anni se la fase del disinvestimento delle partecipazioni non è stata completata al termine della vita del fondo e se la maggioranza degli investitori è d'accordo.

I sottoscrittori delle quote del fondo sono gli investitori, che conferiscono il capitale in virtù del rapporto di conoscenza e fiducia maturato nei confronti dei gestori. I soggetti che rientrano più frequentemente nella categoria sono gli investitori istituzionali, cioè le banche, i fondi pensione, le aziende, le compagnie assicurative, le fondazioni, i fondi di fondi e anche i risparmiatori con un'elevata propensione al rischio.

Lo schermo mostra la struttura di un fondo chiuso e i flussi di capitale che vengono scambiati tra i differenti soggetti coinvolti.

**Figura 2: Struttura di un fondo di *Private Equity***



La società di gestione del fondo chiuso, che, a seconda dei paesi di riferimento, assume una forma giuridica differente, ha solitamente azionisti propri e un patrimonio distinto da quello del fondo; sulla base del conferimento di un mandato, essa ha il compito di gestire in modo trasparente e professionale le risorse del fondo. Questa società è costituita da un numero ristretto di professionisti di profilo *senior*, di solito non più di cinque, portatori della esperienza derivante dall'appartenenza a precedenti gruppi di gestione supportati da analisti e da figure di staff. Questi soggetti si occupano di raccogliere le risorse presso i sottoscrittori, effettuare l'attività di gestione vera e propria, investendo i capitali a disposizione e di individuare le migliori opportunità di disinvestimento. In alcuni casi la società di gestione può avvalersi di una società esterna (*advisor*), che supporti l'attività di gestione negli ambiti in cui sono richieste competenze specifiche, durante il processo di investimento o nello svolgimento delle singole funzioni, come l'individuazione delle imprese *target*. I gestori negoziano con i sottoscrittori alcune condizioni contrattuali, in gran parte di carattere economico, che rappresentano le clausole del regolamento del fondo finalizzate ad allineare gli interessi dei due gruppi di soggetti (Gervasoni, 2007, 61). In effetti con riferimento alla struttura dei fondi chiusi di *private equity* e *venture capital*, è fondamentale la natura del rapporto tra società di gestione, fondo e partecipanti.

### 3.6 La costituzione di un fondo chiuso di *private equity*

La creazione di un fondo chiuso passa per diverse tappe che sono dei passi obbligatori per la progettazione e la realizzazione di un fondo di *private equity*. Innanzitutto nella fase iniziale i promotori devono realizzare un *business plan* del progetto e solitamente ci si avvale in questi casi di un promotore poiché i sottoscrittori valutano positivamente i promotori che offrono maggiori garanzie di credibilità come possono essere ad esempio i grandi istituti finanziari o le grandi organizzazioni economiche. La cosa fondamentale nella fase di avvio di un fondo è che i promotori rendano attraente il prodotto per i potenziali sottoscrittori cercando di interpretare le loro esigenze in termini di redditività e trasparenza. La convergenza degli interessi tra gestore e investitori, delineata nei suoi

principi generali nella fase di studio iniziale del progetto, è realizzata poi concretamente nella successiva fase di contrattazione delle clausole di funzionamento del fondo ed è comunque una condizione fondamentale per il successo dell'iniziativa.

Alcune delle variabili che dovranno essere precisate durante la strutturazione dell'iniziativa riguardano la necessità di (Gervasoni, 2007, 68):

- limitare l'assunzione di responsabilità da parte degli investitori, dal momento che essi non svolgono un ruolo attivo nella gestione delle società partecipate;
- creare una struttura che eviti, dal punto di vista fiscale, il problema della doppia tassazione sui proventi realizzati dal fondo, che possa incidere, cioè, sia nel momento in cui i proventi sono realizzati, sia successivamente, in capo ai sottoscrittori, quando gli stessi proventi vengono distribuiti; questa struttura dovrebbe risultare attraente e conveniente per la maggior parte delle categorie di investitori che potrebbero essere interessati all'iniziativa, anche aventi sede in paesi diversi;
- Assicurare la maggiore efficienza nella struttura dei costi amministrativi, delle commissioni di gestione e degli schemi di incentivo.

Il secondo passo del processo di creazione di un fondo è la raccolta dei capitali, nota con il termine di origine anglosassone *fund raising*. Tale processo si articola in più fasi, ciascuna di una durata più o meno variabile a seconda delle condizioni del mercato e dell'esperienza maturata dal futuro gestore in precedenti iniziative. Passando ad analizzare ora le fasi del processo, nei primi due mesi sarà necessario definire gli obiettivi strategici e di pre-marketing. In sostanza, si parla di una progettazione di massima degli obiettivi strategici del nuovo fondo, ovvero dimensione, mercato geografico di riferimento, tipologia degli investimenti, profilo del gruppo di gestione; durante la quale, dopo aver effettuato un'analisi della situazione di mercato, in funzione delle competenze e del background dei promotori, si identificano gli investitori strategicamente più appetibili per la raccolta. Condizione necessaria è che il promotore o sponsor dell'iniziativa goda di una buona reputazione sul mercato domestico e cominci la raccolta proprio da questo. Infatti gli investitori internazionali, diffideranno di quei soggetti che senza buone ragioni non sono stati in grado di attirare la fiducia di investitori operanti nel paese sede dell'iniziativa. E' in questa fase che i gestori del

fondo dovranno decidere se avvalersi, per un supporto nella raccolta, di una società esterna specializzata, *placement agent*, o di una rete di consulenti locali a cui assegnare l'incarico. E' infatti, opportuno che tale scelta avvenga nella fase iniziale di strutturazione dell'iniziativa, cosicché questi soggetti possano partecipare alla definizione della strategia di marketing. La decisione se ricorrere ad un supporto esterno dipende dalla presenza o meno di strette relazioni con gli investitori che si intendono raggiungere e delle risorse professionali interne che si intendono impiegare per tale attività, tenuto conto che la commissione richiesta da specialisti esterni si colloca tra l'1 e il 2 % dei capitali raccolti.

A questo punto si procede nella scelta dei primi investitori a cui rivolgersi che vengono chiamati *gatekeepers* o *cornerstone investors*, cioè i soggetti chiave di cui il gruppo di gestione si avvale per poter attrarre altri investitori originando un circolo virtuoso. Questi soggetti sono consulenti, gestori di portafogli di fondi e manager di grandi investitori istituzionali che, a loro volta, rappresentano un gran numero di investitori e costituiscono spesso per i fondi l'unica via di accesso a mercati geograficamente lontani. I gatekeepers sono molto esigenti nella richiesta di informazioni sulla strategia di investimento e pertanto il promotore dovrà dimostrare di avere strutturato il fondo anche nei dettagli tecnici, sotto i profili economico, legale e fiscale, ricorrendo al supporto di esperti e professionisti negli ambiti considerati. In questa fase viene conferito l'incarico dell'assistenza e della preparazione della documentazione legale ad uno studio specializzato e viene impostata la struttura societaria, anche sotto il profilo fiscale.

Nella seconda fase del processo che può iniziare anche contemporaneamente alla prima fase, si affronta la preparazione del materiale marketing. I promotori effettuano un'analisi della strategia di marketing complessiva rispetto ai potenziali destinatari identificati nella fase precedente e passano alla preparazione del materiale da presentare. Si tratta di predisporre una presentazione e di provvedere alla distribuzione del documento di presentazione, che dovrà illustrare l'iniziativa. Le principali condizioni da indicare in questo documento preliminare sono:

- La dimensione e durata del fondo;
- La dimensione delle quote di partecipazione;

- Le politiche di distribuzione dei proventi;
- L'entità e struttura delle commissioni di gestione e delle altre condizioni economiche;
- I tempi e le modalità di informativa verso gli investitori.

I dati quantitativi sulle performance passate del gestore rappresentano un elemento essenziale per le scelte di allocazione del portafoglio compiute dagli investitori istituzionali e privati.

Nella terza fase quella del marketing sull'esterno e della due diligence da parte degli investitori, che solitamente ha inizio dopo tre mesi dall'avvio del processo e può durare anche otto mesi, si procede ad incontrare direttamente i potenziali sottoscrittori che sono stati preliminarmente contattati. Si organizzano delle sessioni di due diligence per gli investitori presso gli uffici della società di gestione. Durante queste visite gli investitori verificano l'attendibilità di alcune notizie precedentemente ricevute; tra gli aspetti che sono tenuti in maggiore considerazione ci sono: le risorse umane come l'affiatamento all'interno del gruppo di gestione, l'inesistenza di conflitti di interesse e meccanismi di incentivazione attrattivi costituiscono fattori critici di successo; strategia di investimento: essa deve essere chiara in termini di settore industriale, tipo di operazione, limiti dimensionali, area geografica, tipo di partecipazione al capitale; misurazione della performance: viene chiesto l'utilizzo di parametri chiari e confrontabili a livello internazionale.

Al termine di questa fase i gestori potranno ricevere dagli investitori una manifestazione di serio interesse a partecipare all'iniziativa. Durante l'ultima fase del processo in contemporanea con la *due diligence* svolta dagli investitori, si negoziano le condizioni contrattuali con gli investitori principali e si comunicano poi anche agli altri investitori eventuali variazioni. Infine si perfeziona la struttura societaria e la definitiva documentazione legale e fiscale per la firma del contratto. E' possibile che i fondi chiusi riservati ad investitori qualificati vengano sottoscritti in due tempi: ad un primo periodo di sottoscrizione, volto a conseguire gli obiettivi minimi di raccolta, ne segue un secondo, allo scopo di consentire ai primi sottoscrittori a nuovi investitori di definire il proprio impegno anche in funzione delle adesioni complessivamente pervenute.

Una volta concluso il processo di raccolta delle sottoscrizioni e durante tutta la vita del fondo è estremamente importante mantenere un buon rapporto con gli investitori al fine di consolidare la loro fiducia nel tempo, eventualmente anche a favore delle iniziative che potranno essere promosse successivamente.

Tra le cause che potrebbero compromettere in senso negativo la relazione tra investitori e management se ne possono individuare di due tipologie: quelle endogene rispetto al fondo, come una cattiva performance o scelte di gestione sbagliate, e quelle esogene. Queste ultime tra l'altro, sono meno facilmente controllabili dal management e pertanto possono avere conseguenze molto negative se giungono inaspettate. Si possono ricondurre a questa categoria gli effetti legati all'introduzione di nuove leggi in un particolare paese o la presenza di problemi macroeconomici, dovuti ad una congiuntura economica sfavorevole, che rischiano di allontanare intere categorie di investitori da un mercato per un periodo di tempo indeterminato. L'informazione periodica costituisce sicuramente un elemento utile a consolidare il suddetto rapporto nel tempo. Gli investitori desiderano essere costantemente informati sulle attività di investimento e disinvestimento svolte dal fondo e sull'andamento delle partecipazioni in portafoglio.

La trasparenza è utile ai gestori stessi per il monitoraggio del fondo e impedisce che vi sia conflitto di interesse tra gli investitori. Il management del fondo deve garantire un trattamento paritario a tutti i sottoscrittori, ma ciò non significa che fornisca a tutti le medesime informazioni, se esse non sono considerate rilevanti. Infine occorre sottolineare che la trasparenza è diventata in questi ultimi anni un fattore chiave per l'affidabilità e la credibilità dell'intera industria di *private equity* e *venture capital* all'interno del mercato finanziario.

### 3.7 La performance dei fondi chiusi

Quando viene creato un fondo chiuso è importante poterne monitorare l'andamento in termini di performance, per capire se il fondo sta avendo un rendimento nelle attese o se le previsioni di profitto erano sovrastimate.

Solitamente si analizzano la performance del singolo investimento e quella del fondo; infatti il rendimento del singolo investimento è misurato dall'*internal rate of return* (IRR) su base annua mentre la performance di un fondo è determinata come media dei rendimenti annui delle operazioni, ponderati per il capitale investito. L'IRR è il tasso che rende uguali il valore attuale dei flussi di cassa in uscita (*outflows*) associati all'investimento e la sommatoria dei flussi di cassa in entrate (*inflows*) attualizzati, derivanti dall'investimento stesso (Querci, 2009, 33).

Da un lato la determinazione della performance quantifica l'abilità dei gestori del fondo di scegliere le opportunità di investimento migliori, gestirle e disinvestire. Dall'altro lato, la performance offre una valutazione di efficienza, rappresentando il rendimento per gli investitori al netto dei costi di gestione.

L'IRR puro *cash on cash* IRR può essere calcolato solo quando tutti gli investimenti sono stati realizzati e gli investitori rimborsati al netto del *carried interest*, delle commissioni di gestione e di altri oneri accessori applicabili. Al fine di valutare i risultati delle singole operazioni di investimento, può essere calcolato un tasso di rendimento lordo, basato sui flussi di cassa derivanti dai singoli *deals* realizzati:

$$\frac{Out_{t_0}}{(1+IRR)^{t_1}} + \dots + \frac{Out_{t_n}}{(1+IRR)^{t_n}} = \frac{In_{t_0}}{(1+IRR)^{t_0}} + \dots + \frac{In_{t_n}}{(1+IRR)^{t_n}} \quad (1)$$

Dove Out e In rappresentano rispettivamente i flussi di cassa in uscita e in entrata, originati dal singolo investimento, alle differenti scadenze  $t_k$  per  $k=1, \dots, n$ .

Il rendimento medio dei fondi di private equity è determinato come media aritmetica dei tassi annui di rendimento degli investimenti ponderati per il capitale investito nelle singole aziende. Dato un fondo  $j$  che effettua  $k$  investimenti nel capitale di rischio di altrettante aziende, la performance media del fondo  $j$  è data da (Querci, 2009, 35):

$$R_j = \sum_{i=1}^k \frac{Y\_INVIRR_i * I\_SIZE_i}{F\_SIZE_j} \quad (2)$$

Dove:

$Y\_INVIRR$ : tasso di rendimento sull'investimento  $i$ , per  $i=1, \dots, k$ ;

$I\_SIZE$ : ammontare del capitale investito nell'azienda  $i$ , per  $i=1, \dots, k$ ;

$F\_SIZE$ : dimensione del fondo  $j$ , ossia la somma di capitale investiti nelle  $k$  aziende.

Una delle caratteristiche della variabile rendimento del fondo è la sua natura di trasferibilità, ossia la sua attitudine a ripartirsi più o meno equamente tra gli investimenti del fondo. Per misurare tale attitudine, occorre procedere a un'analisi della concentrazione del rendimento di ciascun fondo. Il grado di concentrazione è tanto minore quanto più il rendimento del fondo risulta equidistribuito tra gli investimenti realizzati, ossia quanto più equilibrato è il contributo di ciascun investimento al rendimento di portafoglio. In caso di perfetta equidistribuzione, gli investimenti contribuiscono in eguale misura alla performance media di portafoglio. All'estremo opposto si colloca l'ipotesi di massima concentrazione, nella quale una sola operazione contribuisce da sola al rendimento del fondo. L'analisi della concentrazione ci consente di valutare la capacità del fondo di selezionare le aziende eccellenti, che presentano consistenti opportunità di crescita quindi potenzialmente ad elevata redditività.

Altri indici che possono essere utilizzati nell'analisi dell'andamento di un fondo sono : il *distribution to Paid-In*, il *Residual Value to Paid-In* e il *Total Value to Paid-In*. Il primo che è chiamato anche *Cash Multiple*, misura il rendimento cumulativo distribuito sul totale del capitale investito (rapporto tra i dividendi/proventi distribuiti e l'ammontare totale investito dal sottoscrittore del fondo). Il rendimento è misurato al netto di tutti i costi di gestione e di eventuali commissioni a carico del fondo. Questo particolare indicatore può tuttavia essere applicato correttamente solo quando il fondo si trova alla fine della sua vita utile. Il secondo indicatore, il *Residual Value to Paid-In*, indica il valore investito residuo, al netto delle commissioni di gestione e dei *carried interest*, sul totale del patrimonio del fondo. Infine il *Total Value to Paid-In* rappresenta la somma dei due precedenti indicatori e misura quindi la performance complessiva del fondo considerando il rendimento cumulativo già distribuito e la valutazione corrente degli investimenti ancora in portafoglio, ipotizzandone un valore di cessione; la somma dei dividendi/proventi distribuiti e del valore del portafoglio ancora da disinvestire

viene rapportata al patrimonio netto del fondo, fornendo un indicatore sintetico di redditività.

Le variabili determinanti la performance dei fondi si distinguono in endogene, ovvero quelle proprie dell'investimento e quelle esogene derivanti dall'ambiente esterno. Le variabili endogene sono (KPMG, 2013, 14): la tipologia di investimenti in portafoglio che è fondamentale nel determinare il rendimento di un fondo. Investimenti caratterizzati da un rischio maggiore statisticamente offrono maggiori opportunità di ritorno sul capitale investito rispetto ad investimenti con un grado di rischio minore; tipologia del fondo: recenti analisi dimostrano come i fondi di fondi riescano mediamente ad ottenere performance migliori rispetto ai fondi che investono direttamente nel capitale delle società; natura del fondo: fondi costituiti da investitori finanziari, con l'obiettivo di massimizzare il rendimento o da soggetti industriali, con finalità strategiche, possono avere obiettivi di rendimento diverso. La natura del fondo influenza infatti l'orizzonte temporale degli investimenti o il grado di rischio; dimensione del fondo: è dimostrato che fondi di grandi dimensioni possono beneficiare di significative economie di scala e di apprendimento; altri studi hanno di contro, dimostrato come la difficoltà di gestire ingenti quantità di capitali possa ridurre l'efficienza delle scelte di allocazione; reputazione del management: il track record storico del management espresso ad esempio dal numero di fondi lanciati e gestiti durante la vita professionale, risulta spesso determinante come elemento predittore delle performance future.

Le variabili esogene sono (KPMG, 2013, 15): il ciclo macroeconomico: la performance del fondo è positivamente correlata infatti al tasso di crescita del PIL del Paese in cui si investe e negativamente correlata al costo del finanziamento mediante capitale di rischio o di debito; evoluzione del mercato azionario: la profittabilità degli investimenti di private equity risulta legata all'andamento dei mercati azionari di riferimento; efficienza del mercato di riferimento: un mercato di riferimento caratterizzato da condizioni di trasparenza e disponibilità delle informazioni, nonché dalla presenza di numerosi investimenti o disinvestimenti, risulta in genere correlato positivamente con il rendimento dei fondi che ad esso fanno riferimento; normativa e politiche fiscali: la

normativa del paese di riferimento in materia societaria e fiscale influenza in modo rilevante la performance degli investimenti di private equity.

### 3.8 Il ruolo del *private equity* nell'attività di ristrutturazione

*Turnaround* è un'operazione con la quale l'investitore interviene per finanziare la ristrutturazione di imprese in perdita. L'investitore è chiamato ad individuare e valutare le cause della crisi, nonché le modalità di rimozione di eventuali criticità aziendali, valutare tra l'opzione di liquidazione e l'opzione di continuazione dell'impresa, pianificare le fasi del processo di ristrutturazione (Di Cagno, 2012, 15). Quest'ultimo deve mettere in evidenza la visione strategica dell'impresa accompagnata dalla sua situazione, attuale e prospettica, industriale economica e finanziaria.

Gli interventi in questo tipo di operazioni sono finalizzati all'allungamento dell'indebitamento o al suo alleggerimento, per indurre le banche creditrici a convertire i propri crediti in azioni sottoposte a procedure concorsuali mirate al risanamento, attraverso società costituite appositamente, al fine di acquisire totalmente o parzialmente l'impresa in crisi (De Luca, 2012, 30).

Nella prassi l'operazione di *Turnaround* si realizza con l'ingresso del fondo nella società attraverso un aumento di capitale di quest'ultima e un'acquisizione da parte del fondo di una quota della azienda target. Gli interventi che in seguito vengono effettuati per il risanamento dell'impresa sono molteplici e spesso spaziano su più piani d'azione e possono riguardare:

- Il management;
- Gli stakeholder della società;
- La strategia;
- L'organizzazione;
- Gli interventi nei processi critici aziendali.

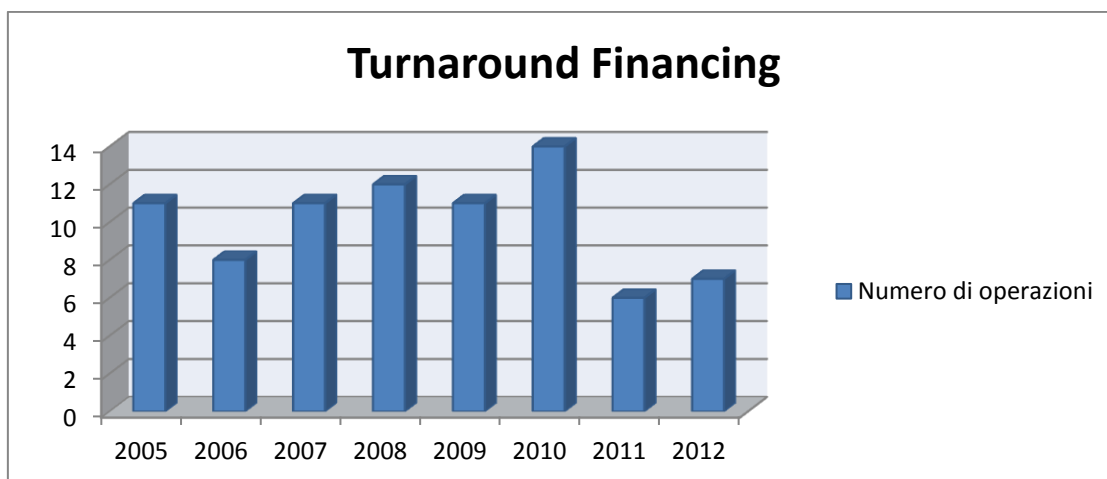
Per quanto riguarda il management si può procedere alla sua sostituzione, in particolare il cambio dell'amministratore delegato o del senior manager è molto frequente nella realtà; con gli stakeholder si cerca di creare un rapporto più solido ad esempio con un

maggior coinvolgimento dell'impresa nel processo dei fornitori, o dei creditori. Un ruolo centrale hanno nel risanamento la strategia e l'organizzazione: la prima può passare per la ridefinizione del *core business*, il disinvestimento di attività non strategiche, l'outsourcing, il riposizionamento di mercato e gli investimenti per lo sviluppo; la seconda può prevedere cambi nella struttura del personale e ricambio nelle posizioni chiave, nuove procedure di controllo in tutte le aree di business, l'introduzione di nuovi sistemi incentivanti delle risorse umane legate alla produttività aziendale. Infine gli interventi sui processi critici sono nuovi investimenti nella rete commerciale e nel marketing, l'ottimizzazione dei costi, l'introduzione dei sistemi di qualità totale, il miglioramento del sistema informatico e la riallocazione di maggiori risorse nella R&D.

Attraverso l'intervento in uno o più di questi settori il piano di risanamento aziendale può svilupparsi nella sua interezza, poiché il legame che unisce strategia e organizzazione con una buona dose di innovazione dei processi critici aziendali, è decisamente forte e molto spesso è la chiave per la buona riuscita del piano.

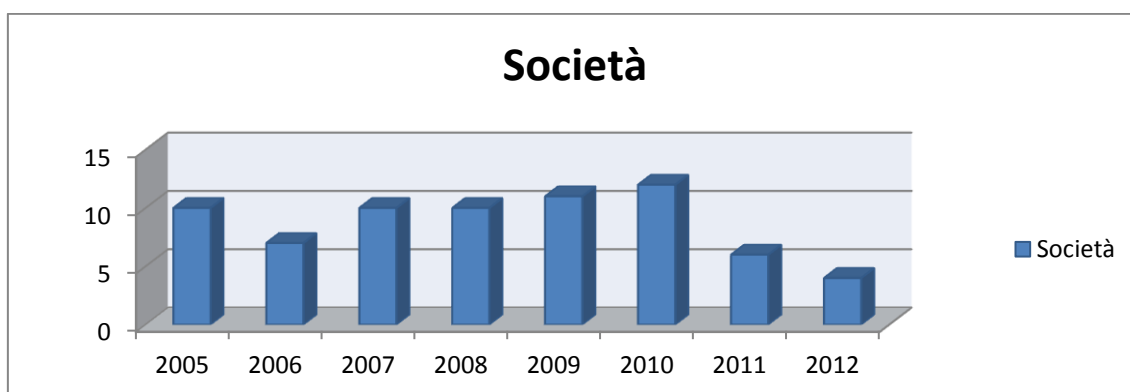
### 3.9 Il *Turnaround Financing* in Italia

L'attività di *Turnaround Financing*, come le altre operazioni che vengono realizzate attraverso i fondi chiusi, non raggiungono attualmente il volume d'affari né in termini di numero di operazioni, né in termini di ammontare investito, rispetto agli altri paesi europei e agli Stati Uniti. Negli anni precrisi il numero di operazioni annuali era costante: nel 2005 ci sono state 11 operazioni mentre il 2006 è stato un anno di contrazione con solo 8 *turnaround financing*. Tuttavia con la crisi mondiale e il conseguente inasprimento delle condizioni economiche e sociali che hanno portato molte imprese verso una situazione di dissesto, il numero di operazioni a cavallo tra il 2008 e il 2010 ha subito un deciso aumento rispetto agli anni precedenti. Dal 2007 fino al 2010 il numero minimo di operazioni è stato di 11 con il massimo picco raggiunto nel 2010 con 14 (AIFI, 2012, 27). Negli anni successivi c'è stato un significativo decremento del numero di attività di circa la metà; infatti con 6 e 7 operazioni rispettivamente nel 2011 e 2012 il mercato ha iniziato a rallentare.



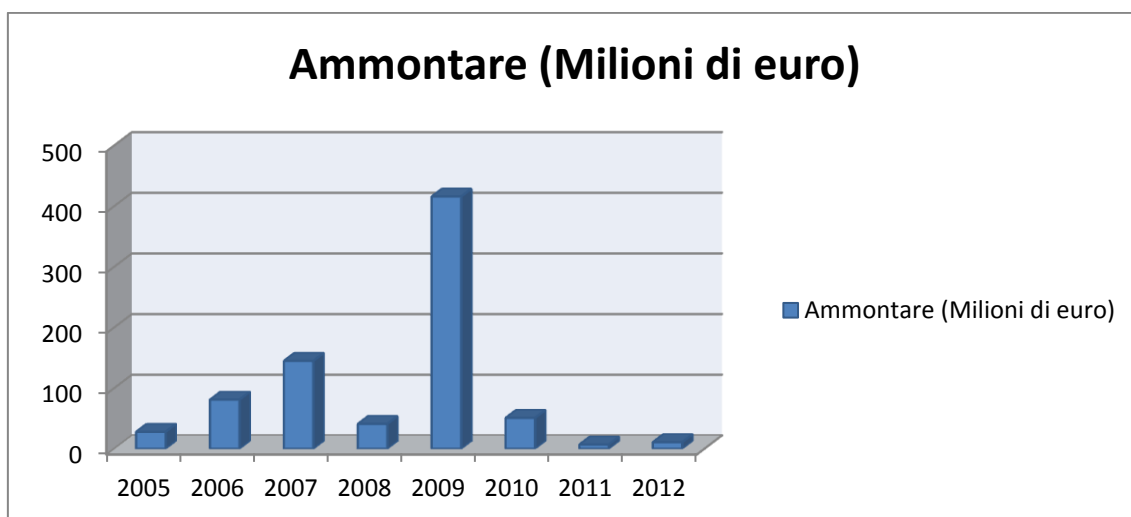
**Figura 3: Numero di operazioni effettuate – Fonte elaborazione dati AIFI**

Il numero di società che è ricorsa al private equity per la propria ristrutturazione in Italia negli anni dello scoppio della crisi ha avuto un rialzo anche se contenuto, passando dalle 7 del 2006 alle 10 del 2007 e 2008 (AIFI, 2010, 15). Un maggiore incremento si è avuto nel 2009 con 11 e il picco è avvenuto nel 2010 con 12 società che hanno effettuato un *turnaround financing*. Negli anni successivi al 2010 si è avuto un netto calo quasi della metà sia del numero di operazioni sia delle società andando ad ipotizzare un miglioramento delle condizioni macroeconomiche post crisi per quella tipologia d'aziende che più di frequente si avvalgono di questo istituto di ristrutturazione.



**Figura 4: Numero di società – Fonte elaborazione dati AIFI**

Infine si può studiare l'andamento dell'ammontare investito in queste operazioni che naturalmente è positivamente correlato con il numero di operazioni e le società. Nel 2005 il volume d'affari è relativamente basso e si attesta in 28 milioni di euro investiti, ma già nei due anni seguenti si può notare un aumento considerevole, 81 milioni nel 2006 e 145 nel 2007 andando ad evidenziare ancora una volta come l'impatto della crisi iniziava a farsi sentire anche sulle imprese (AIFI, 2012, 36).



**Figura 5: Ammontare investito – Fonte elaborazione dati AIFI**

Il massimo ammontare investito è stato effettuato nel 2009 dove sono stati versati 416 milioni di euro, quasi 10 volte tanto l'ammontare investito nell'anno precedente. Negli anni successivi tuttavia la situazione è andata modificandosi e portando a un deciso calo di investimenti in questo settore del *private equity* con i 7 milioni del 2010 e gli 11 del 2012 la situazione è di una netta contrazione del mercato che risulta essere inferiore ai livelli precrisi del 2005 in termini di milioni di euro investiti.

In conclusione si può osservare come la crisi mondiale scoppiata nel 2007 abbia dato una spinta notevole all'utilizzo dei fondi di *private equity* per effettuare ristrutturazioni ma ciò sembra non essere stato sufficiente a sviluppare il settore poiché dal 2010 in poi l'andamento del settore non è stato più di crescita ma anzi ha diminuito i suoi numeri con particolare riferimento al numero di operazioni e all'ammontare investito.

## Capitolo 4

### ***Il Turnaround Financing in Italia: un'analisi empirica***

#### 4.1 Introduzione

In questo quarto ed ultimo capitolo si affronta il tema delle ristrutturazioni finanziarie attraverso i fondi di *private equity* da un punto di vista empirico. In primo luogo si individua il campione oggetto di indagine e lo si suddivide per area geografica, andando a vedere come la maggior parte delle aziende che hanno effettuato questa tipologia di operazione si trova nel Nord Italia, per attività e per tipo di controllo. Successivamente vengono calcolati gli indici finanziari e di redditività per le aziende analizzate, nell'arco temporale che va dal 2008 al 2012, e vengono confrontati in aggregato per dare una visione d'insieme del campione e dell'andamento economico, finanziario e reddituale nel corso degli anni della crisi, e in particolare dopo la realizzazione del piano di ristrutturazione.

Nella seconda parte del capitolo vengono illustrati e calcolati gli Z-score di Alberici e di Altman, andando così ad osservare se le aziende sono andate verso il risanamento o se la loro situazione è peggiorata negli anni nonostante il tentativo di *turnaround financing* messo in atto dalle imprese nel corso di questo quinquennio. In particolare con il modello di Altman si è andati a calcolare gli Z-score per l'anno 2012, poiché così è possibile verificare se la ristrutturazione ha portato le imprese verso la sanità, portandole fuori dalla crisi o dalla zona di incertezza nella quale alcune si trovavano.

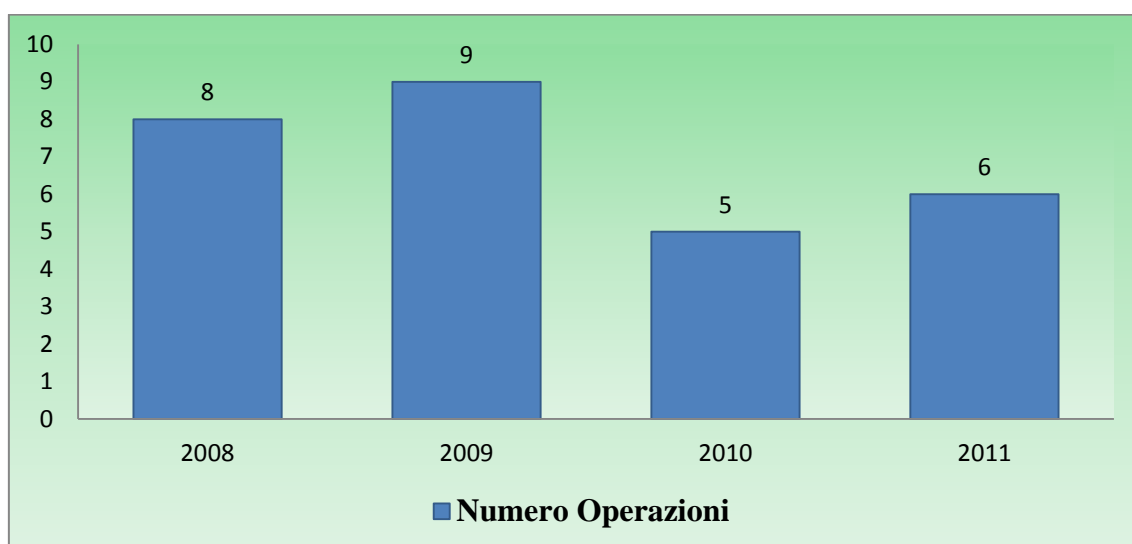
Infine è stato realizzato un nuovo modello di previsione delle insolvenze, andando a calcolare dei nuovi coefficienti di regressione lineare, più coerenti al caso studiato, ovvero di un campione di sole imprese italiane di piccola e media dimensione negli anni della crisi economica mondiale, partendo dagli Z-score finali ottenuti con il modello di Altman. Successivamente si è calcolato il nuovo punto di cut off, e si è osservato l'andamento del nuovo modello e come si spostano alcune imprese dalla zona di incertezza alla zona di benessere, o come in alcuni casi i gravi stati di crisi individuati

con il primo modello, vengono confermati anche con il nuovo indice di regressione calcolato.

#### 4.2 Il campione d'indagine

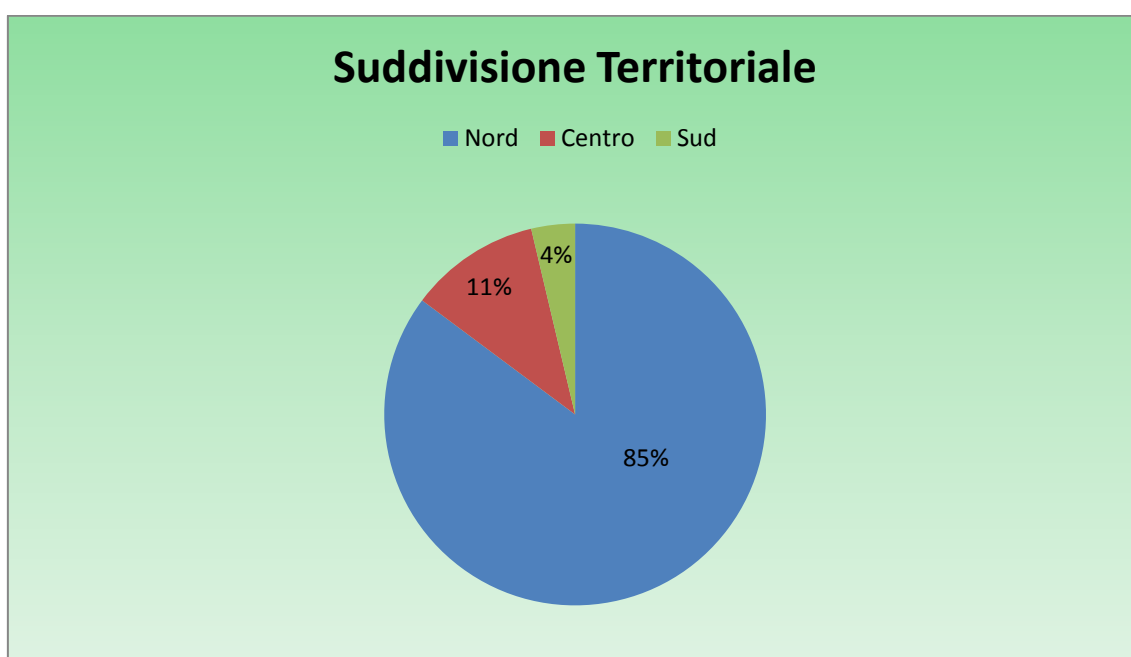
Nel corso degli ultimi anni, a causa delle difficili condizioni economiche perduranti nel nostro Paese, il numero di ristrutturazioni aziendali è aumentato considerevolmente. Tra le diverse tipologie di *Turnaround* a disposizione delle aziende per poter effettuare il risanamento si è deciso di andare a studiare tutte quelle operazioni effettuate attraverso i fondi di *Private Equity*, che assumono il nome di *Turnaround Financing*.

Il periodo temporale a cui fa riferimento l'indagine è compreso tra il 2008 e il 2011 per quanto riguarda le operazioni di ristrutturazione e in ultimo viene analizzato l'anno 2012 per poter verificare gli effetti del risanamento sull'azienda target. Nel corso del 2008 il numero di operazioni è stato pari a 8, ed insieme al 2009 con 9 operazioni, rappresentano il picco più elevato che si riscontri di operazioni di *Turnaround Financing*. I successivi due anni sono caratterizzati rispettivamente da 5 e 6 operazioni facendo notare un deciso calo rispetto al periodo subito dopo lo scoppio della crisi.



**Figura 1: Numero di operazioni**

Andando a vedere la distribuzione geografica delle aziende, l'85 % di queste si trova nel Nord Italia, l' 11 % nel Centro e solamente il 4 % pari ad una sola azienda, nel Sud Italia. Questo dato fa presupporre che la maggior parte delle aziende che si rivolgono ai fondi di *Private Equity*, abbiano una conduzione manageriale e non padronale; non di rado le aziende target fanno parte di grandi gruppi internazionali o di holding nazionali, mentre il fenomeno è meno frequente nel Centro-Sud del Paese dove l'incidenza più elevate è quella delle aziende medio piccole a carattere familiare.

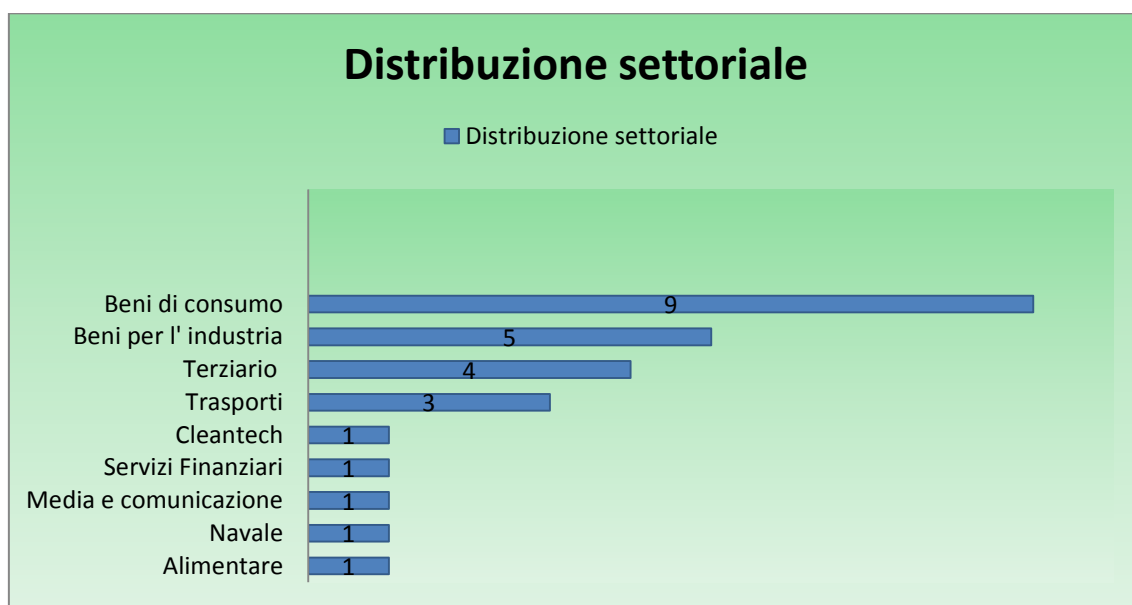


**Figura 2: Suddivisione territoriale aziende target**

In particolare, la regione con il più alto numero di operazioni è la Lombardia con 8, seguito dal Piemonte e dal Veneto con 5, l' Emilia-Romagna e il Friuli contano 2 aziende, mentre Toscana, Trentino Alto-Adige, Lazio, Abruzzo e Campania contano una sola azienda target.

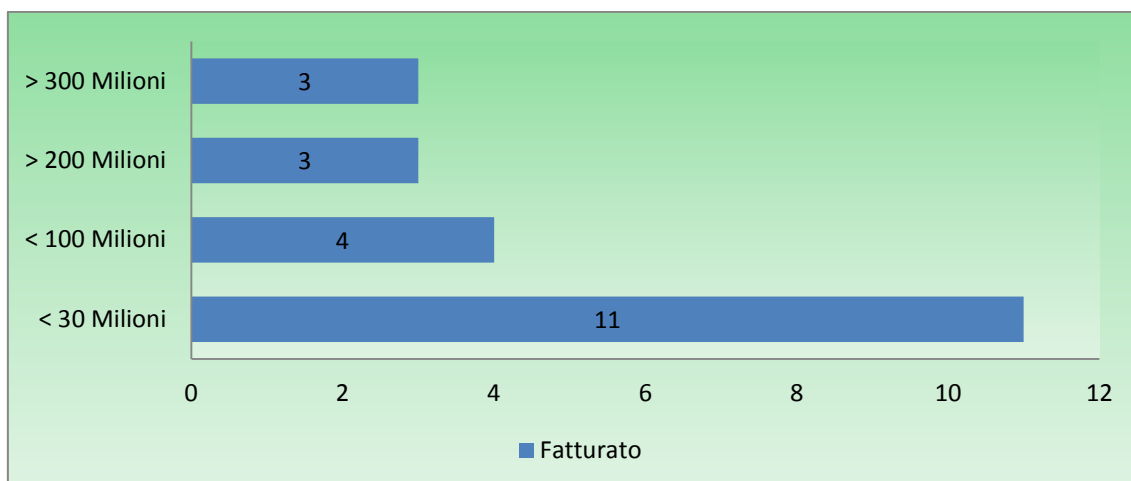
Se si vuole suddividere le aziende target per settori, la prima cosa che si nota è che i beni di consumo e i beni per l'industria hanno una prevalenza dominante rispetto agli altri settori. Il terziario e il settore dei trasporti mantengono all'interno del campione una buona importanza numerica mentre tutti gli altri rappresentano settori di nicchia con una sola operazione nell' alimentare, nel navale, nel *cleantech* e nei servizi finanziari. I

primi due settori costituiscono da soli più del 50% del campione e questo significa che la maggior parte delle aziende che hanno fatto ricorso ai fondi di Private Equity sono imprese industriali che realizzano beni per i consumatori o per altre industrie, mentre aziende di servizi costituiscono solo una parte minoritaria del campione.



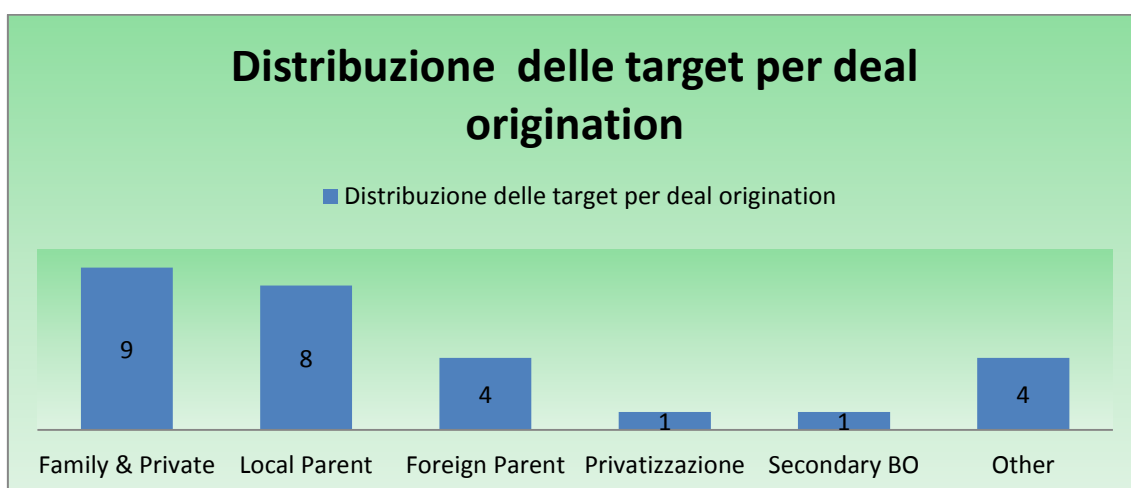
**Figura 3: Distribuzione settoriale aziende target**

Le aziende che fanno ricorso al mercato del Private Equity sono state suddivise per classi di fatturato per poter averne una più chiara visione riguardo la loro grandezza. Come si evince dal grafico sottostante, la maggior parte delle imprese, ben 11, ha un fatturato inferiore ai 30 milioni e se le consideriamo unitamente a quelle che non superano come fatturato i 100 milioni individuiamo il 50% delle imprese analizzate. Solo 3 aziende target superano i 200 milioni e lo stesso numero supera i 300 facendo collocare queste tra le imprese di grandi dimensioni mentre le altre 15 per valore dell'attivo e numero di dipendenti sono da ritenersi medie imprese. Infatti il ricorso ai fondi di Private Equity solitamente è prerogativa di quelle imprese medio-grandi che non sono quotate sui mercati borsistici internazionali, ma che sono sufficientemente grandi per poter affrontare i costi, assai onerosi, di questa tipologia di operazioni.



**Figura 4: Fatturato pre operazione**

Il controllo a cui sono assoggettate le aziende target ci consente di poter osservare quali tipi di imprese sono quelle che ricorrono ad un così particolare tipo di ristrutturazione. Essendo il tessuto imprenditoriale italiano basato sulla piccola e media impresa a conduzione familiare, non è fuori luogo che il controllo a carattere familiare abbia un elevato numero di operazioni effettuate. Tuttavia è interessante notare che mentre vi sono solo un caso di privatizzazione e uno di *secondary buy out* e altre forme di controllo costituiscono una parte minoritaria, le target a controllo nazionale corrispondono a 8 mentre quelle a controllo straniero 4<sup>6</sup>.

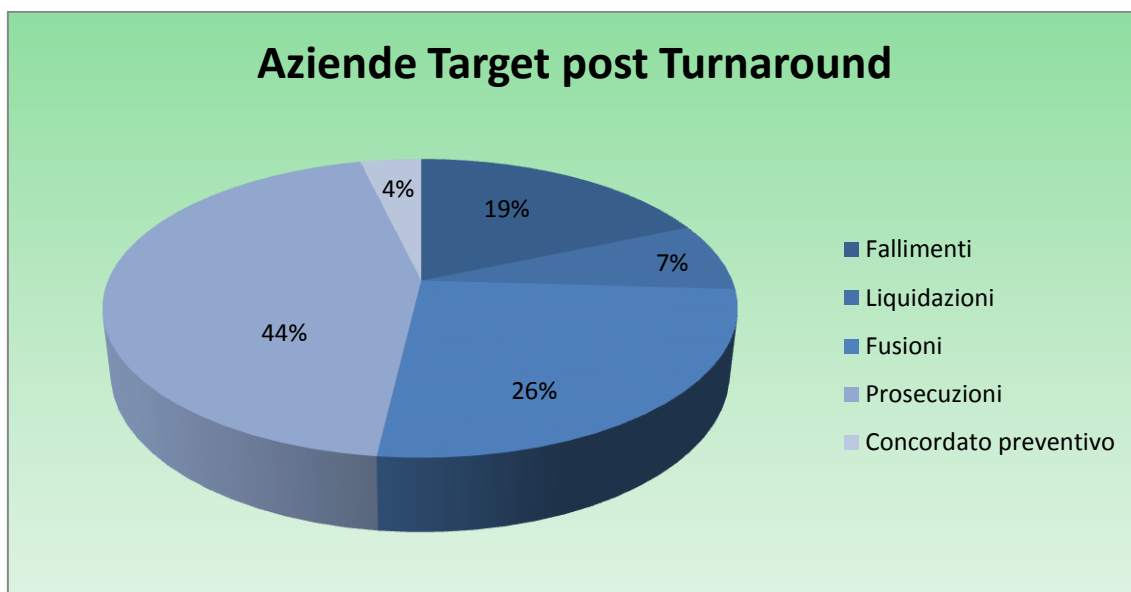


**Figura 5: Il controllo delle aziende**

<sup>6</sup> *Family & Private* è da intendersi come un controllo e una condizione di tipo familiare; il *Local parent* è invece un controllo manageriale gestito a livello nazionale che si differenzia dal *Foreign Parent* che la situazione in cui l'azienda ha un controllo straniero; il *secondary buy out* consiste nella vendita da parte del fondo di *private equity* della quota dell'azienda target ad un altro investitore finanziario.

Queste ultime due tipologie sono particolarmente interessanti poiché, a differenza delle imprese familiari, queste si contraddistinguono per la loro gestione manageriale dei processi decisionali. Questo porta ad affermare che insieme agli altri tipi di controllo minoritari, le imprese a carattere manageriale sono quelle prevalenti in questo campione.

Il *turnaround financing* non sempre è in grado di risanare un'impresa in crisi anzi sono frequenti i casi di liquidazione e di fallimento.



**Figura 6: Aziende target post ristrutturazione**

Il dato più interessante che risalta, tuttavia, è l'elevato numero di fusioni che sono state effettuate dalle target dopo l'entrata del fondo al loro interno. Infatti sono 7 le società che per essere risanate hanno optato per questa tipologia di operazione andando a fondersi con un'altra società o gruppo, leader nel settore di appartenenza della target.

Dopo aver dato una visione generale delle aziende target del campione considerato, è doveroso affrontare il tema dei fondi di *Private Equity* che consentono lo svolgersi dell'operazione, con l'investimento nell'azienda target attraverso il rilevamento di una quota di partecipazione. Il mercato italiano è caratterizzato da una maggiore presenza rispetto al passato di investitori stranieri, tuttavia i fondi di diritto italiani detengono ancora la maggiore fetta del mercato. In particolare il fondo che in questo arco temporale ha realizzato il più elevato numero di operazioni è Orlando Italy, con 5

investimenti, seguito da *Atlantis Capital Special Situations* e Intesa San Paolo rispettivamente con 2 operazioni ciascuno. Per quanto riguarda invece gli operatori stranieri, l'investimento più importante è senz'altro quello effettuato da *Hal Investments*; tuttavia nessun fondo straniero ha effettuato nel nostro Paese più operazioni ma si sono invece concentrati su un unico investimento<sup>7</sup>.



**Figura 7: Nazionalità dei fondi di *Private Equity***

Andando ad analizzare più attentamente il mercato, i fondi italiani che hanno investito in questo ramo del *Private Equity* sono stati 11 per un totale di 15 operazioni nel periodo considerato, mentre gli investitori stranieri sono stati 9 per un totale di 9 operazioni.

#### 4.3 L'analisi Finanziaria

Ora si procede ad effettuare un'analisi da un punto di vista finanziario delle aziende oggetto del campione andando a calcolare e commentare alcuni indici illustrati nel capitolo 2:

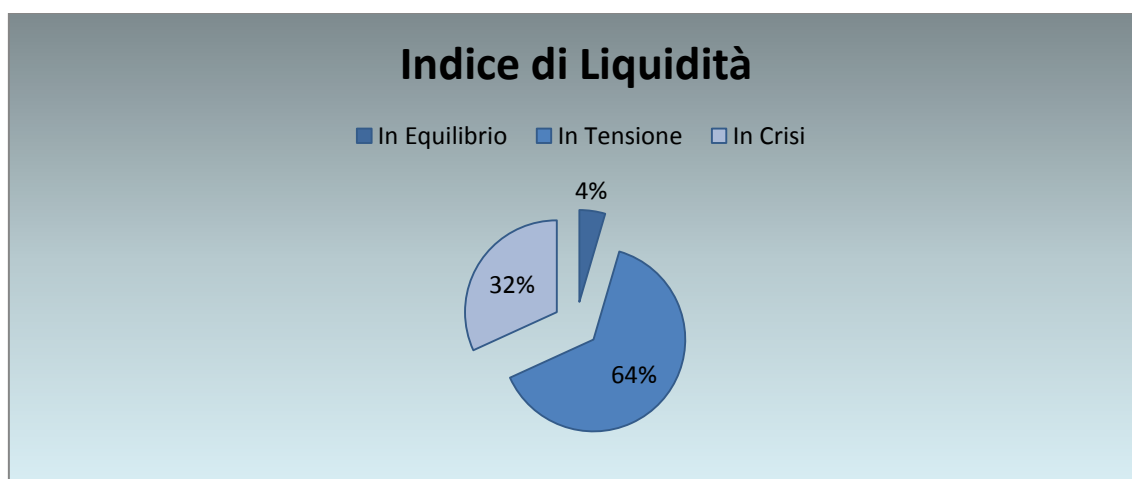
---

<sup>7</sup> *Hal investments* è un'azienda internazionale di investimenti con sede a Rotterdam in Olanda, attiva dal 1873; *Atlantis capital special situations* è una holding di diritto italiano e il suo capitale pari a 85 milioni è sottoscritto da investitori istituzionali e note famiglie dell'imprenditoria italiana; il gruppo bancario Intesa San Paolo opera nel settore del private equity attraverso il fondo chiuso Atlante; Orlando Italy è un fondo promosso da Orlando Italy Management SA e dispone di fondi per € 200 mln., raccolti presso investitori istituzionali esteri e destinati ad investimenti da effettuare in Italia.

- Indice di Liquidità;
- Indice di Disponibilità;
- Rapporto di Indebitamento;
- Grado di indipendenza da terzi.

Il primo indice che viene utilizzato per andare a verificare la situazione finanziaria di breve periodo di un'azienda è l'indice di liquidità che è dato dal confronto tra le liquidità aziendali immediate e differite con il totale del passivo a breve termine. Considerando la natura di dissesto delle aziende analizzate, si è ritenuto opportuno assumere valori  $< 0,7$  come situazioni di crisi, e valori  $> 1,5$  come indicanti una situazione di equilibrio. Tutti quei valori che si trovano all'interno del *range* considerato sono da ritenersi riconducibili ad una situazione di tensione finanziaria all'interno dell'impresa.

Come era prevedibile, la maggior parte del campione analizzato presenta una situazione finanziaria di difficoltà, che possono essere di tensione o di crisi vera e propria.



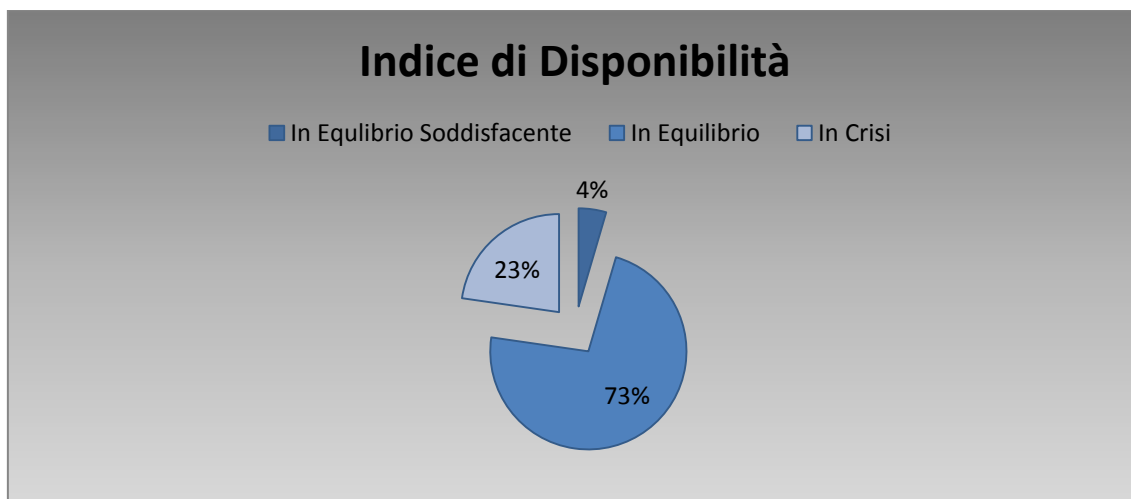
**Figura 8: Indice di Liquidità medio**

I dati sono da considerarsi come media del periodo di 5 anni ed evidenziano l'andamento in questo quinquennio della situazione di liquidità da parte delle aziende analizzate. Come si può notare a prevalere è la situazione di tensione finanziaria,

presente nel 64% dei casi mentre le aziende che risultano essere in crisi sono il 32%; invece presenza di equilibrio è stata riscontrata solamente in un caso sul campione di aziende totali analizzate.

Passando a calcolare il secondo indice finanziario di breve periodo si è andati a mettere a rapporto l'attivo a breve con il passivo a breve ottenendo così l'indice di disponibilità. Per quanto riguarda questo indice, esso è stato calcolato, come il precedente, come media del quinquennio considerato ed evidenzia la bassa presenza di imprese considerate sane e l'elevato numero di tensioni che ci sono all'interno di queste, anche se tuttavia il numero di aziende in crisi risulta essere leggermente inferiore.

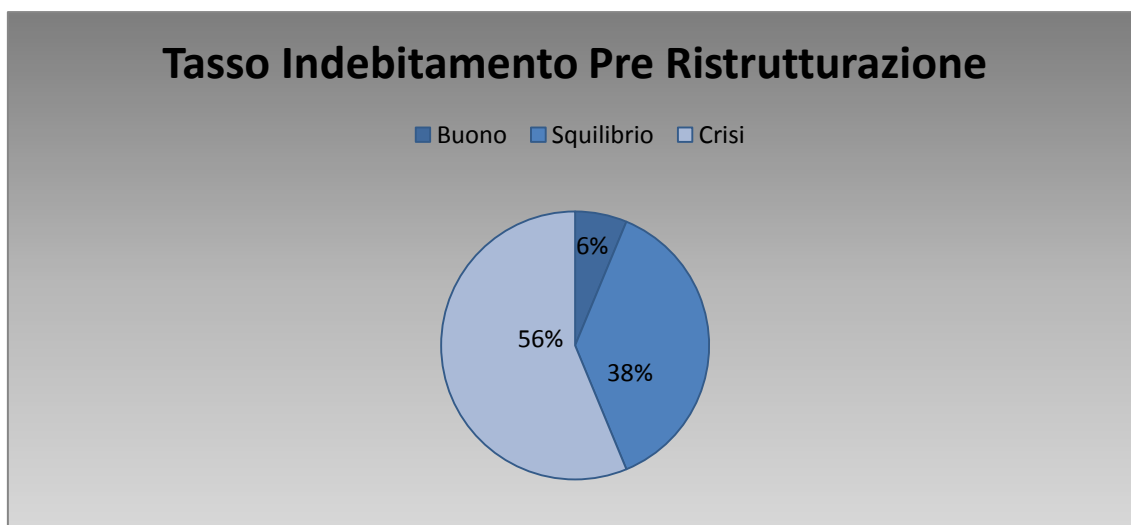
Considerando la situazione di crisi presente in tutte le aziende del campione si è ritenuto opportuno scegliere i seguenti valori come parametri di valutazione dell'indice di disponibilità: se la media del periodo considerato portava ad un valore inferiore a 1 l'azienda era considerata in crisi, se il valore era compreso tra 1 e 2 c'era una situazione di equilibrio di breve periodo mentre nel caso in cui il valore risultasse superiore a 2 l'impresa godeva di ottima salute.



**Figura 9: Indice di Disponibilità medio**

Dai risultati ottenuti si può dare rilievo al fatto che nel breve periodo la maggior parte del campione studiato risulta essere in equilibrio, ben il 73% mentre solo il 23% si trova in una situazione di crisi. Ciò probabilmente è dovuto al fatto che le imprese sono riuscite a muoversi con tempestività nel breve periodo dopo lo scoppio della crisi, ma ancora incerto è lo sviluppo che i piani aziendali assumeranno in un periodo più lungo.

L'ultimo indice preso in esame per questa analisi è il tasso di indebitamento che misura il rapporto tra il capitale di terzi e il capitale proprio all'interno di un'azienda. Quindi si va a vedere qual è il rapporto esistente tra il capitale apportato dall'esterno, tramite debito o altro tipo di finanziamento e quello presente all'interno dell'impresa stessa. Solitamente si ha un'azienda in equilibrio quando tale rapporto è pari a 1, tuttavia in Italia, dove le aziende sono molto spesso sottocapitalizzate, è opportuno ritenere buono un indice di indebitamento quando questo si attesta intorno ad un valore  $<3$ . Tutte quelle aziende che hanno un tasso compreso tra 3 e 5 risultano in una situazione di squilibrio finanziario mentre quelle con valori superiori a 5 risultano essere in una situazione di crisi. Nel determinare i valori soglia considerati per identificare lo stato di crisi, di squilibrio, o di buona salute, si è considerato lo stato di crisi in cui tutte le aziende analizzate versavano ed è stato anche preso in considerazione l'andamento di questo indice per tutte le aziende del campione.

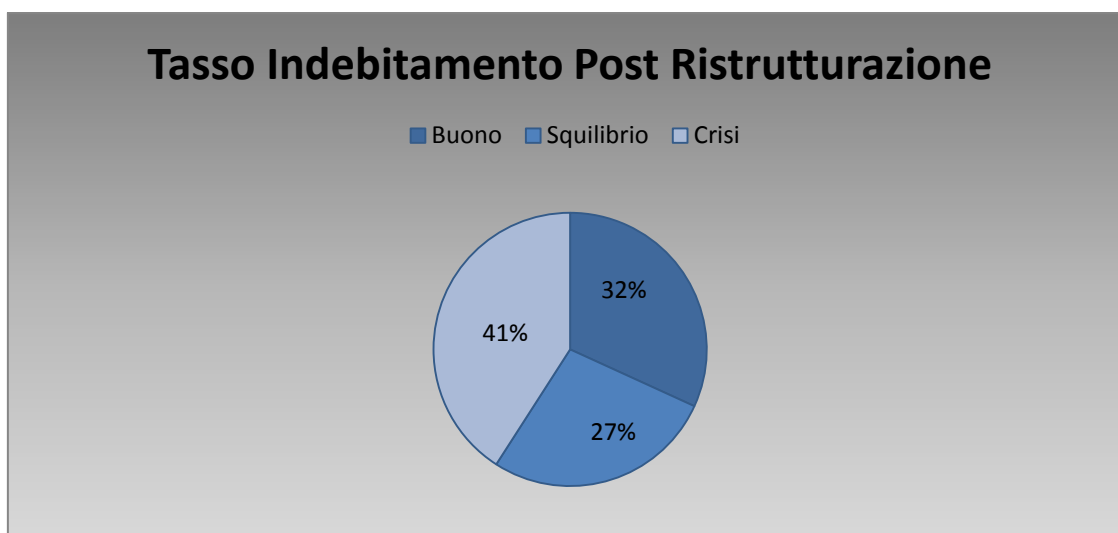


**Figura 10: Tasso di Indebitamento Pre Ristrutturazione**

Come era prevedibile prima di effettuare l'operazione di Turnaround il 56% delle aziende sono in un uno stato di crisi e il 38% si trovano in presenza di uno squilibrio di finanziario. In sostanza il 94% del campione ha difficoltà a causa di un elevato indebitamento che inizia ad assumere livelli fuori controllo in molti casi.

Il tasso di indebitamento non risulta essere un problema anche se elevato, nel momento in cui l'azienda ha un elevato fatturato ed un elevato ROI, è in grado ugualmente di

remunerare il capitale di terzi. Le difficoltà nascono quando il fatturato diminuisce o quando un creditore diventa insolvente e quindi l'impresa fa fatica a pagare i propri debiti diminuendo le entrate. Tuttavia quando un'impresa opera con un tasso  $< 3$  si può affermare che questa è in salute e potrà facilmente ottenere dei nuovi prestiti da banche o altre istituzioni finanziarie, più il valore tenderà a crescere più sarà difficoltoso trovare nuovi investitori disposti a finanziare l'azienda.



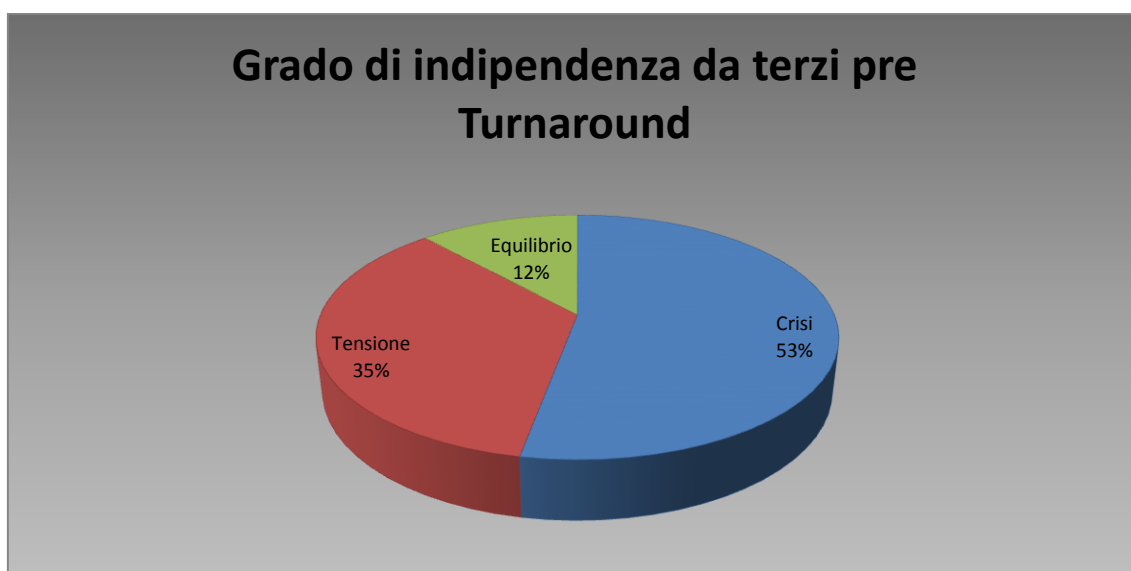
**Figura 11: Tasso di Indebitamento Post Ristrutturazione**

Il tasso di indebitamento è stato misurato prima dell'operazione di *Turnaround Financing* e dopo; come si può notare dai risultati ottenuti le aziende che prospettano ancora uno stato di crisi è numeroso e vicino alla situazione di pre ristrutturazione. Anche le aziende che presentano uno squilibrio sono una buona percentuale seppure in netta diminuzione; le aziende invece che riscontrano un miglioramento nel rapporto di indebitamento passando da uno stato di crisi o squilibrio ad uno stato di salute passano dal 6% al 32% del totale. Anche la zona che racchiude le aziende considerate in crisi si è notevolmente ridotta passando dal 56 % al 41 % e la zona di squilibrio dal 38% al 27% facendo quindi notare un deciso miglioramento, nella maggior parte dei casi, delle condizioni finanziarie delle imprese.

L'ultimo indice finanziario che si è andati a calcolare è il grado di indipendenza da terzi, che è dato dal rapporto tra i mezzi di terzi e il capitale investito, e il risultato evidenzia come un'impresa sia in grado di rispondere autonomamente ai propri debiti per quanto

riguarda il proprio finanziamento. Si è ritenuto opportuno suddividere le aziende in 3 fasce: quelle in crisi, quelle in tensione, e quelle considerate in equilibrio.

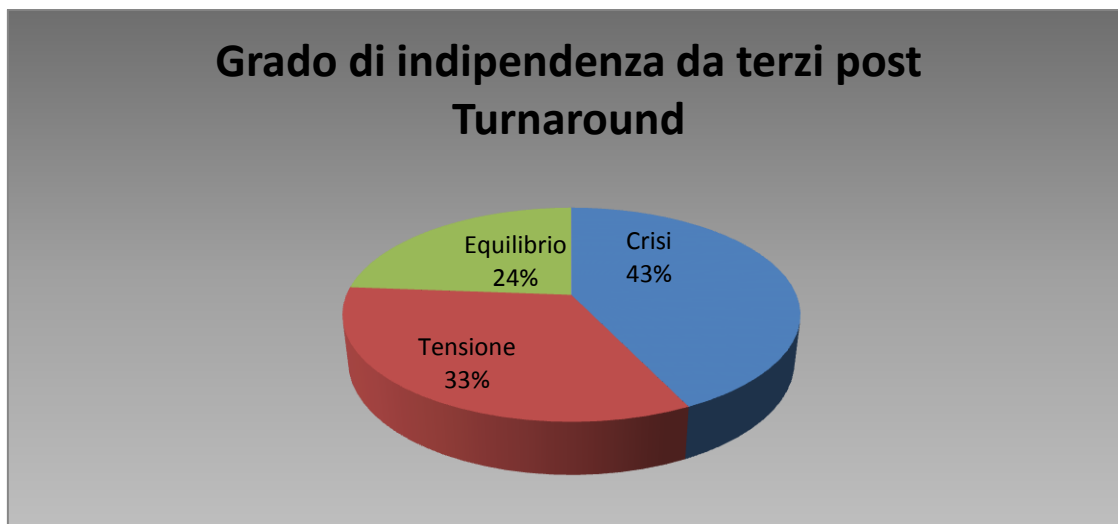
Osservando l'andamento degli indici precedenti, e considerando la difficile situazione finanziaria in cui si trovano le aziende, si è deciso di assegnare alcuni parametri per determinare la situazione di equilibrio, di squilibrio e di crisi delle aziende: si ha una situazione di crisi quando l'indice è  $< 0,3$ , si considera in tensione l'impresa che ha un indice compreso tra lo 0,3 e lo 0,5 mentre si considera in salute l'azienda con un indice  $> 0,5$ .



**Figura 12: Grado di indipendenza da terzi pre operazione**

Per un'analisi più puntuale si è provveduto a calcolare l'indice nel periodo 2008-2009 quindi prima dell'operazione di risanamento, e successivamente nell'anno 2012 ovvero quando tutte le aziende avevano oramai completato il *Turnaround Financing*.

Come si può notare dalla figura 12, solamente il 12 % del campione poteva essere considerato in equilibrio mentre più della metà delle aziende versavano in uno stato di crisi e il 35% si trovavano in una situazione di tensione. Ciò avvalorava la giusta opportunità di ricorrere ad un piano di risanamento che come si può vedere dal grafico successivo ha prodotto dei risultati interessanti.



**Figura 13: Grado di indipendenza da terzi post operazione**

In primo luogo le aziende che dopo il Turnaround si trovano in equilibrio sono esattamente il doppio rispetto al 2008 e i casi di crisi sono scesi al di sotto del 50%, mentre le situazioni di tensione sono diminuite ma solo in minima parte. Questi risultati sottolineano come il risanamento abbia contribuito a migliorare la situazione di alcune target e in generale del campione che ha visto salire di un 12% le imprese in equilibrio ed è diminuito del 10 % per quanto riguarda le aziende in crisi e del 2 % per quelle in tensione.

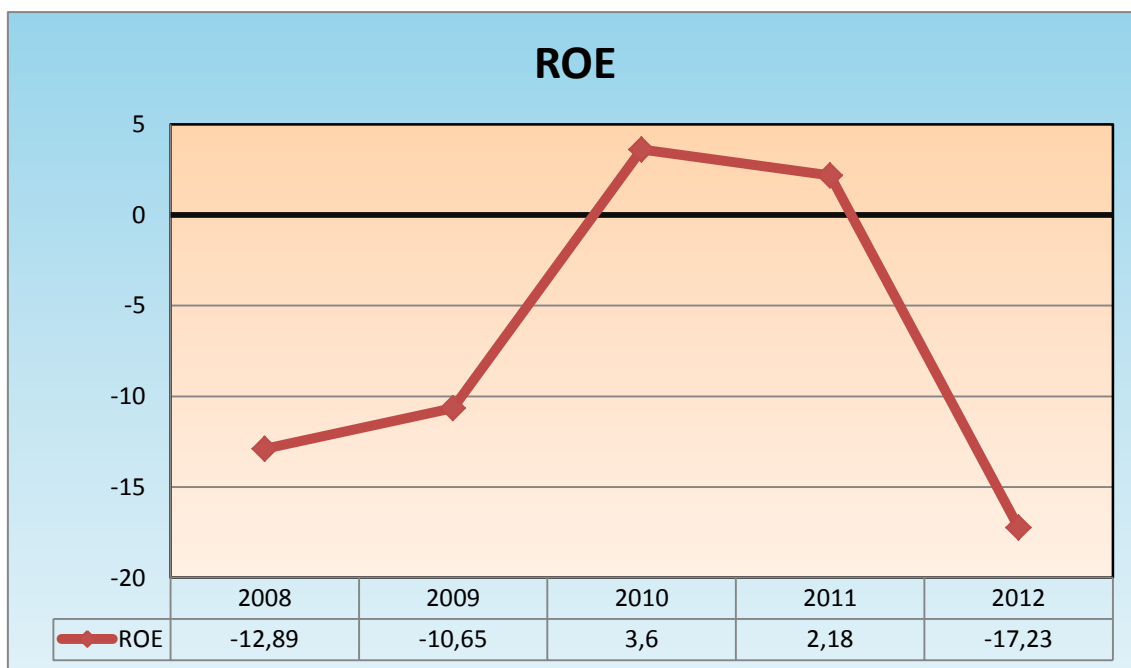
#### 4.4 L'analisi di redditività

Dopo l'analisi finanziaria del campione si è passati a studiare l'andamento degli indici di redditività nello stesso intervallo temporale considerato in precedenza. Al tal fine sono stati utilizzati i seguenti indici:

- ROE,
- ROA,
- ROI,
- ROS.

Andando con ordine è opportuno iniziare la trattazione con l'analisi dell'andamento medio del ROE, che è dato dal rapporto tra patrimonio netto e reddito netto, ed è

utilizzato per misurare la redditività del capitale proprio. Un ROE con un valore  $< 2$  presenta alti livelli di criticità mentre, tra valori compresi tra 2 e 6 si trova in una zona di normalità e solo per valori  $> 6$  si può affermare che il ROE è eccellente.

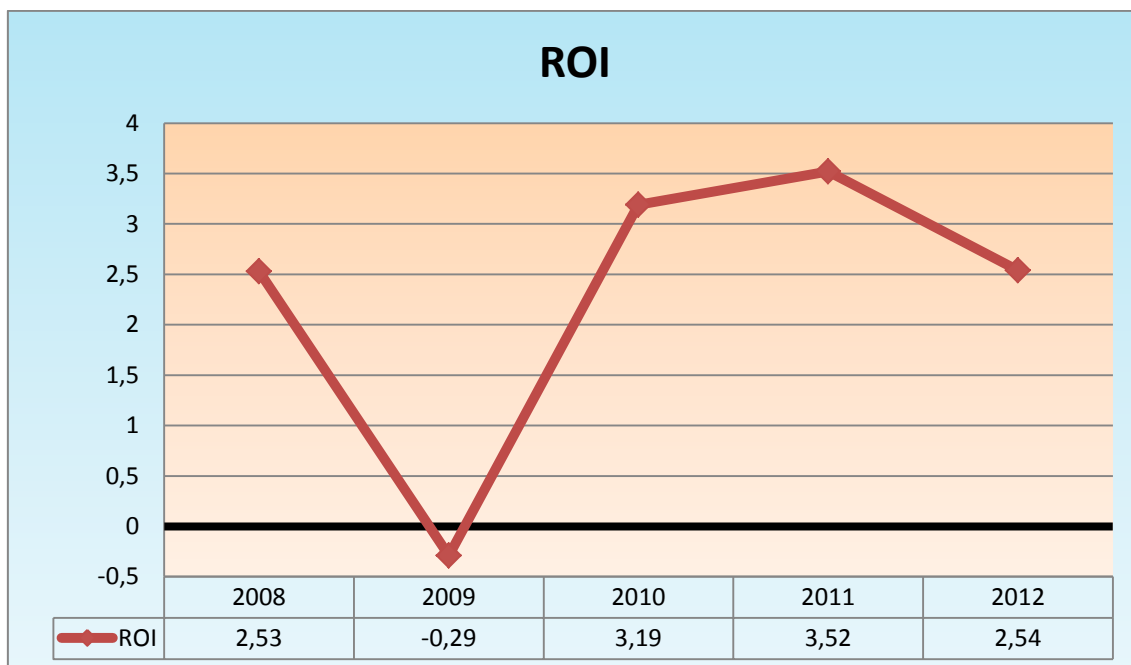


**Figura 14: Andamento medio ROE**

Potendo osservare l'andamento del ROE negli ultimi 5 anni, solamente nel biennio 2010 – 2011, è risultato essere positivo e rientrante nella zona di buona efficienza, mentre negli anni precedenti e nel 2012 ha addirittura assunto valore negativo evidenziando come le imprese siano arrivate ad erodere il proprio capitale. In particolare le aziende che nell'ultimo anno hanno avuto un ROE profondamente negativo sono pari ad 9 unità, una sola si trova in una zona di normalità, mentre 10 aziende si trovano ad avere livelli di ROE superiori a 6 facendo considerare positivo l'andamento dell'operazione di ristrutturazione effettuata precedentemente.

Il secondo indice che viene presentato è il ROI, o redditività del capitale investito, che è dato dal rapporto tra il risultato operativo e il Capitale investito netto operativo, e misura il rendimento del capitale investito nell'impresa. Da una prima analisi si può subito notare come questo indicatore sia migliore nell'arco del quinquennio rispetto all'andamento del ROE, ciononostante il suo livello è molto basso. Un ROI negativo

indica l'incapacità dell'impresa di rimborsare i debiti a scadenza e viene considerato buono per valori compresi tra l' 8% e il 9% e ottimo per valori superiori.

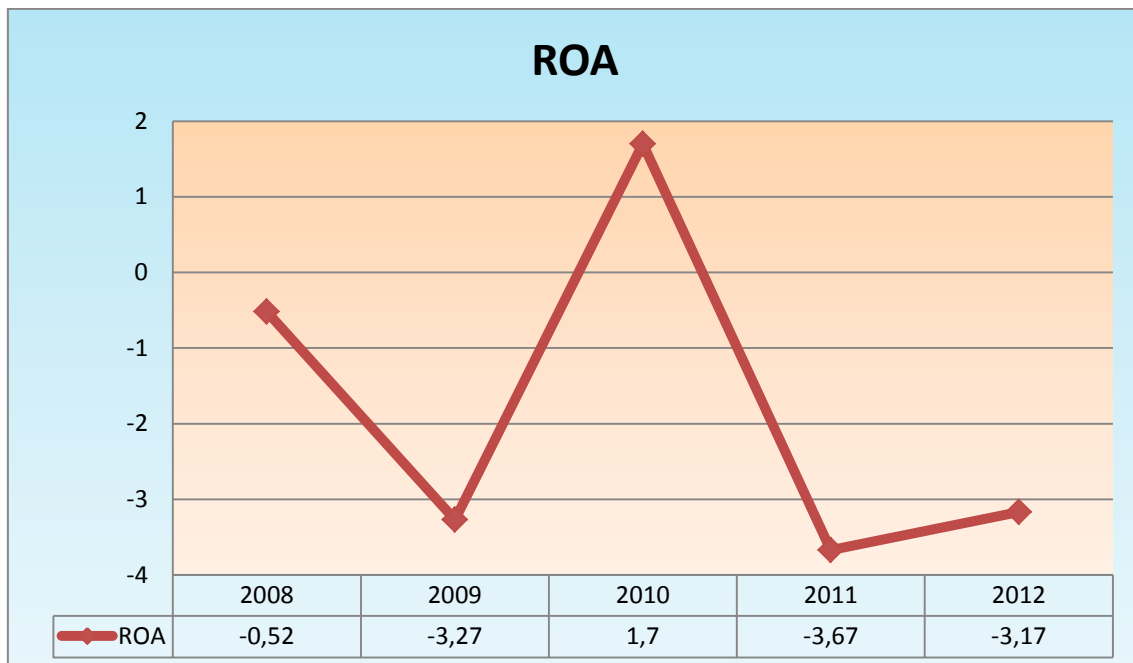


**Figura 15: Andamento medio ROI**

In nessun anno l'andamento di questo indice può dirsi buono, anche se dopo il 2009, ovvero l'anno più difficile e nel quale c'è stato il maggior numero di *Turnaround*, l'andamento dell'indicatore è andato lievemente migliorando. Tuttavia nell'ultimo anno, considerando che 2 aziende del campione sono in liquidazione, le aziende che presentano un ROI negativo sono 7, 4 hanno un valore > 5 quindi appena sufficiente e 6 hanno un valore buono superiore all' 8%. Mentre l'andamento del ROE indica che 10 aziende stanno creando ricchezza, secondo il ROI tuttavia solo 6 riescono a remunerare senza problemi i propri debiti.

La redditività del capitale investito è l'indice che contrappone il totale capitale investito al reddito prodotto da tale patrimonio, ovvero il reddito operativo. Attraverso l'analisi del ROA ci si propone l'obiettivo di approfondire l'andamento della redditività operativa aziendale. Il primo dato che risulta osservando il grafico è che ad eccezione del 2010, tutti gli altri anni presentano un indice negativo e anche nell'ultimo anno che

negli altri indici mostra una leggera ripresa è ancora profondamente negativo, seppur lievemente meno rispetto al 2011.

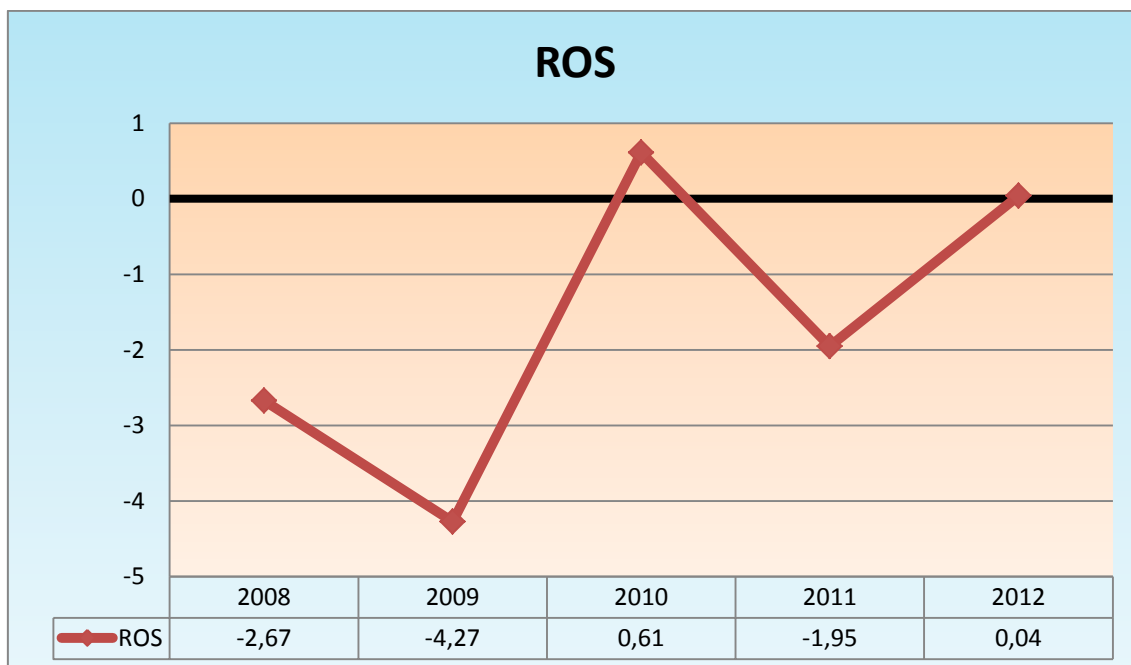


**Figura 16: Andamento medio ROA**

Nonostante tutte le imprese analizzate abbiano effettuato operazioni di ristrutturazione, negli anni precedenti, nel 2012 ben 10 di queste presentano un ROA negativo e se si considerano 2 imprese in liquidazione, 10 imprese rappresentano ben il 50% del campione. Le aziende che invece possiedono un buon livello pari o superiore al 5% sono 6 mentre 3 si trovano ad avere valori superiori allo 0 ma non ancora così buoni da considerarli soddisfacenti.

L'ultimo indice che si è andati a calcolare è il ROS, che misura la redditività delle vendite calcolando il rapporto tra il reddito operativo e il fatturato. Si è deciso di attribuire un valore buono quando tale indice indica un valore  $> 3,5$  e ottimo per valori  $> 7$ , mentre per valori minori a 3,5 o addirittura negativi il giudizio non può che essere di crisi, infatti in quei casi non esiste un'incapacità remunerativa del flusso dei ricavi nel corso del ciclo gestionale. In nessun anno l'indice medio consente di affermare un buon andamento del ROE e come già visto precedentemente nel 2009 ci sono stati i valori più

bassi. Solo nell'ultimo anno il valore si attesta di poco superiore allo 0 ma non è sufficiente per poter considerare soddisfacente l'andamento medio di questo indice.



**Figura 17: Andamento medio ROS**

Le aziende che dopo la ristrutturazione presentano ancora un ROS negativo sono 9 mentre solamente 3 aziende godono di valori ottimi, ovvero superiori al 7%. Le aziende invece che possono essere definite buone nell'ultimo anno sono 6 e questo evidenzia un equilibrio tra quelle imprese che si ritrovano in uno stato di crisi e quelle che invece si attestano in una fascia medio-buona di questo indicatore.

#### 4.5 Analisi di insolvenza attraverso lo Z-score

##### 4.5.1 Lo Z-score di Alberici

L'analisi empirica del campione oggetto di indagine prosegue andando ad esaminare il grado di insolvenza delle imprese con due tipologie differenti di indici: lo Z-score di Alberici e lo Z-score di Altman. Il maggior grado di affidabilità degli Z-score rispetto alle tradizionali analisi è frutto dell'introduzione delle metodiche statistiche che,

limitando il grado di soggettività interpretativa riducono sensibilmente la possibilità di errori di valutazione o giudizi condizionati.

Nel primo caso l'analisi ha un arco temporale più lungo e questo comporta un grado di approfondimento maggiore poiché si valuta l'andamento dell'azienda in un quinquennio andando a verificare com'è stato l'andamento prima e dopo il *Turnaround Financing*.

Le funzioni elaborate da Alberici per il suo modello sono le seguenti:

$$Z_{-5} = -0,00401X_1 + 0,00203 X_2 + 0,00346 X_3 - 0,02201 X_4 + 0,01374 X_5 + 0,00108 X_6 - 0,00417 X_7 \quad (1)$$

$$Z_{-4} = 0,00164 X_1 + 0,00350 X_2 - 0,01659 X_3 - 0,04353 X_4 + 0,04026 X_5 + 0,00013 X_6 + 0,00013 X_7 \quad (2)$$

$$Z_{-3} = -0,00213 X_1 + 0,00319 X_2 + 0,00421 X_3 - 0,02482 X_4 + 0,01613 X_5 + 0,00055 X_6 + 0,00319 X_7 \quad (3)$$

$$Z_{-2} = 0,00004 X_1 + 0,01528 X_2 + 0,03013 X_3 - 0,07389 X_4 + 0,07658 X_5 - 0,000446 X_6 + 0,004828 X_7 \quad (4)$$

$$Z_{-1} = 0,00182 X_1 - 0,02579 X_2 + 0,00489 X_3 - 0,05184 X_4 + 0,00295 X_5 - 0,03831 X_6 + 0,01538 X_7 \quad (5)$$

Ogni modello differisce dagli altri solo per i pesi di ponderazione associati ad ogni variabile indipendente che, come si osserva chiaramente rimangono le medesime per l'intero periodo di analisi. I sette parametri discriminanti inclusi nelle funzioni sono:

$$X_1 = \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Attività Totali}} \quad (6)$$

$$X_2 = \frac{\text{Debiti Totali}}{\text{Attività Totali}} \quad (7)$$

$$X_3 = \frac{\text{Capitale Netto}}{\text{Immobilizzazioni Nette}} \quad (8) \quad X_4 = \frac{\text{Capitale Netto+Debiti Consolidati}}{\text{Immobilizzazioni Nette}} \quad (9)$$

$$X_5 = \frac{\text{Attività Correnti}}{\text{Passività a Breve Termine}} \quad (10) \quad X_6 = \frac{\text{Attività Liquide}}{\text{Passività a Breve Termine}} \quad (11)$$

$$X_7 = \frac{\text{Passività a Breve Termine}}{\text{Attività Totali}} \quad (12)$$

L'analisi mediante l'uso di questo indice comporta l'individuazione di 5 punti di *cut off*, uno per ogni anno osservato, che consentono di giudicare l'azienda sana, in crisi, oppure in uno stato di insolvenza.

La motivazione che ha indotto l'autore italiano a realizzare cinque diversi modelli predittivi è la convinzione che tali strumenti debbano essere adatti non solo alla particolare tipologia di aziende che si intende investigare ma anche al periodo temporale in cui l'indagine viene condotta. L'elaborazione di cinque distinte funzioni ha comportato necessariamente la determinazione di altrettanti punti di *cut off*.

Con lo studio di questo Z-score è possibile andare a verificare se il piano di risanamento messo in atto dalle aziende attraverso la ristrutturazione finanziaria è stato efficace e ha condotto le imprese da uno stato di insolvenza o di crisi, ad un miglioramento sia sotto il profilo economico che finanziario.

**Tabella 1: Punti di *cut off* del modello di Alberici**

Anno	Punto di cut off
$Z_{-5}$	5,494
$Z_{-4}$	34,229
$Z_{-3}$	120,22
$Z_{-2}$	7192,602
$Z_{-1}$	92,708

Il modello di Alberici è stato applicato a tutte le aziende del campione, ad eccezione di quelle fallite come Effezeeta, Jal e Gusella. Il periodo considerato per l'analisi è il quinquennio che va dal 2008 al 2012 andando così a considerare come sensibile il primo anno successivo allo scoppio della crisi, e i successivi, nei quali gli effetti recessivi hanno reso molto difficoltosa la crescita economica nel nostro Paese.

Osservando il primo Z-score, dell'anno 2008 e paragonandolo al suo punto di *cut-off* emerge che nessuna azienda risulta essere sana e anzi, la maggior parte presenta un indice molto distante da 5,494. Nel corso degli anni tuttavia si può notare un

miglioramento in alcuni situazioni come Iana che è entrata a far parte del Gruppo Coin, Allegri, Atitech, Cai, Cantiere del Pardo, Manucor, Pantex International. Nonostante alcune imprese presentino dei leggeri miglioramenti nei loro indici, anche nell'ultimo anno di indagine considerato nessuna impresa mostra uno Z-score maggiore del punto di *cut-off*. Per le aziende in uno stato di crisi avanzata come Gruppo Botto e Minotti Cucine l'indice tende a confermare lo stato di difficoltà delle imprese che versano in liquidazione.

Una prima considerazione è che alcune aziende hanno effettuato un processo di risanamento attraverso un'operazione di fusione che comporterà senz'altro dei vantaggi nel lungo-periodo, poiché i gruppi nei quali sono confluite le aziende, sono grandi gruppi con una buona solidità economica, patrimoniale e finanziaria, ma attualmente ancora è difficile riscontrare un miglioramento per questa tipologia di operazione se non in un solo caso.

In secondo luogo, anche nell'ultimo anno considerato, ovvero il 2012, nessuna azienda raggiunge il punto di *cut off* fissato da Alberici, tuttavia andando ad analizzare l'andamento negli anni si è potuto ricavare un dato interessante: nel complesso ci sono state 7 aziende che hanno avuto un miglioramento nell'andamento dell'indice mentre 15 non hanno avuto una crescita dello Z-score e questo comporta una previsione negativa per l'andamento di alcune aziende in particolare che hanno visto raddoppiata la distanza dal punto di osservazione dato da Alberici.



**Figura 18: Z-score di Alberici**

Come è possibile osservare dal grafico riportato qui sopra, i peggioramenti corrispondono al 68% del campione, facendo ritenere le operazioni di *Turnaround Financing* messe in atto dalle aziende non ancora sufficienti per il loro completo risanamento. Le operazioni di fusione del breve periodo non hanno dato effetti positivi se non in un solo caso: quello del marchio Iana che è passato da Unitessile Spa a Coin Group vedendo notevolmente migliorato il suo indice. Nel campione considerato va inoltre sottolineato come 2 aziende presentino uno stato di insolvenza e una abbia presentato alla fine del 2013 presso il tribunale competente, la richiesta di concordato preventivo. Questi casi risultano dunque coerenti con l'andamento mostrato dallo Z-score che quindi si conferma essere un buon indicatore che evidenzia in maniera chiara ed inequivocabile le situazioni di crisi grave e ne evidenzia il miglioramento o il peggioramento nel corso del quinquennio selezionato.

E' opportuno sottolineare come l'indice risulti coerente con i dati disponibili dal bilancio delle aziende, che evidenziano gravi scompensi sia in termini reddituali sia in termini finanziari. Infatti lo Z-score evidenzia in modo chiaro quali sono le situazioni di crisi delle imprese, anche se in alcuni casi come quello di Safilo, i risultati trovati non risultano essere in linea con quelli attesi, poiché essendo l'unica impresa che era da considerarsi fuori pericolo, ci si attendevano valori più positivi, che si avvicinassero o superassero il punto di *cut off*, in particolare nell'ultimo anno di analisi. Il modello presenta dei limiti quando risulta difficile la reperibilità di dati delle aziende analizzate: infatti mentre l'arco temporale considerato è sufficiente per effettuare un'analisi approfondita dell'andamento economico-finanziario delle aziende, la mancanza di dati relativi ad alcuni anni può rendere questa analisi pluriennale inefficace e limitata solamente a un breve periodo.

#### 4.5.1 Lo Z-score di Altman

Il secondo punto dell'analisi empirica prevede il calcolo dello Z-score di Altman che si differenzia da quello precedente sostanzialmente per l'analisi annuale e non su un arco temporale maggiore, delle aziende del campione.

Il modello di Altman si configura in termini analitici attraverso la seguente funzione:

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5 \quad (13)$$

Questi coefficienti vengono utilizzati per le aziende di piccola e media dimensione mentre se si vuole calcolare lo Z-score per le imprese di grandi dimensioni i coefficienti subiscono alcune sensibili variazioni:

$$Z' = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,05 X_5 \quad (14)$$

Le X della equazione tuttavia in entrambi casi restano le stesse e rappresentano il rapporto tra alcuni indici di bilancio delle imprese analizzate:

$$X_1 = \frac{\text{Capitale Circolante Netto}}{\text{Capitale Investito}} \quad (15)$$

$$X_2 = \frac{\text{Utili Accumulati e non Distribuiti}}{\text{Capitale Investito}} \quad (16)$$

$$X_3 = \frac{\text{Reddito al Lordo degli Oneri Finanziari delle Imposte}}{\text{Capitale Investito}} \quad (17)$$

$$X_4 = \frac{\text{Capitale Contabile del Patrimonio Netto}}{\text{Valore Contabile dei Debiti Totali}} \quad (18)$$

$$X_5 = \frac{\text{Ricavi di Vendita}}{\text{Capitale Investito}} \quad (19)$$

Il risultato ottenuto dalla regressione, ovvero la var Z è denominato *score*, o punteggio. Tale valore deve poi essere confrontato con il parametro soglia, noto come punto critico, o di *cut off*. Solo da questo raffronto infatti le aziende esaminate possono essere qualificate come sane o problematiche. Il punteggio di *cut off* del modello Z' score corrisponde ad un punteggio pari a 2,675. Rispetto a questo valore vengono classificate come potenzialmente sane le combinazioni che presentano uno score superiore;

all'opposto le aziende con punteggio inferiore a tale soglia sono da considerarsi casi di presumibile fallimento.

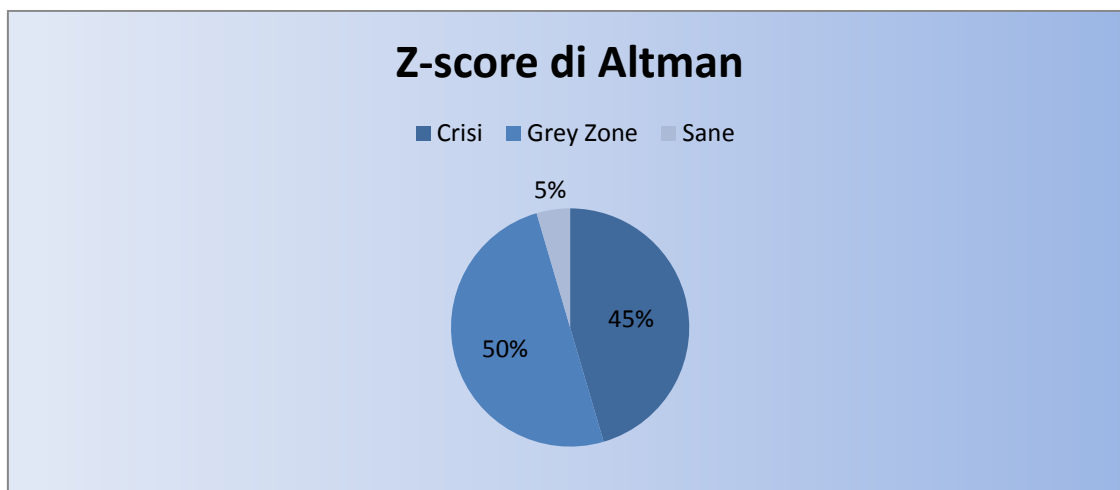
Oltre al punto di cut off, per lo Z' Score è stata identificata una particolare zona di valori, detta zona di incertezza o di indifferenza (*Grey area*), per la quale si ritiene non sia possibile esprimere un giudizio netto in merito alle condizioni di operatività della combinazione investigata. Questa area è risultata compresa tra due parametri che ne delimitano i confini: 2,90 per il limite superiore e 1,23 per quello inferiore. Un'azienda con un punteggio compreso tra tali valori non è assegnabile con immediatezza ad uno dei due gruppi di classificazione. In questo caso è necessario raccogliere informazioni aggiuntive e indagini più approfondite per poter qualificare fondatamente l'azienda osservata come fisiologica o patologica. Tenendo conto della zona di indifferenza le possibili aree di qualificazione delle unità produttive diventano tre: di rischio nullo, di incertezza, di sicura insolvenza. Con maggiore dettaglio le aziende sono classificate come:

- Sane, con score superiori a 2,90;
- Di dubbia sorte, con score compresi tra 1,23 e 2,90;
- Insolventi, con score inferiori a 1,23.

Si è dunque applicato questo modello al campione selezionato in modo tale da monitorare lo stato di salute delle imprese e di confrontare i risultati con il modello precedente. L'analisi elaborata attraverso questo Z-score è stata realizzata per l'anno 2012 per due ordini di motivi: tutte le aziende a quella data avevano già effettuato le operazioni di *Turnaround Financing* attraverso i fondi di *Private Equity* e per verificare se questa tipologia di risanamento aveva comportato risultati positivi o se non era risultato essere efficace.

Iniziando l'analisi con ordine si può osservare come il numero di aziende che risultano essere ancora in crisi è considerevole: infatti su un totale di 22 aziende ben 10 risultano essere in dissesto presentando uno Z-score inferiore a 1,23. La *Grey-zone* che è da considerarsi come una zona di incertezza, nella quale non è facile poter dare un giudizio accurato e sicuro, si trovano 11 aziende. La *Grey-zone* rappresenta la fetta più grande

del campione avendo un'incidenza sul totale del 50%, mentre le aziende che risultano essere ancora in uno stato di crisi sono il 45%.



**Figura 19: Z-score di Altman**

Per la particolarità del campione si è ritenuto opportuno distinguere quelle aziende che nonostante si trovino all'interno della Grey-zone presentino un indice maggiore di 2 da quelle che presentano un indice inferiore a questa soglia. In particolare andando a confrontare lo Z-score del 2012 con i dati di bilancio disponibili sia dell'anno considerato sia degli anni precedenti si può ritenere che la Pantex International, la Lazzaroni Spa, Cargo Italia, Ladbrokes, Coin e Favini, siano sulla strada del risanamento avendo un indice superiore a 2. Le aziende che si trovano all'interno dell'area di incertezza e che hanno un valore inferiore a 2 che quindi le proietta verso uno stato di insolvenza sono 5 e per queste imprese è difficile poter fare previsioni positive in quando anche gli indici di bilancio confermano le difficoltà della loro ripresa.

In ultima analisi c'è un solo caso che raggiunge ma non supera la soglia di buona salute, pari a 2,90, ed il soggetto in questione è rappresentato dal gruppo Safilo, che rappresenta solamente il 5% del totale.

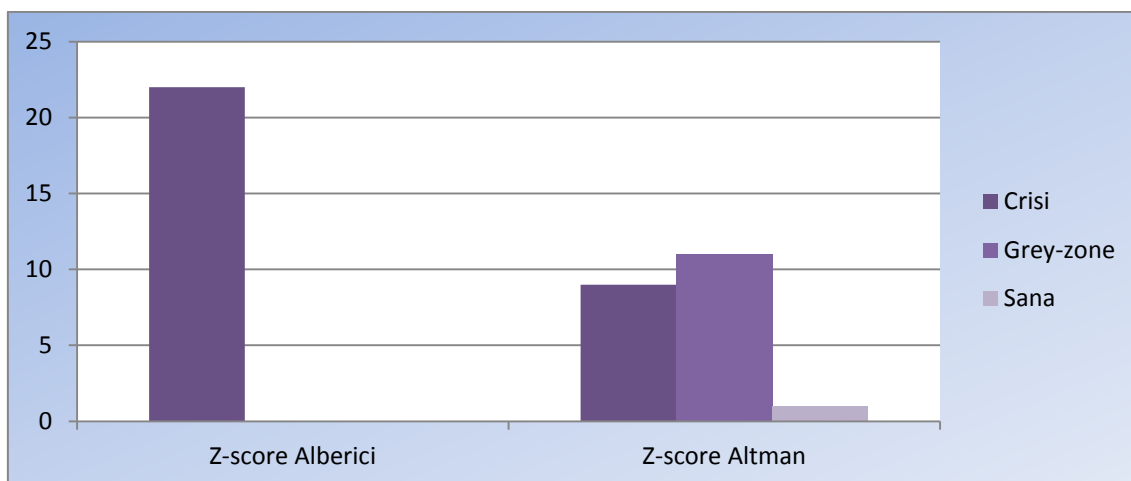
Attraverso il calcolo dello Z-score di Altman si può osservare come in 7 casi il piano di risanamento condotto attraverso i fondi di Private Equity ha portato a risultati positivi

conducendo le imprese ad un miglioramento della loro situazione economica e finanziaria mentre in 15 aziende la situazione permane ancora oggi di incertezza o di grave difficoltà che non sono ancora state risolte.

Un primo limite che emerge dall'analisi effettuata è quello dell'arco temporale ridotto sul quale si fonda il calcolo dello *Z-score*; infatti considerando solamente un anno non è facile dare giudizi precisi su come sarà l'evoluzione delle situazioni economiche e finanziarie delle imprese considerate nel medio periodo. Un altro aspetto di cui non tiene conto l'indice sono le fusioni che vengono effettuate, attraverso le quali le imprese che erano in uno stato di crisi, vanno ad unirsi a gruppi più grandi e stabili. Effettuando una fusione quindi il modello va ad analizzare i dati di bilancio del nuovo gruppo e spesso i valori sono molto differenti da quelli considerati in precedenza, quando l'impresa operava da sola sul mercato.

In ultima analisi è possibile confrontare i due modelli andando ad osservare se il modello di Altman e in che percentuale conferma le tesi elaborate dal modello di Alberici, quindi andando a vedere se le imprese nel 2012 risultano essere in crisi o in una zona di incertezza e se quest'ultime hanno presentato dei miglioramenti nel corso degli anni.

Mentre per le aziende in stato di crisi i due indici risultano coerenti ed attendibili in quanto le aziende Allegri, Atitech, Cai, Cantiere del Pardo, Cesare Ragazzi, Minotti Cucine, Selective Beauty, Gruppo Venturini e Gruppo Veneziani, risultano essere in uno stato di crisi, diverso è il discorso per quelle aziende che secondo Alberici continuano ad essere in crisi mentre per lo *Z-score* di Altman si trovano in una zona di incertezza che quindi le colloca in una situazione leggermente migliore delle precedenti. Tuttavia i miglioramenti che si possono osservare con lo *Z-score* di Alberici nei casi Allegri, Atitech e Cantiere del Pardo non sono confermati da Altman in particolar modo quest'ultima azienda risulta essere in uno stato di crisi avanzato avendo presentato una richiesta di concordato preventivo al tribunale di competenza. Per quanto riguarda le aziende Manucor e Pantex International i due indici risultano essere concordi nell'affermare un lieve miglioramento della situazione economica finanziaria, in particolare la Pantex risulta una delle più vicine al punto di *cut off*.



**Figura 20: confronto tra modello di Alberici e di Altman**

Come si può notare dal grafico riportato qui sopra, lo Z-score di Alberici definisce tutte le aziende analizzate in stato di crisi, mentre Altman conferma in 9 casi la crisi delle imprese, mentre in 11 afferma che le imprese si trovano in una zona di incertezza in cui è difficile determinare l'andamento futuro, mentre per una sola azienda, ovvero il Gruppo Safilo si prevede nel medio periodo un andamento positivo.

#### 4. 6 Il modello di regressione lineare

Il modello di *scoring* di Altman è stato realizzato in un periodo storico che presentava differenze sia da un punto di vista economico che sociale, rispetto all'arco temporale considerato nell'indagine svolta. Inoltre il campione dello studioso americano era composto da aziende di media dimensione del suo paese e pertanto i coefficienti del suo modello si basavano su questi assunti. Per rendere l'analisi più efficace sul campione di imprese italiane nell'anno 2012 che avevano effettuato operazioni di *Turnaround Financing* si è deciso di sviluppare un modello alternativo che prevede il calcolo di nuovi coefficienti che serviranno per andare a moltiplicare le variabili indipendenti del sistema che al contrario restano invariate.

Il modello che si è deciso di adottare in questo caso è il *linear probabilistic model*, nel quale le variabili che determinano la probabilità di insolvenza sono trovate sulla base di

un modello di regressione lineare. Andando ad con ordine, il modello si caratterizza sostanzialmente per quattro momenti:

- Selezione del campione: va individuato il campione sul quale si vuole svolgere l'attività di indagine attraverso il calcolo dell'indice  $Z$ ; in questo caso il campione è già stato individuato in precedenza, ed è rappresentato dalle medesime imprese sulle quali è stato calcolato lo  $Z$ -score di Altman;
- Individuazione delle variabili indipendenti: per ogni impresa  $i$  del campione, vengono individuate le variabili  $X_i$ , che derivano dal rapporto tra alcune voci di bilancio delle aziende e che ne riflettono l'andamento economico, finanziario e reddituale;
- Stima dei coefficienti: nel momento in cui conosco il valore di  $y$  e il valore delle variabili indipendenti è possibile procedere al calcolo dei nuovi coefficienti attraverso la formula di regressione lineare semplice:

$$y_i = \alpha + \sum_{j=1}^m \beta_j x_{i,j} + \varepsilon_i \quad (20)$$

Dove  $y$  rappresenta la variabile dipendente,  $\alpha$  indica la pendenza della retta di regressione, le variabili indipendenti sono le  $X_i$  e  $\varepsilon_i$  rappresenta l'errore statistico. Quello che non conosciamo e che dobbiamo andare a calcolare in questo modello sono i coefficienti che sono indicati nella formula con  $\beta_j$ ;

- Stima della probabilità di insolvenza: l'ultimo passaggio prevede il confronto dei risultati con il modello di Altman e con il nuovo punto di *cut off* per verificare di quanto i nuovi  $Z$ -score calcolati si discostano da quelli realizzati con il metodo tradizionale.

Innanzitutto si è determinato il valore della variabile dipendente  $y$ , e successivamente si è andati a calcolare i nuovi coefficienti di regressione lineare. Sono stati sviluppati concettualmente due modelli partendo da due considerazioni differenti: in un primo caso viene attribuito ad  $y$  il valore  $Z$ -score calcolato con il modello di Altman mentre nel secondo caso, viene assegnato ad  $y$  un valore in relazione all'indice di indipendenza finanziaria dell'azienda analizzata. Infatti attraverso questo indice di struttura è possibile studiare la solidità dello stato patrimoniale di un'impresa, andando a verificare

se e in che misura quest'ultima possieda mezzi propri, o ricorre al debito per finanziarsi. Si è ritenuto di dare due valori soglia a  $y$  in relazione a questo indice:

- $Y = 0$ , quando l'indice di indipendenza finanziaria è  $< 33$ ;
- $Y = 1$ , quando l'indice di indipendenza finanziaria è  $> 33$ .

Infatti quando l'indice ha un valore inferiore al 33% l'impresa si trova ad avere una situazione finanziaria di grave squilibrio mentre inizia ad avere una situazione squilibrata ma che può essere ritenuta sotto controllo per valori superiori a questa, mentre per avere un perfetto equilibrio il valore dev'essere superiore al 67% (Avi, 2007, 174). Questo modello non è stato realizzato empiricamente poiché, andando a calcolare i coefficienti con la funzione *binary outcome – logistic regression*, con il programma di calcolo Stata, non è stato possibile ottenere i coefficienti poiché Stata dichiarava che era impossibile realizzare quella tipologia di calcolo.

E' stato possibile trovare i nuovi coefficienti nell'altro caso, ovvero quando la  $y$  è stata posta pari allo Z-score finale di Altman e i risultati sono riportati nella tabella sottostante, nella quale sono riportati i nuovi valori e l'indice di errore statistico.

**Tabella 1: Nuovi Coefficienti (Elaborazione Stata)**

	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
$\beta_1$	.7937425	.2047095	3.88	0.002	.3546843	1.232801
$\beta_2$	-.0536464	.6272071	-0.09	0.933	-1.398872	1.291579
$\beta_3$	3.148662	.2595349	12.13	0.000	2.592015	3.705309
$\beta_4$	1.17143	.2649348	4.42	0.001	.6032018	1.739659
$\beta_5$	1.005313	.0451372	22.27	0.000	.9085034	1.102123
_cons	-.0194983	.0894107	-0.22	0.831	-.2112652	.1722685

Come emerge dalla tabella 2 i coefficienti  $\beta_1, \beta_3$  e  $\beta_5$  risultano molto vicini numericamente ai valori del modello precedente, mentre negli altri due casi il valore è decisamente differente, presentando persino un valore negativo in  $\beta_2$ .

**Tabella 2: Confronto dei coefficienti tra i due modelli**

	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$\beta_4$	$\beta_5$
<b>Modello di Altman</b>	0,717	0,847	3,107	0,42	0,998
<b>Nuovo modello</b>	0,793743	-0,05365	3,148662	1,17143	1,005313

Nuova volta calcolati i nuovi coefficienti è possibile, rapportandoli alle opportune variabili indipendenti, andare a calcolare i nuovi Z-score per andare a verificare quali sono le differenze che si presentano nello specifico caso analizzato, ovvero di un campione di imprese italiane di piccola-media grandezza, che hanno effettuato operazioni di ristrutturazione finanziaria tramite fondi di *private equity* entro il 2012.

Le variabili indipendenti utilizzate nel nuovo modello sono 5 e sono le stesse del modello di Altman: la prima definita come  $X_1$  è data dal rapporto tra capitale circolante netto e il totale delle attività, la seconda  $X_2$  è ottenuta rapportando il patrimonio netto al totale delle attività mentre la terza, ovvero  $X_3$ , si ottiene confrontando il risultato operativo con il totale delle attività; la quarta variabile dipendente,  $X_4$ , è data dal rapporto tra patrimonio netto e debiti mentre l'ultima variabile  $X_5$  si ottiene rapportando i ricavi con il totale degli attivi.

**Tabella 3: Confronto Z-score Altman e Z-score del nuovo modello**

<b>Azienda</b>	<b>Z-Score di Altman</b>	<b>Z-Score Nuovo</b>
Allegri	1,041631891	1,07766
Atitech	0,89051985	0,987287

Cai	1,021252077	1,053863
Cantiere del Pardo	-1,94204893	-1,87148
Cargo Italia	2,202295215	2,266113
Cesare Ragazzi	0,734582693	0,757723
Ladbrokes – Cogetech	2,717830348	2,765207
Favini	2,099331183	1,837084
Lazzaroni	2,340759714	2,354642
Making Energy – In liquid	1,272561945	1,292941
Manucor	1,257879016	1,268784
Mcs Desa	1,87247676	2,14775
Minotti Cucine – In liquid	0,021952606	0,142051
Pantex International	2,655434029	2,811301
Safilo	2,88095124	2,835881
Selective Beauty	1,18814304	1,256123
Teskid	1,32585893	1,151536
Venturini – Selecta	0,345207903	0,333301
Veneziani – Zetagi	1,157029024	1,235695
White Star – De Agostini	1,49830725	1,268453

Il punto di *cut off* è stato calcolato suddividendo in entrambi i casi le aziende in crisi da quelle della Grey-zone, si è poi passati al calcolo dello Z-score medio di quelle insolventi e di quelle incerte e poi si è fatta la media dei risultati ottenuti:

**Tabella 4: I punti di *Cut off***

	Cut off
Modello di Altman	2,765
Nuovo Modello	1,60

Da una prima analisi dei nuovi valori la prima considerazione da fare è che non c'è presenza di valori *outliers*. In secondo luogo le imprese come Minotti Cucine e Making Energy che sono in stato di liquidazione hanno anche con il nuovo modello un valore che conferma questo stato. Stessa sorte per quanto riguarda il Cantiere del Pardo che a Novembre 2013 si è rivolto presso il tribunale di competenza per avere accesso all'istituto del concordato preventivo, ed anche in questo caso il nuovo Z-score conferma le difficoltà dell'azienda.

Nella maggior parte dei casi i valori sono coerenti con il modello di Altman, andando a verificare una buona affidabilità dell'indice dello studioso americano; tuttavia è opportuno segnalare dei casi in cui l'indice, con il nuovo modello, si sposta sensibilmente dallo Z-score di Altman e riguarda i casi: Mcs Desa e Pantex International in cui ad entrambe le aziende viene riconosciuto un maggiore grado di affidabilità che le sta conducendo verso il completo risanamento, e i casi Tesksid e White Star – De Agostini che al contrario con il nuovo indice evidenziano uno stato di peggioramento della loro situazione che le indirizza verso la zona di insolvenza.

In conclusione le aziende che con la nuova formulazione risultano superare il punto di *Cut off* sono 7: Cargo Italia, Ladbrokes – Cogetech, Lazzaroni, Favini, Mcs Desa, Pantex International e Safilo, mentre le restanti 13 sono ben al di sotto del punto di soglia e in queste aziende lo stato di crisi continua a persistere nonostante i piani di risanamento messi in atto dal management.

#### 4.7 Conclusioni

Il mercato del *turnaround financing* attraverso fondi di *private equity* in Italia, risulta ancora oggi una nicchia nel mercato delle ristrutturazioni. Il numero di operazioni nell'arco di tempo che va dal 2008 al 2012 è di 27; in particolare negli anni subito posteriori alla crisi si era avuto un incremento del numero di operazioni, 8 nel 2008 e 9 nel 2009. Tuttavia negli anni successivi si sono contate solamente 5 operazioni nel 2010 e 6 nel 2011 facendo ritenere che l'effetto post crisi è stato superato e che sono decisamente in diminuzione le aziende che ricorrono a questa tipologia di ristrutturazione.

Il campione risulta essere eterogeneo: la maggior parte delle imprese che sono ricorse al *turnaround financing* opera nel Nord Italia, per la precisione l'85% del campione, mentre solamente l'11% si trova nel Centro e il 4% corrispondente ad una sola impresa, l'Atitech in Campania, si trova al Sud. Di queste 27 aziende che nel corso di questo arco temporale hanno effettuato l'operazione di ristrutturazione, 4 sono state dichiarate fallite dal tribunale di competenza e sono: Effezeta Spa, Jal Spa, Manzardo Srl e Gusella Spa. Attualmente sono in stato di liquidazione Minotti Cucine, Making Energy e Gruppo Botto, mentre il Cantiere del Pardo ha presentato richiesta di concordato preventivo nel Novembre 2013. Quindi il 30% del campione, nonostante il piano di salvataggio messo in atto, risulta essere fallito o presenta una situazione di crisi irreversibile.

Attraverso il calcolo dello *Z-score* di Altman è stato possibile individuare quelle imprese che si trovano ancora oggi in uno stato di crisi che risulta essere il 50 % del campione sul quale è stato realizzato l'indice. In particolare per: Allegri, Atitech, Cai, Cesare Ragazzi, Selective Beauty, Gruppo Venturini e Gruppo Veneziani, la situazione non risulta positiva e si può affermare che il piano di risanamento non ha prodotto gli effetti desiderati, poiché molte di queste aziende presentano una situazione di crisi profonda dalla quale è difficile poter dire se sarà possibile uscire.

Il dato interessante che emerge dall'analisi è la presenza di 7 fusioni, che rappresentano il 26% del campione, che sono state realizzate dopo l'entrata del fondo nel capitale delle imprese, che riguardano: Cesare Ragazzi, Ladbrokes, Iana, Mcs Desa, Venturini, Veneziani, White Star. Questo dato non è solo interessante per l'elevato numero di operazioni, ma anche perché fa presupporre una buona correlazione tra *turnaround financing* attraverso i fondi di *private equity* e l'operazione di fusione tra società.

Le aziende che si trovano in una zona di incertezza sono 9 e sono state suddivise opportunamente in due gruppi, quelle che presentano uno *Z-score* inferiore a 2 e che sono più vicine ad uno stato di crisi e quelle che hanno uno *Z-score* superiore a 2 che presuppone un miglioramento nella loro situazione economica e finanziaria. Fanno parte del primo gruppo: Manucor, Mcs Desa, Teskid e White Star mentre sono in miglioramento: Cargo Italia, Ladbrokes, Favini, Lazzaroni, Pantex International.

Solo un'azienda considerando gli indici di bilancio e il calcolo dello Z-score di Altman risulta essere fuori pericolo e si tratta del Gruppo Safilo, che risulta essere, tra le imprese considerate, quella più solida e con maggiori prospettive di crescita per il futuro.

Infine con il nuovo modello realizzato si verifica come le aziende che superano la soglia di 2 con il modello di Altman, sono quelle che superano il punto di cuff off nel nuovo modello, facendone presumere un miglioramento nel breve periodo e rilevando una buona coerenza tra i due modelli; queste aziende sono: Cargo Italia, Ladbroke's – Cogetech, Lazzaroni, Favini, Mcs Desa, Pantex International e Safilo. Anche per le restanti 13 aziende il nuovo modello conferma la situazione di difficoltà, infatti queste sono ben al di sotto del punto di soglia e in queste imprese lo stato di crisi continua a persistere nonostante i piani di risanamento messi in atto dal management.

Appendice 1

Tabella A: Z-score di Alberici

<b>Alberici</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTIG</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB TOT</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>PV</b>	<b>INDAGOR NETTIE</b>	<b>COEFF</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-307.960	12.971.809	0,00203	11.427.434	12.971.809	0,00346	642.339	2.909.886	-0,02201
Z-4 (2009)	0,00164	-2.139.840	8.066.868	0,00350	6.520.549	8.066.868	-0,01659	779.495	2.173.823	-0,04353
Z-3 (2010)	-0,00213	-94.143	6.746.251	0,00319	5.238.769	6.746.251	0,00421	785.355	1.644.105	-0,02482
Z-2 (2011)	0,00004	-885.667	5.197.674	0,01538	4.640.624	5.197.674	0,03013	-100.311	518.774	-0,07389
Z-1 (2012)	0,00182	-394.351	4.305.982	-0,02580	3.470.224	4.305.982	0,00489	371.745	437.589	-0,05184
<b>Athekh</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTIG</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB TOT</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>PV</b>	<b>INDAGOR NETTIE</b>	<b>COEFF</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	1.826.736	48.257.096	0,00203	13.539.062	48.257.096	0,00346	19.901.648	98.500	-0,02201
Z-4 (2009)	0,00164	-8.379.686	52.439.381	0,00350	25.969.763	52.439.381	-0,01659	11.455.005	249.750	-0,04353
Z-3 (2010)	-0,00213	1.576.603	52.225.688	0,00319	25.135.743	52.225.688	0,00421	13.031.608	7.806.750	-0,02482
Z-2 (2011)	0,00004	-20.946.643	38.370.057	0,01538	20.603.928	38.370.057	0,03013	4.651.921	5.647.562	-0,07389
Z-1 (2012)	0,00182	-13.766.801	41.782.498	-0,02580	21.651.218	41.782.498	0,00489	6.478.657	4.602.892	-0,05184
<b>Botte</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTIG</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB TOT</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>PV</b>	<b>INDAGOR NETTIE</b>	<b>COEFF</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-	-	0,00203	-	-	0,00346	-	-	-0,02201
Z-4 (2009)	0,00164	-2.229.263	26.121.840	0,00350	17.420.436	26.121.840	-0,01659	4.829.561	5.610.278	-0,04353
Z-3 (2010)	-0,00213	-1.682.634	29.090.115	0,00319	22.000.091	29.090.115	0,00421	3.146.926	6.212.607	-0,02482
Z-2 (2011)	0,00004	195.125	30.894.897	0,01538	17.978.100	30.894.897	0,03013	8.911.891	6.081.360	-0,07389
Z-1 (2012)	0,00182	-	-	-0,02580	-	-	0,00489	-	-	-0,05184
<b>Ca</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTIG</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB TOT</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>PV</b>	<b>INDAGOR NETTIE</b>	<b>COEFF</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-	-	0,00203	-	-	0,00346	-	-	-0,02201
Z-4 (2009)	0,00164	-326.530	2.980.287	0,00350	2.062.788	2.980.287	-0,01659	723.428	2.375.863	-0,04353
Z-3 (2010)	-0,00213	-167.639	2.856.120	0,00319	2.114.628	2.856.120	0,00421	548.032	2.296.749	-0,02482
Z-2 (2011)	0,00004	-69.014	2.798.121	0,01538	2.094.525	2.798.121	0,03013	479.237	2.142.944	-0,07389
Z-1 (2012)	0,00182	-279.597	2.634.233	-0,02580	2.140.309	2.634.233	0,00489	200.984	1.908.545	-0,05184
<b>Cantere del Pardo</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTIG</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB TOT</b>	<b>ATT TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>PV</b>	<b>INDAGOR NETTIE</b>	<b>COEFF</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-	-	0,00203	-	-	0,00346	-	-	-0,02201
Z-4 (2009)	0,00164	-	-	0,00350	-	-	-0,01659	-	-	-0,04353
Z-3 (2010)	-0,00213	-	-	0,00319	-	-	0,00421	-	-	-0,02482
Z-2 (2011)	0,00004	-7.853.057	25.689.614	0,01538	32.088.862	25.689.614	0,03013	-7.753.057	900.623	-0,07389
Z-1 (2012)	0,00182	-30.548.292	32.253.705	-0,02580	40.831.441	32.253.705	0,00489	-10.348.290	25.834.118	-0,05184

<b>PV+DEB CONSOLID</b>	<b>DINIOB NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. CORRENTI</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
3.616.030	2.909.886	0,01374	9.692.476	8.453.743	0,00108	15.839	8.453.743	-0,00417	8.453.743
3.390.658	2.173.823	0,04026	5.664.457	3.909.386	0,00013	128.176	3.909.386	0,00013	3.909.386
2.650.693	1.644.105	0,01613	5.102.146	3.373.431	0,00055	81.296	3.373.431	0,00319	3.373.431
1.570.256	518.774	0,07658	4.640.712	2.970.057	-0,000446	39.017	2.970.057	0,00483	2.970.057
1.662.235	437.589	0,00295	3.839.466	2.179.734	-0,03831	16.505	2.179.734	0,01538	2.179.734
<b>PV+DEB CONSOLID</b>	<b>DINIOB NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. CORRENTI</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
19.901.648	98.500	0,01374	13.699.752	13.539.062	0,00108	1.834.094	13.539.062	-0,00417	13.539.062
11.455.005	249.750	0,04026	51.141.563	25.969.763	0,00013	28.794.295	25.969.763	0,00013	25.969.763
13.031.608	7.806.750	0,01613	37.086.986	25.135.743	0,00055	6.146.173	25.135.743	0,00319	25.135.743
4.651.921	5.647.562	0,07658	23.208.084	20.603.928	-0,000446	2.428.660	20.603.928	0,00483	20.603.928
6.478.657	4.602.892	0,00295	25.844.478	21.651.218	-0,03831	2.508.669	21.651.218	0,01538	21.651.218
<b>PV+DEB CONSOLID</b>	<b>DINIOB NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. CORRENTI</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
-	-	0,01374	-	-	0,00108	-	-	-0,00417	-
10.184.573	5.610.278	0,04026	20.299.472	12.065.424	0,00013	579.598	12.065.424	0,00013	12.065.424
8.609.573	6.212.607	0,01613	21.517.624	16.537.444	0,00055	145.568	16.537.444	0,00319	16.537.444
12.789.417	6.081.360	0,07658	23.114.477	14.100.574	-0,000446	367.604	14.100.574	0,00483	14.100.574
-	-	0,00295	-	-	0,03831	-	-	0,01538	-
<b>PV+DEB CONSOLID</b>	<b>DINIOB NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. CORRENTI</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
-	-	0,01374	-	-	0,00108	-	-	-0,00417	-
1.440.349	2.375.863	0,04026	557.411	1.345.867	0,00013	148.795	1.345.867	0,00013	1.345.867
1.204.143	2.296.749	0,01613	508.620	1.458.517	0,00055	96.118	1.458.517	0,00319	1.458.517
1.047.467	2.142.944	0,07658	622.501	1.526.295	-0,000446	129.389	1.526.295	0,00483	1.526.295
715.325	1.908.545	0,00295	692.326	1.625.968	-0,03831	65.216	1.625.968	0,01538	1.625.968
<b>PV+DEB CONSOLID</b>	<b>DINIOB NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. CORRENTI</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
-	-	0,01374	-	-	0,00108	-	-	-0,00417	-
-	-	0,04026	-	-	0,00013	-	-	0,00013	-
-	-	0,01613	-	-	0,00055	-	-	0,00319	-
18.888.959	900.623	0,07658	24.670.574	5.446.846	-0,000446	9.013.574	5.446.846	0,00483	5.446.846
22.277.723	25.834.118	0,00295	6.309.370	8.205.428	-0,03831	974.836	8.205.428	0,01538	8.205.428
<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z Score</b>								
12.971.809	-0,01134								
8.066.868	-0,01099								
6.746.251	-0,00949								
5.197.674	-0,09344								
4.305.982	-0,20103								
<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z Score</b>								
48.257.096	-3,73468								
52.439.381	-2,67649								
52.225.688	-0,00746								
38.370.057	0,06094								
41.782.498	-0,07300								
<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z Score</b>								
-	-								
26.121.840	-0,02331								
29.090.115	-0,00692								
30.884.897	0,02538								
-	-								
<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z Score</b>								
-	-								
2.980.287	-0,01402								
2.856.120	-0,00398								
2.798.121	0,00707								
2.634.233	-0,01186								
<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z Score</b>								
-	-								
-	-								
25.689.614	-1,44287								
32.253.705	-0,07942								

	COEFF	REDD NETTO	ATT. TOT	COEFF	DEB. TOT	ATT. TOT
<b>Cargo Italia</b>						
Z-5 (2008)	-0,00401	17.696	1.367.537	0,00203	1.187.876	1.367.537
Z-4 (2009)	0,00164	-44.377	464.246	0,00350	324.487	464.246
Z-3 (2010)	-0,00213	34.957	535.025	0,00319	349.564	535.025
Z-2 (2011)	0,00004	3.867	512.717	0,01528	311.459	512.717
Z-1 (2012)	0,00182	10.217	658.332	-0,02580	434.888	658.332
<b>Cesare Rognoni</b>						
Z-5 (2008)	-0,00401	-	-	0,00203	-	-
Z-4 (2009)	0,00164	-	-	0,00350	-	-
Z-3 (2010)	-0,00213	-	-	0,00319	-	-
Z-2 (2011)	0,00004	36.036	7.434.811	0,01528	4.611.496	7.434.811
Z-1 (2012)	0,00182	92.107	9.499.153	-0,02580	6.589.210	9.499.153
<b>Ladbrokes - Cogitech</b>						
Z-5 (2008)	-0,00401	-458.943	58.133.263	0,00203	50.788.316	58.133.263
Z-4 (2009)	0,00164	5.077.076	99.362.284	0,00350	82.261.299	99.362.284
Z-3 (2010)	-0,00213	1.379.269	184.572.720	0,00319	148.865.916	184.572.720
Z-2 (2011)	0,00004	4.409.071	233.162.017	0,01528	193.186.219	233.162.017
Z-1 (2012)	0,00182	11.512.688	229.032.080	-0,02580	170.001.272	229.032.080
<b>Evanti</b>						
Z-5 (2008)	-0,00401	2.421.000	85.541.000	0,00203	60.838.000	85.541.000
Z-4 (2009)	0,00164	4.334.000	83.365.000	0,00350	53.225.000	83.365.000
Z-3 (2010)	-0,00213	6.027.000	96.445.000	0,00319	62.464.000	96.445.000
Z-2 (2011)	0,00004	3.176.000	105.620.000	0,01528	66.877.000	105.620.000
Z-1 (2012)	0,00182	2.230.000	107.724.000	-0,02580	68.166.000	107.724.000
<b>Imn - Gruppo Com</b>						
Z-5 (2008) Untessile	-0,00401	-5.553.658	146.197.403	0,00203	82.776.306	146.197.403
Z-4 (2009) Untessile	0,00164	-9.883.376	133.194.061	0,00350	69.593.844	133.194.061
Z-3 (2010) Coin	-0,00213	44.298.000	1.598.613.000	0,00319	1.012.134.000	1.598.613.000
Z-2 (2011) Coin	0,00004	48.231.000	1.705.976.000	0,01528	1.031.985.000	1.705.976.000
Z-1 (2012) Coin	0,00182	-	-	-0,02580	-	-

	COEFF	PN	IMMOB. NETTE	COEFF	PN+DEB. CONSOLID	IMMOB. NETTE	COEFF
0,00346	111.927	226.976	-0,02201	116.698	226.976	0,01374	
-0,01659	67.551	222.064	-0,04353	107.352	222.064	0,04026	
0,00421	102.508	222.648	-0,02482	85.845	222.648	0,01613	
0,03013	106.375	218.876	-0,07389	74.664	218.876	0,07658	
0,00489	116.592	220.360	-0,05184	62.837	220.360	0,00295	
<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	
0,00346	-	-	-0,02201	-	-	0,01374	
-0,01659	-	-	-0,04353	-	-	0,04026	
0,00421	-	-	-0,02482	-	-	0,01613	
0,03013	1.246.036	5.226.641	-0,07389	3.096.461	5.226.641	0,07658	
0,00489	1.338.142	6.806.675	-0,05184	3.188.567	6.806.675	0,00295	
<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	
0,00346	6.490.659	13.089.243	-0,02201	2.500.000	13.089.243	0,01374	
-0,01659	11.577.736	16.967.310	-0,04353	1.388.889	16.967.310	0,04026	
0,00421	31.957.002	80.431.843	-0,02482	65.391.649	80.431.843	0,01613	
0,03013	36.366.072	139.465.202	-0,07389	112.750.901	139.465.202	0,07658	
0,00489	53.478.278	125.111.066	-0,05184	72.815.338	125.111.066	0,00295	
<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	
0,00346	16.638.000	31.545.000	-0,02201	17.195.000	31.545.000	0,01374	
-0,01659	20.992.000	34.097.000	-0,04353	38.055.000	34.097.000	0,04026	
0,00421	27.019.000	36.415.000	-0,02482	43.365.000	36.415.000	0,01613	
0,03013	29.150.000	46.326.000	-0,07389	46.181.000	46.326.000	0,07658	
0,00489	30.737.000	46.108.000	-0,05184	50.586.000	46.108.000	0,00295	
<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	
0,00346	55.618.991	89.513.563	-0,02201	76.749.431	89.513.563	0,01374	
-0,01659	47.702.560	30.744.344	-0,04353	68.833.000	30.744.344	0,04026	
0,00421	451.660.000	1.091.828.000	-0,02482	472.790.440	1.091.828.000	0,01613	
0,03013	494.796.000	1.150.274.000	-0,07389	515.926.440	1.150.274.000	0,07658	
0,00489	-	-	-0,05184	-	-	0,00295	

ATI	CORRENTII	PASS.	ABREV.	COEFF	ATI	LIQUIDE	PASS.	ABREV.	COEFF	PASS.	ABREV.	
1137	239	080	217	135	0,00013	25	567	217	135	0,00013	217	135
306	345	263	719	0,00055	184	500	263	719	0,00319	263	719	
432	017	372	051	-0,03831	103	308	372	051	0,01538	372	051	
<b>ATI</b>	<b>CORRENTII</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATI</b>	<b>LIQUIDE</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	
-	-	-	-	0,00013	-	-	-	-	-0,00417	-	-	
-	-	-	-	0,00055	-	-	-	-	0,00319	-	-	
2150	883	2761	071	-0,00045	199	412	2761	071	0,00483	2761	071	
2651	368	3599	214	-0,03831	848		3599	214	0,01538	3599	214	
<b>ATI</b>	<b>CORRENTII</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATI</b>	<b>LIQUIDE</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	
44	142	48	288	316	0,00108	10	006	447	48	288	316	
81	332	80	872	410	0,00013	9	092	852	80	872	410	
105	190	83	474	267	0,00055	34	268	816	83	474	267	
92	823	80	435	318	-0,00045	25	261	508	80	435	318	
102	727	97	185	934	-0,03831	23	754	467	97	185	934	
<b>ATI</b>	<b>CORRENTII</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATI</b>	<b>LIQUIDE</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	
53	996	60	281	000	0,00108	417	000	60	281	000	-0,00417	
49	266	36	162	000	0,00013	601	000	36	162	000	0,00013	
60	030	46	118	000	0,00055	2	749	000	46	118	000	
59	294	49	846	000	-0,00045	2	262	000	49	846	000	
61	616	48	317	000	-0,03831	4	023	000	48	317	000	
<b>ATI</b>	<b>CORRENTII</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATI</b>	<b>LIQUIDE</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS.</b>	<b>ABREV.</b>	
56	354	61	645	866	0,00108	2	032	817	61	645	866	
100	518	47	803	293	0,00013	1	514	952	47	803	293	
472	403	695	867	000	0,00055	118	715	000	695	867	000	
523	658	747	412	000	-0,00045	71	837	000	747	412	000	
-	-	-	-	-0,03831	-	-	-	-	0,01538	-	-	

ATI	TOI	Z score
1367	537	0,00349
464	246	0,02060
535	025	0,01501
512	717	0,09452
658	332	-0,02773
<b>ATI</b>	<b>TOI</b>	<b>Z score</b>
-	-	-
-	-	-
7	434	811
9	499	153
58	133	263
99	362	284
184	572	720
233	162	017
229	032	080
<b>ATI</b>	<b>TOI</b>	<b>Z score</b>
85	541	000
83	363	000
105	620	000
96	445	000
105	620	000
107	724	000
<b>ATI</b>	<b>TOI</b>	<b>Z score</b>
146	197	403
133	194	061
1	598	613
1	705	976
-	-	-

<b>D Lazzaroni</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTO</b>	<b>ATT. TOI</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB. TOI</b>	<b>ATT. TOI</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	1.173	2.708.463	0,00203	2.591.079	2.708.463
Z-4 (2009)	0,00164	1.991	2.557.315	0,00350	2.425.039	2.557.315
Z-3 (2010)	-0,00213	168.495	5.162.489	0,00319	4.573.226	5.162.489
Z-2 (2011)	0,00004	93.879	10.407.314	0,01528	9.466.778	10.407.314
Z-1 (2012)	0,00182	333.302	11.068.766	-0,02580	9.720.552	11.068.766
<b>Making Energy</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTO</b>	<b>ATT. TOI</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB. TOI</b>	<b>ATT. TOI</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-345.215	11.871.205	0,00203	10.784.539	11.871.205
Z-4 (2009)	0,00164	219.448	4.397.749	0,00350	3.037.500	4.397.749
Z-3 (2010)	-0,00213	2.082.697	52.418.096	0,00319	47.964.455	52.418.096
Z-2 (2011)	0,00004	-1.158.569	5.622.233	0,01528	4.844.474	5.622.233
Z-1 (2012)	0,00182	-1.336.964	2.033.681	-0,02580	2.004.266	2.033.681
<b>Manuport</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTO</b>	<b>ATT. TOI</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB. TOI</b>	<b>ATT. TOI</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-345.215	11.871.205	0,00203	10.784.539	11.871.205
Z-4 (2009)	0,00164	219.448	4.397.749	0,00350	3.037.500	4.397.749
Z-3 (2010)	-0,00213	2.082.697	52.418.096	0,00319	47.964.455	52.418.096
Z-2 (2011)	0,00004	-1.158.569	5.622.233	0,01528	4.844.474	5.622.233
Z-1 (2012)	0,00182	-1.336.964	2.033.681	-0,02580	2.004.266	2.033.681
<b>Mcs Desa</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTO</b>	<b>ATT. TOI</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB. TOI</b>	<b>ATT. TOI</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-	-	0,00203	-	-
Z-4 (2009)	0,00164	-	-	0,00350	-	-
Z-3 (2010)	-0,00213	-	-	0,00319	-	-
Z-2 (2011)	0,00004	2.503.568	45.915.227	0,01528	24.632.024	45.915.227
Z-1 (2012)	0,00182	966.448	44.874.873	-0,02580	22.838.582	44.874.873
<b>Milnorri Cucina</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTO</b>	<b>ATT. TOI</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB. TOI</b>	<b>ATT. TOI</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-	-	0,00203	-	-
Z-4 (2009)	0,00164	-	-	0,00350	-	-
Z-3 (2010)	-0,00213	-	-	0,00319	-	-
Z-2 (2011)	0,00004	-16.449	7.940.075	0,01528	3.661.898	7.940.075
Z-1 (2012)	0,00182	-1.711.110	8.802.991	-0,02580	5.266.849	8.802.991

<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>
0,00346	17.463	872.037	-0,02201	21.463	872.037	0,01374
-0,01659	19.454	746.681	-0,04353	19.454	746.681	0,04026
0,00421	187.950	1.129.182	-0,02482	187.950	1.129.182	0,01613
0,03013	281.828	2.020.427	-0,07389	831.828	2.020.427	0,07658
0,00489	615.129	1.713.424	-0,05184	1.073.462	1.713.424	0,00295
<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>
0,00346	960.514	57.034	-0,02201	960.514	57.034	0,01374
-0,01659	1.179.962	96.402	-0,04353	1.179.962	96.402	0,04026
0,00421	3.262.658	125.147	-0,02482	3.723.414	125.147	0,01613
0,03013	494.089	114.222	-0,07389	494.089	114.222	0,07658
0,00489	-346.441	73.659	-0,05184	-346.441	73.659	0,00295
<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>
0,00346	960.514	57.034	-0,02201	960.514	57.034	0,01374
-0,01659	1.179.962	96.402	-0,04353	1.179.962	96.402	0,04026
0,00421	3.262.658	125.147	-0,02482	3.723.414	125.147	0,01613
0,03013	494.089	114.222	-0,07389	494.089	114.222	0,07658
0,00489	-346.441	73.659	-0,05184	-346.441	73.659	0,00295
<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>
0,00346	-	-	-0,02201	-	-	0,01374
-0,01659	-	-	-0,04353	-	-	0,04026
0,00421	-	-	-0,02482	-	-	0,01613
0,03013	18.839.398	26.065.889	-0,07389	22.183.693	26.065.889	0,07658
0,00489	19.522.315	23.685.481	-0,05184	22.866.610	23.685.481	0,00295
<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>DMIOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>
0,00346	-	-	-0,02201	-	-	0,01374
-0,01659	-	-	-0,04353	-	-	0,04026
0,00421	-	-	-0,02482	-	-	0,01613
0,03013	4.194.263	4.049.041	-0,07389	5.151.801	4.049.041	0,07658
0,00489	3.393.150	5.071.760	-0,05184	4.350.688	5.071.760	0,00295

<b>ATT. CORRENTII</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z score</b>
1.792.418	2.587.079	0,00108	30.970	2.587.079	-0,00417	2.587.079	2.708.463	0,00702
1.765.876	2.425.039	0,00013	25.864	2.425.039	0,00013	2.425.039	2.557.315	0,03120
3.942.942	4.573.226	0,00055	41.202	4.573.226	0,00319	4.573.226	5.162.489	0,01606
8.177.295	8.916.778	-0,00045	1.116.128	8.916.778	0,00483	8.916.778	10.407.314	0,06199
9.034.383	9.262.219	-0,03831	287.217	9.262.219	0,01538	9.262.219	11.068.766	-0,03877
<b>ATT. CORRENTII</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z score</b>
11.801.311	10.784.559	0,00108	253.130	10.784.559	-0,00417	10.784.559	11.871.205	-0,29917
4.254.918	3.037.500	0,00013	1.188.980	3.037.500	0,00013	3.037.500	4.397.749	-0,67683
52.265.793	47.503.699	0,00055	905.252	47.503.699	0,00319	47.503.699	52.418.096	-0,60521
5.351.450	4.844.474	-0,00045	279.037	4.844.474	0,00483	4.844.474	5.622.233	-0,08741
1.950.773	2.004.266	-0,03831	81.154	2.004.266	0,01538	2.004.266	2.033.681	0,21067
<b>ATT. CORRENTII</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z score</b>
11.801.311	10.784.559	0,00108	253.130	10.784.559	-0,00417	10.784.559	11.871.205	-0,29917
4.254.918	3.037.500	0,00013	1.188.980	3.037.500	0,00013	3.037.500	4.397.749	-0,67683
52.265.793	47.503.699	0,00055	905.252	47.503.699	0,00319	47.503.699	52.418.096	-0,60521
5.351.450	4.844.474	-0,00045	279.037	4.844.474	0,00483	4.844.474	5.622.233	-0,08741
1.950.773	2.004.266	-0,03831	81.154	2.004.266	0,01538	2.004.266	2.033.681	0,21067
<b>ATT. CORRENTII</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z score</b>
-	-	0,00108	-	-	-0,00417	-	-	-
-	-	0,00013	-	-	0,00013	-	-	-
-	-	0,00055	-	-	0,00319	-	-	-
19.732.098	21.287.729	-0,00045	4.175.080	21.287.729	0,00483	21.287.729	45.915.227	0,04023
21.023.874	11.495.249	-0,03831	6.276.950	11.495.249	0,01538	11.495.249	44.874.873	-0,07069
<b>ATT. CORRENTII</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>ATT. TOTI</b>	<b>Z score</b>
-	-	0,00108	-	-	-0,00417	-	-	-
-	-	0,00013	-	-	0,00013	-	-	-
-	-	0,00055	-	-	0,00319	-	-	-
3.875.566	2.704.360	-0,00045	113.937	2.704.360	0,00483	2.704.360	7.940.075	0,05561
3.715.350	4.733.468	-0,03831	2.623	4.733.468	0,01538	4.733.468	8.802.991	-0,04642

	COEFF	REDD NETTO	ATT. TOT	COEFF	DEB. TOT	ATT. TOT
Pantex International	-0,00401	-	-	0,00203	-	-
Z-5 (2008)	0,00164	-	-	0,00350	-	-
Z-4 (2009)	-0,00213	-	-	0,00319	-	-
Z-3 (2010)	0,00004	-	-	0,01528	-	-
Z-2 (2011)	0,00182	1.464.469	24.716.668	-0,02580	14.979.716	24.716.668
Z-1 (2012)	0,00182	-	-	0,02580	-	-
Saifilo	COEFF	REDD NETTO	ATT. TOT	COEFF	DEB. TOT	ATT. TOT
Z-5 (2008)	-0,00401	-20.540.000	1.817.370.000	0,00203	940.877.000	1.817.370.000
Z-4 (2009)	0,00164	-350.789.000	1.390.624.000	0,00350	872.389.000	1.390.624.000
Z-3 (2010)	-0,00213	4.564.000	1.486.309.000	0,00319	641.340.000	1.486.309.000
Z-2 (2011)	0,00004	31.066.000	1.501.022.000	0,01528	623.839.000	1.501.022.000
Z-1 (2012)	0,00182	26.601.000	1.491.317.000	-0,02580	553.148.000	1.491.317.000
Selektre Beauty	COEFF	REDD NETTO	ATT. TOT	COEFF	DEB. TOT	ATT. TOT
Z-5 (2008)	-0,00401	5.409.724	55.959.220	0,00203	41.937.646	55.959.220
Z-4 (2009)	0,00164	6.500.635	56.434.188	0,00350	40.524.454	56.434.188
Z-3 (2010)	-0,00213	6.662.006	64.401.674	0,00319	48.132.600	64.401.674
Z-2 (2011)	0,00004	2.390.172	68.636.991	0,01528	56.082.378	68.636.991
Z-1 (2012)	0,00182	378.155	136.759.637	-0,02580	91.905.691	136.759.637
Testid	COEFF	REDD NETTO	ATT. TOT	COEFF	DEB. TOT	ATT. TOT
Z-5 (2008)	-0,00401	-17.142.358	92.419.975	0,00203	38.767.675	92.419.975
Z-4 (2009)	0,00164	-31.077.630	87.098.253	0,00350	37.735.458	87.098.253
Z-3 (2010)	-0,00213	-11.050.549	81.498.286	0,00319	37.455.926	81.498.286
Z-2 (2011)	0,00004	-39.572.964	69.306.633	0,01528	37.388.295	69.306.633
Z-1 (2012)	0,00182	-14.941.772	72.209.297	-0,02580	33.276.982	72.209.297
Veneziani - Zetagi	COEFF	REDD NETTO	ATT. TOT	COEFF	DEB. TOT	ATT. TOT
Z-5 (2008) Veneziani	-0,00401	-107.829	945.265	0,00203	723.042	945.265
Z-4 (2009) Veneziani	0,00164	-409.015	1.868.721	0,00350	1.932.327	1.868.721
Z-3 (2010) In Liquidaz	-0,00213	-	-	0,00319	-	-
Z-2 (2011) Zetagi	0,00004	-640.150	22.048.294	0,01528	14.628.740	22.048.294
Z-1 (2012) Zetagi	0,00182	-565.938	24.610.105	-0,02580	16.660.361	24.610.105

	COEFF	PN	INDMOB. NETTE	COEFF	PN+DEB. CONSOLID	INDMOB. NETTE	COEFF
0,00346	-	-	-	-0,02201	-	-	0,01374
-0,01659	-	-	-	-0,04353	-	-	0,04026
0,00421	-	-	-	-0,02482	-	-	0,01613
0,03013	-	-	-	-0,07389	-	-	0,07658
0,00489	8.706.355	9.074.555	-	-0,05184	14.440.785	9.074.555	0,00295
0,00346	804.277.000	1.085.144.000	-	-0,02201	1.288.763.000	1.085.144.000	0,01374
-0,01659	445.992.000	770.086.000	-	-0,04353	930.478.000	770.086.000	0,04026
0,00421	767.035.000	795.106.000	-	-0,02482	1.251.521.000	795.106.000	0,01613
0,03013	815.742.000	798.885.000	-	-0,07389	1.300.228.000	798.885.000	0,07658
0,00489	862.846.000	824.391.000	-	-0,05184	1.347.332.000	824.391.000	0,00295
0,00346	12.479.330	2.563.809	-	-0,02201	16.103.122	2.563.809	0,01374
-0,01659	14.440.080	1.939.510	-	-0,04353	18.240.783	1.939.510	0,04026
0,00421	14.601.451	3.030.928	-	-0,02482	15.571.135	3.030.928	0,01613
0,03013	10.538.348	5.568.596	-	-0,07389	26.401.392	5.568.596	0,07658
0,00489	28.214.477	42.890.249	-	-0,05184	58.451.324	42.890.249	0,00295
0,00346	14.836.004	40.642.328	-	-0,02201	17.781.653	40.642.328	0,01374
-0,01659	8.758.374	38.694.834	-	-0,04353	10.600.473	38.694.834	0,04026
0,00421	10.207.825	36.678.983	-	-0,02482	11.480.005	36.678.983	0,01613
0,03013	634.861	17.492.495	-	-0,07389	3.833.222	17.492.495	0,07658
0,00489	10.693.089	19.628.775	-	-0,05184	12.900.914	19.628.775	0,00295
0,00346	215.981	368.625	-	-0,02201	215.981	368.625	0,01374
-0,01659	-193.035	405.007	-	-0,04353	-193.035	405.007	0,04026
0,00421	-	-	-	-0,02482	-	-	0,01613
0,03013	6.805.703	9.316.734	-	-0,07389	13.576.583	9.316.734	0,07658
0,00489	7.239.764	11.694.449	-	-0,05184	15.204.775	11.694.449	0,00295

ATT CORRENTII	PASS. A BREVE	COEFF	ATT. LIQUIDE	PASS. A BREVE	COEFF	PASS. A BREVE
-	-	0,00108	-	-	-0,00417	-
-	-	0,00013	-	-	0,00013	-
-	-	0,00055	-	-	0,00319	-
-	-	-0,00045	-	-	0,00483	-
15.645.252	9.245.286	-0,03831	4.440.521	9.245.286	0,01538	9.245.286
<b>ATT. CORRENTII</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
721.369.000	456.391.000	0,00108	53.653.000	456.391.000	-0,00417	456.391.000
598.326.000	413.990.000	0,00013	37.386.000	413.990.000	0,00013	413.990.000
669.880.000	346.016.000	0,00055	88.267.000	346.016.000	0,00319	346.016.000
682.299.000	343.944.000	-0,00045	90.368.000	343.944.000	0,00483	343.944.000
648.404.000	452.817.000	-0,03831	59.388.000	452.817.000	0,01538	452.817.000
<b>ATT. CORRENTII</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
52.909.150	38.313.854	0,00108	2.231.953	38.313.854	-0,00417	38.313.854
54.124.528	36.723.751	0,00013	2.187.387	36.723.751	0,00013	36.723.751
60.416.272	47.162.916	0,00055	4.399.560	47.162.916	0,00319	47.162.916
61.881.749	40.219.334	-0,00045	1.482.013	40.219.334	0,00483	40.219.334
92.545.587	61.668.844	-0,03831	2.167.301	61.668.844	0,01538	61.668.844
<b>ATT. CORRENTII</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
51.774.259	35.822.026	0,00108	870.283	35.822.026	-0,00417	35.822.026
48.403.419	35.893.359	0,00013	348.679	35.893.359	0,00013	35.893.359
44.819.303	36.183.746	0,00055	16.105	36.183.746	0,00319	36.183.746
51.806.413	34.189.934	-0,00045	35.590	34.189.934	0,00483	34.189.934
52.561.851	31.069.157	-0,03831	47.229	31.069.157	0,01538	31.069.157
<b>ATT. CORRENTII</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
570.576	723.042	0,00108	4.027	723.042	-0,00417	723.042
1.459.558	1.932.327	0,00013	1.429	1.932.327	0,00013	1.932.327
-	-	0,00055	-	-	0,00319	-
12.722.426	7.857.860	-0,000446	63.879	7.857.860	0,00483	7.857.860
12.908.361	8.695.350	-0,03831	45.048	8.695.350	0,01538	8.695.350

ATT. TOT	Z Score
-	-
-	-
-	-
-	-
24.716.668	-0,10102
<b>ATT. TOT</b>	<b>Z Score</b>
1.817.370.000	-0,00168
1.390.624.000	-0,00219
1.486.309.000	-0,00153
1.501.022.000	0,06976
1.491.317.000	-0,08527
<b>ATT. TOT</b>	<b>Z Score</b>
55.959.220	-0,10409
56.434.188	-0,47078
64.401.674	-0,08202
68.636.991	-0,16018
136.759.637	-0,07475
<b>ATT. TOT</b>	<b>Z Score</b>
92.419.975	0,01150
87.098.253	0,03960
81.498.286	0,01655
69.306.633	0,11154
72.209.297	-0,03212
<b>ATT. TOT</b>	<b>Z Score</b>
945.265	-0,03148
1.868.721	-0,16597
-	-
22.048.294	0,05018
24.610.105	-0,07227

<b>Venturini - Selecta</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTO</b>	<b>ATT. TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB. TOT</b>	<b>ATT. TOT</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-3.214.191	152.618.227	0,00203	131.767.501	152.618.227
Z-4 (2009)	0,00164	-6.634.475	149.103.410	0,00350	133.335.453	149.103.410
Z-3 (2010)	-0,00213	-10.221.471	132.007.893	0,00319	124.145.060	132.007.893
Z-2 (2011) Selecta	0,00004	-3.307.140	67.143.681	0,01528	69.640.368	67.143.681
Z-1 (2012) Selecta	0,00182	-749.000	86.119.000	-0,02580	76.114.000	86.119.000
<b>White Star - DeAgostini</b>	<b>COEFF</b>	<b>REDD NETTO</b>	<b>ATT. TOT</b>	<b>COEFF</b>	<b>DEB. TOT</b>	<b>ATT. TOT</b>
Z-5 (2008)	-0,00401	-1.149	19.786	0,00203	935	19.786
Z-4 (2009)	0,00164	-188.878	8.588.660	0,00350	4.778.687	8.588.660
Z-3 (2010)	-0,00213	-122.343	16.705.300	0,00319	12.336.619	16.705.300
Z-2 (2011)	0,00004	-3.051.419	14.780.402	0,01528	13.531.571	14.780.402
Z-1 (2012) DeAgostini	0,00182	141.828	11.546.764	-0,02580	7.088.859	11.546.764

<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>
0,00346	15.993.674	63.508.844	-0,02201	28.628.959	63.508.844	0,01374
-0,01659	9.197.866	62.300.440	-0,04353	21.833.151	62.300.440	0,04026
0,00421	-1.174.689	52.701.720	-0,02482	11.460.596	52.701.720	0,01613
0,03013	-4.251.181	15.762.762	-0,07389	8.384.104	15.762.762	0,07658
0,00489	8.729.000	46.825.000	-0,05184	21.364.285	46.825.000	0,00295
<b>COEFF</b>	<b>PN</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PN+DEB. CONSOLID</b>	<b>IMMOB. NETTE</b>	<b>COEFF</b>
0,00346	18.851	0	-0,02201	18.851	0	0,01374
-0,01659	3.809.973	989	-0,04353	3.809.973	989	0,04026
0,00421	3.687.627	6.654.016	-0,02482	3.687.627	6.654.016	0,01613
0,03013	636.210	5.066.702	-0,07389	636.210	5.066.702	0,07658
0,00489	4.078.302	8.598.717	-0,05184	4.078.302	8.598.717	0,00295

ATT. CORRENTI	PASS. A BREVE	COEFF	ATT. LIQUIDE	PASS. A BREVE	COEFF	PASS. A BREVE
88.110.675	119.132.216	0,00108	16.143.205	119.132.216	-0,00417	119.132.216
85.584.946	121.792.919	0,00013	14.502.370	121.792.919	0,00013	121.792.919
78.629.237	108.210.643	0,00055	10.231.490	108.210.643	0,00319	108.210.643
49.968.649	45.019.410	-0,00045	5.101.608	45.019.410	0,00483	45.019.410
39.029.000	49.043.000	-0,03831	7.100.000	49.043.000	0,01538	49.043.000
<b>ATT. CORRENTI</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>ATT. LIQUIDE</b>	<b>PASS. A BREVE</b>	<b>COEFF</b>	<b>PASS. A BREVE</b>
19.786	935	0,00108	0	935	-0,00417	935
8.587.671	4.778.687	0,00013	3.783.072	4.778.687	0,00013	4.778.687
9.927.024	9.870.295	0,00055	384.699	9.870.295	0,00319	9.870.295
9.598.298	11.746.394	-0,00045	47.744	11.746.394	0,00483	11.746.394
2.930.843	2.388.273	-0,03831	801.014	2.388.273	0,01538	2.388.273

ATT. TOT	Z Score
152.618.227	-0,00016
149.103.410	0,01377
132.007.893	0,01206
67.143.681	0,05660
86.119.000	-0,04000
<b>ATT. TOT</b>	<b>Z Score</b>
19.786	#DIV/0!
8.588.660	-231,52878
16.705.300	0,00908
14.780.402	0,07490
11.546.764	-0,04413

Tabella B: Z-score di Altman

Z Score Altman 2012								
	Coeff	CCN	TOT_ATT	Coeff	PN	TOT_ATT		
Allegri	0,717	1.659.732	4.305.982	0,847	371.745	4.305.982		
Attech	0,717	4.193.260	41.782.498	0,847	6.478.657	41.782.498		
Botto - In Liquidazione	0,717	n.s	n.s	0,847	n.s	n.s		
Cai	1,2	-933.642	2.634.233	1,4	200.984	2.634.233		
Cantiere del Pardo	0,717	-1.896.058	32.253.705	0,847	-10.348.290	32.253.705		
Cargo Italia	0,717	59.966	658.332	0,847	116.592	658.332		
Cesare Ragazzi	0,717	-947.846	9.499.153	0,847	1.338.142	9.499.153		
Ladbrokes - Cogetech	0,717	5.541.741	229.032.080	0,847	53.478.278	229.032.080		
Favini	1,2	13.299.000	107.724.000	1,4	30.737.000	107.724.000		
Iana - Gruppo Coin	0,717	n.s	n.s	0,847	n.s	n.s		
Lazzaroni	0,717	-227.836	11.068.766	0,847	615.129	11.068.766		
Making Energy - In Liquid	0,717	-53.493	2.033.681	0,847	-346.441	2.033.681		
Manucor	0,717	5.209.368	106.553.985	0,847	2.717.985	106.553.985		
Mcs Desa	0,717	9.528.625	44.874.873	0,847	19.522.315	44.874.873		
Minotti Cucine - In Liquid	0,717	-1.018.118	8.802.991	0,847	3.393.150	8.802.991		
Pantex International	0,717	6.299.966	24.716.668	0,847	8.706.355	24.716.668		
Safilo	1,2	195.587.000	1.491.317.000	1,4	862.846.000	1.491.317.000		
Selective Beauty	0,717	30.876.743	136.759.637	0,847	28.214.477	136.759.637		
Teskid	1,2	21.492.694	72.209.297	1,4	10.693.089	72.209.297		
Venturini - Selecta	0,717	-10.014.000	86.119.000	0,847	8.729.000	86.119.000		
Veneziani - Zetaji	0,717	4.213.011	24.610.105	0,847	7.239.764	24.610.105		
White Star - DeAgostini	1,2	542.570	11.546.764	1,4	4.078.302	11.546.764		

Coeff	RO	TOT. ATT	Coeff	PN	Debiti	Coeff	Ricavi
3,107	-236.038	4.305.982	0,42	371.745	3.470.224	0,998	3.527.041
3,107	-547.117	41.782.498	0,42	6.478.657	21.651.218	0,998	25.213.421
3,107	n.s	n.s	0,42	n.s	n.s	0,998	n.s
3,3	-119.088	2.634.233	0,6	200.984	2.140.309	1,05	3.594.076
3,107	-20.974.258	32.253.705	0,42	-10.348.290	40.831.441	0,998	16.118.688
3,107	39.820	658.332	0,42	116.592	434.888	0,998	1.112.468
3,107	333.087	9.499.153	0,42	1.338.142	6.589.210	0,998	4.688.368
3,107	25.032.703	229.032.080	0,42	53.478.278	170.001.272	0,998	466.096.258
3,3	4.572.000	107.724.000	0,6	30.737.000	68.166.000	1,05	117.072.000
3,107	n.s	n.s	0,42	n.s	n.s	0,998	n.s
3,107	727.389	11.068.766	0,42	615.129	9.720.552	0,998	23.043.568
3,107	-1.312.539	2.033.681	0,42	-346.441	2.004.266	0,998	7.159.794
3,107	-9.100.575	106.553.985	0,42	2.717.985	88.673.644	0,998	155.208.937
3,107	2.850.903	44.874.873	0,42	19.522.315	22.838.582	0,998	35.762.791
3,107	-2.034.928	8.802.991	0,42	3.393.150	5.266.849	0,998	1.993.805
3,107	3.496.418	24.716.668	0,42	8.706.355	14.979.716	0,998	36.919.053
3,3	67.848.000	1.491.317.000	0,6	862.846.000	553.148.000	1,05	1.175.292.000
3,107	3.505.210	136.759.637	0,42	28.214.477	91.905.691	0,998	88.105.817
3,3	-16.149.834	72.209.297	0,6	10.693.089	33.276.982	1,05	89.857.307
3,107	-130.000	86.119.000	0,42	8.729.000	76.114.000	0,998	25.823.000
3,107	-613.018	24.610.105	0,42	7.239.764	16.660.361	0,998	16.768.363
3,3	485.409	11.546.764	0,6	4.078.302	7.088.859	1,05	5.097.383

TOT. ATT	Z Score
4.305.982	1,0416319
41.782.498	0,8905199
n.s	n.s
2.634.233	1,0212521
32.253.705	-1,942049
658.332	2,2022952
9.499.153	0,7345827
229.032.080	2,7178303
107.724.000	2,0993312
n.s	n.s
11.068.766	2,3407597
2.033.681	1,2725619
106.553.985	1,257879
44.874.873	1,8724768
8.802.991	0,0219526
24.716.668	2,655434
1.491.317.000	2,8809512
136.759.637	1,188143
72.209.297	1,3258589
86.119.000	0,3452079
24.610.105	1,157029
11.546.764	1,4983073

Bibliografia:

- AIFI, (2010), *Il mercato italiano del private equity e venture capital nel 2010*, Milano
- AIFI, (2012), *Il mercato italiano del private equity e venture capital nel 2012*, Milano
- Alberici A, (1975), *Analisi di bilanci e previsione delle insolvenze*, Isedi, Milano
- Aloi F, (2012), *Il budget e il controllo di gestione per le pmi*, Ipsoa, Milano
- Altman E I, (1993), *Corporate financial distress and bankruptcy*, John Wiley & Sons, New York
- Ambrosini S, (2008), *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione del debito*, Cedam, Padova
- Appio C L, (2012), *Gli accordi di ristrutturazione del debito*, Giuffr  editore, Milano
- Avi M S, (2007), *Bilancio riclassificato e analisi per indici e flussi*, il Sole24 ore
- AA.VV, (2012), *La lunga crisi: ultima chiamata per l'Europa*, Centro studi Confindustria
- AA.VV, (2013), *Osservatorio nazionale distretti italiani*, IV rapporto
- Bassi A, (2009), *Lezioni di diritto fallimentare*, il Mulino, Bologna
- Bauer R, (2012), *Attivit  di prevenzione ed emersione della crisi d'impresa*, in *Amministrazione & Finanza*, Volume 27, Fascicolo 1, pag. 23-30
- Bocuzzi G, (2012), *Crisi d'impresa e attivit  bancaria*, Cacucci editore, Bari
- Bracchi G, (2011), *Private equity ed economia italiana*, Egea, Milano
- Bruni F, (2011), *L'Italia nella crisi finanziaria e la denazionalizzazione della politica economica*
- Caballero R.J, (2009), *L'altro squilibrio e la crisi finanziaria*. Relazione predisposta in occasione della Lezione Baffi, tenuta presso la Banca d'Italia

- Caivano M, Rodano L, Siviero S,(2010), *La trasmissione della crisi finanziaria globale all'economia italiana. Un'indagine controfattuale, 2008-2010*, Banca d'Italia, Aprile
- Campobasso G, (2010), *Manuale di diritto commerciale*, Utet
- Corigliano R, (2001), *Il venture capital: finanziamento dell'innovazione, capitale di rischio e nuovi mercati finanziari*, Bancaria editrice, Roma
- Danovi A, Quagli A, (2012) *Crisi aziendali e processi di risanamento*, Ipsoa, Milano
- De Laurentis G, (2011), *Il credito alle imprese dopo la crisi*, Bancaria editrice, Roma
- De Luca A, (2012), Strumenti per patrimonializzare e sostenere le pmi: il *private equity*, in *PMI*, Volume 18, Fascicoli 8-9, pag. 27-31
- De Marchi P G, (2008), *Il concordato fallimentare*, Zanichelli editore
- Del Giudice R, Gervasoni A, (2002), *Finanziarsi con il venture capital*, Etas, Firenze
- Di Cagno P, D'Agostinis B, (2012), Il Private Equity: uno strumento innovativo per la crescita delle pmi italiane, in *Economia, Azienda e Sviluppo*, Volume 10, Fascicolo 1, pag. 5-30
- D'Ippoliti C, Roncaglia A, (2011), L'Italia: una crisi nella crisi, in *Moneta e Credito*, vol 24, pag 189-227
- Di Marzio F, (2011), *Il diritto negoziale della crisi d'impresa*, Giuffrè editore, Milano
- Di Marzio F, Macario F, (2010), *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, Giuffrè editore, Milano
- Di Paola N S, (2012), *Il fallimento*, Giuffrè editore, Milano
- Draghi M, (2009), *Intervento del Governatore della Banca d'Italia*, ABI, assemblea ordinaria, 8 Luglio, Roma
- Eurostat, Unemployment rate, (2013), [www.eurostat.eu](http://www.eurostat.eu)
- Fazzini M, (2010), *La crisi nella prospettiva patrimoniale: dall'analisi degli indicatori ai driver di intervento*, in *Amministrazione & Finanza*, Fascicolo 4, pag. 56-64

- Fazzini M, (2010), *La crisi d'azienda nella prospettiva reddituale: analisi, indicatori e driver di intervento*, in *Amministrazione & Finanza*, Fascicolo 5, pag. 51-59
- Fortis M, (2009), *La crisi mondiale e l'Italia*, il Mulino, Bologna
- Frascolari Santi E, (2009), *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Cedam, Padova
- Frattiani M, Marchionne F, (2009), *Il ruolo delle banche nella crisi finanziaria dei subprime*, in *Economia italiana*, Fascicolo 1, pag 11-51,
- Galletti D, Guerrieri G, (2002), *La cartolarizzazione dei crediti*, il Mulino, Bologna
- Gervasoni A, Bechi A, (2007), *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana*, Il Mulino, Bologna
- Gervasoni A, Sattin F L, (2004), *Private equity e venture capital*, Guerini studio, Milano
- Gervasoni A, Sattin F L, (2008), *Private equity e venture capital*, Guerini studio, Milano
- Gompers P, Lerner J, (2006), *The venture capital cycle*, Mit press, Massachusetts
- KPMG Advisory, (2013), *La performance dei fondi di private equity: aspetti valutativi, contabili e fiscali*, Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio, AIFI
- Guatri L, (1986), *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffr , Milano
- International Monetary Fund, (2009), *Global Financial Stability, report: Navigating the Financial Challenges Ahead*, Ottobre
- Istat, (2013), *La situazione del Paese*, rapporto annuale
- Istat, (2013), *Occupati e disoccupati*, Settembre
- Istat, (2013), *Stima preliminare del PIL*, I trimestre
- Krugman P, (2009), *Il ritorno dell'economia della depressione a la crisi del 2008*. Garzanti

Marchegiani L, (2012), *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare*, Giuffr  editore, Milano

Messori M, (2011), Sistema bancario, ricchezza finanziaria e crisi economica in Italia, in *Banca impresa e societ *, vol 30 fascicolo 3 pag 363-395

Monferr  S, (2007), *Il rapporto banca-impresa in Italia*, Bancaria editrice, Roma

Piciocchi P, (2003), *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalit *, Giappichelli, Torino

Pellegatta A, (2013), *La gestione delle crisi d'impresa e il ricorso al concordato preventivo*, in *Credito e Imprese*

Racugno G, (2010), *Venir meno della continuit  aziendale e adempimenti pubblicitari*, in *Giurisprudenza commerciale*, Volume 37, Fascicolo 2, pag 208-228

Regio Decreto 16 marzo 1942 n.267

Querci F, (2009), Il private equity in Italia: performance e abilit  di selezione degli investimenti, in *Bancaria*,

Sciarelli S, (1995), *La crisi d'impresa*, Cedam, Padova

Stiglitz J, Ocampo J A, (2008), *Capital market liberalization and development*, Oxford press

Vignini S, Semprini L, (2012), *Dalla crisi d'impresa alla ristrutturazione del debito*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, Vol 112, pag. 643-654