



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
In Economia e Finanza

Tesi di laurea

**La Prevenzione della Crisi d'Impresa:
Il ruolo della Composizione Negoziata e degli
Indici della Crisi**

Relatrice

Prof.ssa Elisa Cavezzali

Correlatore

Prof. Ugo Rigoni

Laureando

Elia Bigaglia

Matricola 873623

Anno Accademico

2023/2024

Indice

| | |
|--|-----------|
| Introduzione..... | IV |
| Capitolo 1: Le dinamiche della crisi aziendale..... | 1 |
| 1.1 Revisione della letteratura..... | 2 |
| 1.2 Letteratura nell'ambito della previsione della crisi..... | 2 |
| 1.3 Letteratura sulle cause e processi di crisi..... | 5 |
| 1.4 Letteratura sui processi di turnaround..... | 5 |
| 1.5 Letteratura sulla stima dei costi di dissesto..... | 7 |
| 1.6 Letteratura comparata tra i modelli di analisi..... | 7 |
| 1.7 Letteratura sulla selezione delle variabili da utilizzare..... | 8 |
| 1.8 Letteratura sulle decisioni durante la liquidazione..... | 9 |
| 1.9 La definizione di crisi..... | 11 |
| 1.10 La definizione secondo la letteratura aziendalistica..... | 12 |
| 1.11 La definizione giuridica..... | 15 |
| 1.12 Le origini e fasi della crisi..... | 18 |
| 1.13 I sintomi della crisi..... | 26 |
| Capitolo 2: La prevenzione della crisi aziendale secondo il codice italiano: Sinergie e problematiche..... | 28 |
| 2.1 Le modifiche ed i rinvii del Codice della crisi e dell'insolvenza..... | 29 |
| 2.2 Le modifiche alla composizione assistita: L'attuale Composizione Negoziata e il sistema di allerta interna ed esterna..... | 29 |
| 2.3 Le difficoltà per le micro-imprese e PMI..... | 37 |
| 2.4 Gli adeguati assetti nel rapporto banca impresa e segnali di anomali..... | 39 |
| 2.5 Il numero di fallimenti e le difficoltà del periodo Covid-19..... | 44 |
| 2.6 Il ruolo dei creditori nelle crisi d'impresa e nel processo di turnaround..... | 47 |
| 2.7 Introduzione alle procedure del CCII..... | 48 |
| 2.8 Le strategie dell'impresa..... | 55 |
| 2.9 Le evidenze empiriche..... | 57 |
| Capitolo 3: La Composizione Negoziata in Italia ed in Veneto..... | 62 |
| Introduzione..... | 63 |
| 3.1 La Composizione Negoziata in Italia..... | 64 |

| | |
|--|-----------|
| 3.2 Il numero delle istanze in Italia..... | 64 |
| 3.3 Le misure richieste dalle imprese in Italia..... | 65 |
| 3.4 Gli esiti della Composizione Negoziata in Italia..... | 66 |
| 3.5 La Composizione Negoziata in Veneto..... | 69 |
| 3.6 I Numeri delle istanze in Veneto..... | 70 |
| 3.7 I settori delle imprese che hanno alla Composizione Negoziata in Veneto..... | 71 |
| 3.8 Il confronto con il territorio nazionale..... | 72 |
| Capitolo 4: Evidenze sugli Indici della Crisi e sulla Composizione Negoziata..... | 74 |
| Introduzione..... | 75 |
| 4.1 Revisione della letteratura sugli IDC..... | 76 |
| 4.2 Il campione..... | 78 |
| 4.3 Ipotesi di ricerca e metodologia..... | 84 |
| 4.4 I risultati..... | 87 |
| Contributo..... | 95 |
| Limitazioni..... | 95 |
| Ricerche future..... | 95 |
| Conclusione..... | 96 |
| Fonti..... | 97 |
| Bibliografia..... | 98 |
| Sitografia..... | 105 |

Introduzione

La tesi si pone l'obiettivo di trattare la tematica relativa alla prevenzione della Crisi d'impresa. Per guidare il lettore, viene proposta una revisione della letteratura che, in parte, verrà ripresa nei capitoli successivi.

Il focus principale è quello relativo al contesto italiano. Per raggiungere tale scopo, il contesto normativo di recente introduzione verrà utilizzato come quadro di riferimento per esporre gli argomenti dei capitoli. Verrà instaurato un "dialogo" tra aspetti economici e definizioni giuridiche di crisi e insolvenza, per arrivare a quella che è attualmente la loro prassi definitoria maggiormente condivisa. La tematica della prevenzione della crisi verrà trattata principalmente all'interno del capitolo 2, dove verranno presentate idee, di vari autori, anche in contrasto tra di loro, relative alle riforme del Codice della Crisi (CCII), con particolare attenzione verso strumenti/apparati preventivi, tra cui l'ex composizione assistita (CA) e l'attuale Composizione Negoziata (CN).

Successivamente si vuole introdurre quelli che sono i dati disponibili relativi all'utilizzo della Composizione Negoziata in Italia e nel Veneto. Tale capitolo è propedeutico per capire l'efficacia e le criticità di tali strumenti in relazione con il comportamento delle imprese e dei soggetti coinvolti.

Il capitolo finale si propone di utilizzare un campione di imprese Venete che hanno presentato istanza di CN nel periodo 2021- 2024 e di testare su di esse quello che era lo strumento di prevenzione presente nella prima formulazione del CCII. Tale strumento prevedeva anche una serie di indicatori, tra cui alcuni indici, chiamati "indici della crisi" (IDC), elaborati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC).

Capitolo 1
Le dinamiche della crisi aziendale

1.1 Revisione della letteratura

Il capitolo 4 della tesi presenterà la ricerca sugli indici della crisi (IDC), un argomento su cui sono disponibili poche pubblicazioni, tra cui: Fallini e Postiglione (2021), Arcari e Grechi (2021) e Brentari et al. (2023). L'obiettivo della tesi è illustrare le principali tematiche correlate alla composizione negoziata (CN) ed estendere i risultati di ricerca sugli indici elaborati dal CNDCEC. L'analisi empirica conferma l'ipotesi secondo cui gli IDC non rappresentano uno strumento ottimale per la prevenzione delle crisi aziendali. I risultati, che verranno esposti e argomentati, sono in linea con le pubblicazioni citate e contribuiscono ad ampliare la letteratura esistente. Inoltre, i test effettuati indicano che gli indici presentano una capacità esplicativa limitata riguardo alla crisi e alle variazioni del patrimonio netto delle imprese, oltre a una scarsa efficacia nell'individuare le aziende quando si trovano in crisi rispetto a quando non lo sono.

La letteratura sulla tematica della crisi è molto vasta e si estende in numerose aree di indagine, talvolta con orientamenti e utilizzando metodologie differenti. La previsione della crisi è l'ambito di ricerca maggiormente rappresentato per volumi di ricerca. Vi sono anche studi volti a indagare le cause ed i processi che portano alla crisi, con particolare riferimento alle decisioni del management. I quali sono molto presenti nella letteratura aziendalistica italiana. Possiamo trovare anche pubblicazioni che combinano la previsione dell'insolvenza, con i comportamenti del management, unendo analisi di tipo quantitativo e qualitativo. Inoltre, non mancano in letteratura studi dedicati ai processi di turnaround in particolare ci si concentra sui fattori chiave e caratteristiche che le imprese devono avere, in un determinato contesto, per aumentare le probabilità di risanamento. Altri studi sono volti alla stima dei costi del dissesto.

Infine, vi sono delle pubblicazioni, talvolta di diritto comparato, volte ad indagare come la legislazione in materia di crisi influenzi il processo della liquidazione e le scelte delle imprese. In questo paragrafo, verrà fatta una revisione della letteratura esistente per dare al lettore maggiori informazioni circa la vasta tematica delle crisi d'impresa. Nelle seguenti pagine si proverà a fare una revisione della letteratura divisa per aree di analisi modo da essere più precisi possibile essendo consapevoli delle evidenti interazioni e sovrapposizioni tra tutti i campi di ricerca sopra menzionati.

1.2 Letteratura nell'ambito della previsione della crisi

Gli studi di previsione dei fallimenti aziendali si concentrano sulla definizione di quelle che possono essere le migliori tecniche e metodologie per prevedere le crisi delle imprese. Le tecniche ed i dati utilizzati per implementare le modalità di previsione della crisi possono essere molteplici asseconda delle informazioni disponibili sulle imprese.

I primi studi che utilizzano tecniche statistiche sui dati di bilancio sono: Beaver (1967); Altman (1968); Ohlson, J. (1980). I tre studi cercano di rispondere alla stessa domanda: è possibile dare un giudizio circa la probabilità che le imprese divengano insolventi? Le risposte vengono ottenute utilizzando l'analisi univariata, l'analisi multivariata e quella logistica sugli indici di bilancio delle imprese. I risultati esposti da Beaver (1967) consistono nell'utilizzare l'analisi univariata su indici di bilancio. Il modello considera gli indici di bilancio singolarmente come variabili indicatrici della crisi e ha come limitazione il fatto che questi non sono considerati con una visione sistematica¹. Tale problematicità è stata risolta dal modello più famoso: quello sviluppato da Altman (1968) che ha svolto una analisi multivariata su cinque indici di bilancio di imprese manifatturiere americane quotate in borsa. Successivamente questo tipo di modello è stato ampliato notevolmente da Altman; infatti, furono creati modelli adattati alle imprese non quotate e imprese di altri settori, oppure imprese non americane. Nella ricerca si trovano numerosi lavori empirici volti alla verifica del funzionamento e adattamento dello Z-Score e delle sue varianti². Tale approccio non era esente da limitazioni; le più importanti erano: presenza di eteroschedasticità e l'impossibilità di ottenere probabilità di insolvenza inferiori a 0 o superiori a 100.

Il modello di Ohlson, J. (1980) evidenzia i limiti di Altman e li supera con il modello Logit, il quale permette di risolvere tali problemi restituendo un risultato sempre compreso tra 0 e 1.

¹ Nonostante ciò «Un modello dello stesso tipo è quello sviluppato per i sistemi di allerta previsti dal codice per la crisi d'impresa e dell'insolvenza» (Marzo, G. e Variano, S), per questo ed altri motivi che affronteremo nel corso della tesi sistema di indici (IDC) è stato abolito.

² Nel contesto italiano è stato riscontrato da vari studi, come il modello di Altman non si dimostri ottimale per le imprese italiane, a meno che non venga riadattato (Giacosa, E. e Mazzoleni, A. 2018)

Parallelamente si sono sviluppate tecniche che utilizzano dati di mercato relativi al prezzo delle azioni della società quotate. Tutte le metodologie che utilizzano il prezzo delle azioni si vedono attuabili da quando Black - Scholes (1972) e Merton (1973) hanno elaborato una formula per la valutazione delle Opzioni. Considerando che si possono utilizzare solo per società quotate questi modelli prendono il nome di Market-Based Models o Modelli Strutturali, di conseguenza i modelli che non utilizzano informazioni di mercato prendono il nome di Non – Market based.

Gli studi citati costituiscono la base per le più moderne tecniche per calcolare la probabilità di default delle imprese.

Come sottolineato dalla ricerca comparativa di Azaiz e Dar (2006) le tecniche che sono maggiormente rappresentate in letteratura utilizzano dati di bilancio e fanno riferimento ai modelli elaborati da Beaver, Altman e Oshlon, sebbene Modelli con approcci differenti vengono utilizzati in diverse pubblicazioni a partire dagli anni 90: Varetto, F (1998) ha indagato l'utilizzo di un algoritmo genetico paragonato all'analisi della discriminante lineare (LDA), evidenziando come gli algoritmi genetici pur essendo meno performanti possono dimostrare una buona adattabilità e rappresentare un metodo potenzialmente sostitutivo a quelli tradizionali; Coats ,P, K. e Fant L, F. (1993) utilizzano le reti neurali per valutare l'insolvenza delle imprese ottenendo risultati di successo dimostrando che le reti sono in grado di classificare più accuratamente le imprese rispetto alle analisi multivariate; Alaka, H et al. (2019) hanno utilizzato un set di dati composto da 33.000 imprese nel settore edile per dimostrare l'utilità dei big data e degli strumenti di machine learning, evidenziano come, nonostante lo sforzo computazionale gli Artificial Neural Network (ANN) performino meglio dell'analisi Logit e dell'analisi multivariata. Sull'utilizzo di strumenti di machine learning hanno scritto anche; Shetty, S. et al. (2022), Kim, H. et al. (2021) e Kušter, D. et al. (2023).

Sviluppi più recenti hanno portato la necessità di utilizzare differenti dati rispetto ai soli bilanci o prezzi delle azioni, ed esempio: Lian (2017), ipotizza e conferma che la crisi possa essere trasferita dai clienti ai fornitori lungo la catena di distribuzione; Herrero e García (2020) confermano l'ipotesi per cui la presenza di diversità di genere ai vertici aziendali sia negativamente correlata con l'indebitamento concludendo che la diversità di genere favorisce una struttura di capitale per cui l'insolvenza è meno probabile; Boubakera et al. (2020) hanno analizzato come la responsabilità sociale delle imprese

(CSR) possa essere relazionata alla “financial distress” indicando che una migliore performance di CSR riduca le possibilità di dissesto finanziario; Guijarro et al. (2011) ipotizzando che la competizione tra le imprese aumenti il dissesto finanziario delle altre presenti nello stesso mercato, hanno analizzato come l’impatto della tecnologia contribuisca alle tensioni finanziaria delle imprese manifatturiere spagnole, individuando come un minore grado tecnologico delle imprese aumenti la possibilità di incorrere in insolvenze; Jodjana et al. (2021) hanno indagato come la composizione degli assetti proprietari in relazione alle crisi e confermano come la presenza della proprietà negli organi di controllo sia positivamente associata con le difficoltà finanziarie delle imprese.

1.3 Letteratura sulle cause e processi di crisi

Il filone di ricerca sulle cause e processi di crisi vede raccolte pubblicazioni volte ad indagare quali sono le cause delle crisi aziendali e come queste possano influenzare l’operatività dell’impresa. I risultati indicano una molteplicità di cause che possono innescare il processo di crisi.

Le principali cause della crisi possono essere riassunte nel seguente modo: inadeguatezza patrimoniale e presenza di eventi di natura operativa avversi (Hall, 1992); scarsa capacità del management e cattiva gestione finanziaria (Thornhill e Amit, 2003; Carter e Auken, 2006).

1.4 Letteratura sui processi di turnaround

Quando le imprese sono già all’interno di un processo di crisi, più o meno intenso, possono essere intraprese delle azioni per avviare un processo di risanamento detto anche turnaround. Gli studi che indagano le azioni del management di imprese che tentano di tornare alla situazione pre-crisi fanno parte della letteratura sui processi di turnaround.

Gilson (1989) studia quali sono le azioni che vengono intraprese maggiormente, i risultati evidenziano forti cambiamenti nel management delle imprese in crisi, circa il 52% delle imprese facente parti dell’analisi ha cambiato il management in situazioni difficili.

Altri autori hanno cercato di identificare quali sono le azioni che generalmente possono essere maggiormente efficaci in contesti di ristrutturazione: Robbins, K. D. e Pearce, J. A. (1992); Chowdhury e Lang (1996); Barker e Duhaime (1997). Sono concordi nell’affermare che il ridimensionamento delle attività e delle passività ha una buona

influenza sulla probabilità di riuscita del turnaround. Inoltre, è stata riscontrata l'importanza di azioni differenziate in base alle cause della crisi: se le cause sono interne è importante concentrarsi su strategie di riduzione dei costi e vendita di attività, mentre se le cause sono esterne è più importante attuare strategie di recupero con investimenti mirati all'innovazione, strategia e riposizionamento sul mercato. Nelle imprese di piccole dimensioni³, viene messo in luce come il fattore più significativo per un turnaround di sia la produttività dei dipendenti più che il ridimensionamento aziendale o il cambio di strategia. I risultati indicano come elemento necessario che l'impresa deve essere in grado di identificare correttamente le cause della crisi al fine di ottenere risultati soddisfacenti in termini di turnaround. Sudarsanam e Lai (2001) riprendendo i risultati precedenti, si chiedono se vi siano differenze tra le imprese che hanno successo e quelle che invece attuano una infruttuosa ristrutturazione. I risultati pongono l'accento sulla importanza della riduzione dei costi che però va accompagnata anche a cambiamenti di tipo strategico e come la reiterata riduzione di asset e passività non comporta quasi mai ad una soluzione di successo per le imprese se non accompagnata da altre azioni strategiche. Gli studi di: Francis e Desai (2005); Smith e Graves (2005). Si aggiungono alla letteratura, confermando quanto indicato dalla precedente ricerca. In particolare, il lavoro di Graves e Smith propone anche un processo che le imprese dovrebbero utilizzare durante la gestione delle crisi dove il ridimensionamento è considerato cruciale mentre le conclusioni di Desai e Francis rivelano che il ridimensionamento non è strettamente necessario quando l'impresa si dimostra produttiva. Gutiérrez et al. (2013) analizzano le decisioni di investimento di imprese in difficoltà finanziaria, chiedendosi se gli investimenti possano influenzare gli esiti del processo di ristrutturazione. Non è stato riscontrato un comportamento omogeneo, questo è legato alle opportunità di investimento. Le imprese con potenziali investimenti hanno continuato ad investire senza differenze rispetto alle imprese sane, altre imprese invece non hanno cercato nuove opportunità. Koh et al. (2015) associano il ciclo vitale delle imprese con le strategie di turnaround che si sono verificate ottimali. Ci sono evidenze di come le imprese all'inizio del loro ciclo vitale attuino azioni di riduzione del personale, mentre le

³ Gli autori considerano piccole le imprese con meno di 500 dipendenti.

imprese mature agiscano maggiormente sui loro asset. Inoltre, i risultati suggeriscono come la riduzione degli investimenti e la ritenzione dei dividendi siano di impatto positivo in tutti i turnaround, indipendentemente dal ciclo di vita. Per concludere ritengono ottimale il processo qualora questi impegni non più di tre strategie per il risanamento. Wang, J. e Tao Bai, T. (2021) hanno studiato come la digitalizzazione delle imprese possa influire positivamente sui processi di turnaround.

1.5 Letteratura sulla stima dei costi di dissesto

La tematica dei costi che le imprese devono sostenere durante il processo di turnaround è molto delicata, gli studi cercano di indagare le relazioni tra le entità del dissesto ed i costi previsti per il possibile risanamento. Nel 2005 Pindado e Rodrigues confermano le ipotesi per cui: i costi del dissesto siano positivamente correlati alla difficoltà dell'impresa; maggiore è la probabilità che l'impresa entri in dissesto maggiori sono i costi; i costi della crisi sono negativamente correlati alla liquidità e alla leva finanziaria; le politiche di investimento erranee aumentano i costi, ma in generale è comunque più grave il sotto investimento rispetto al sovrainvestimento. Infine, i costi del dissesto possono essere influenzati notevolmente dal sistema giuridico di riferimento. In particolare, le leggi sul lavoro influiscono molto, nei paesi dove i lavoratori hanno molte tutele i licenziamenti di massa possono aumentare i costi del dissesto.⁴

1.6 Letteratura comparata tra i modelli di analisi

Nel corso del tempo l'interesse per verificare le performance dei modelli menzionati è stato crescente, tanto che alcuni autori, hanno voluto riassumere e comparare i vari modelli descritti dalla letteratura. Le prime pubblicazioni in questo ambito sono di: Mossman et al (1998); Bellov et al. (2007); Aziz e Humayon, riassumono i modelli precedentemente utilizzati nell'ambito della ricerca fino agli anni di pubblicazione dei loro lavori, essendo questi datati si può evincere come la letteratura si sia arricchita dal 2007 ad ora e si rimanda la lettura di questi per approfondimenti.

Più recente il contributo di Ashraf, S. et Al. (2019) che hanno condotto uno studio nel settore manifatturiero pakistano e hanno riportato che il modello che sembra adattarsi meglio al contesto di riferimento è quello di Altman, risultato in netto contrasto con la

⁴ L'autore prende in considerazione le differenze tra Germania, Regno unito e USA.

restante parte della letteratura che evidenzia la migliore performance di modelli Logit e Probit. Leggermente più recente è il lavoro di Jackson e Wood (2013), gli autori si pongono l'obiettivo di paragonare diversi modelli per la previsione delle crisi. I risultati ottenuti sottolineano come i metodi che utilizzano dati di mercato siano generalmente più efficaci a modelli che utilizzano dati di bilancio e viene indicato che i modelli basati su indici di bilancio spesso quelli con meno variabili ottengono risultati simili, se non migliori a quelli con molte variabili, gli autori evidenziano questo risultato anche se controintuitivo e in contraddizione con altre pubblicazioni⁵. La maggiore capacità informativa dei modelli "Market - Based" rispetto a quelli "Non - Market" basati solo su dati contabili viene confermata anche da uno studio condotto da Hillegeist et al. (2004). Mallinguh et al. (2020) effettuano una revisione degli studi precedenti e individuano come la maggior parte della letteratura si concentra sullo studio di variabili quantitative, trascurando le variabili qualitative nel processo di ricerca. Inoltre, concludono indicando una scarsa quantità di ricerche localizzate nelle economie emergenti.

1.7 Letteratura sulla selezione delle variabili da utilizzare

L'estensione delle metodologie per la creazione di differenti modelli da quelli indicati nel paragrafo 1.2 si concentrano sull'esame delle metodologie presentate in contesti differenti o con dati diversi da quelli inizialmente proposti dagli autori. Gli autori propongono aggiustamenti e migliorie ai modelli esistenti in base al set di dati utilizzati nei loro studi o in base a ipotesi aggiuntive non considerate negli studi precedenti. Zmijewsk (1984) si chiede se vi siano dei bias di selezione all'interno dei campioni utilizzati per testare i modelli e conferma che spesso in letteratura si sono verificati dei bias di selezione nei dataset per il calcolo delle probabilità dell'insolvenza ponendo l'attenzione su come un'eccessiva selezione possa influenzare negativamente la performance dei modelli. Tuttavia, la presenza di bias comporta un peggioramento molto basso delle performance dei modelli presi in analisi. Liou e Smith (2007), si chiedono se

⁵ «Tra i modelli a variabile singola, uno, la dimensione dell'azienda, si confronta bene con approcci più sofisticati basati su numeri contabili multivariati, e un altro, il miglior indice di Beaver (1966), il flusso di cassa su debito totale, ha una capacità predittiva simile a quella degli approcci MDA basati su numeri contabili. Il terzo modello a variabile singola, il book-to-market value, utilizzato come variabile di riferimento nei precedenti studi, non risulta essere utile nel nostro contesto per prevedere il fallimento dell'azienda.» (Richard H.G. Jackson e Anthony Woodb 2013)

le variabili macroeconomiche possano influire sulla probabilità di default. I risultati suggeriscono come i modelli per il calcolo della insolvenza aziendale non tengano conto di variabili macroeconomiche. Gli autori sottolineano che alcune variabili macroeconomiche sono associate al fallimento e come queste possano migliorare l'accuratezza dei modelli.⁶ Lara et al. (2009), si chiedono se le imprese che poi sono fallite possano manipolare gli utili al fine di mascherare la crisi. I risultati individuano che fino a 4 anni prima della dichiarazione di fallimento si può riscontrare la tendenza da parte del management alla manipolazione dei dati contabili, secondo gli autori questo incide sul calcolo della probabilità di default e sarebbe interessante potere sviluppare un modello che tenga conto di queste manipolazioni. Cornée (2019) conferma le ipotesi per cui i modelli che contengono hard information e soft information soft funzionano meglio di quelli che utilizzano solo hard information. Tale contributo amplia il lavoro di Grunert et al. (2005), che era giunto alle medesime conclusioni.

1.8 Letteratura sulle decisioni durante la liquidazione

Qualora le imprese entrino nella procedura liquidatoria, gli studi cercano di individuare quali siano le variabili rilevanti e in che modo queste possano influenzare la liquidazione. In questo campo di studi i risultati indicano come particolarmente rilevanti: la struttura patrimoniale, la numerosità dei creditori e il sistema legale di riferimento.

Gilson e Lang (1990) analizzano le ristrutturazioni private delle imprese all'intero dei processi di crisi con la finalità di approfondire i settori che possano influenzare una ristrutturazione privata piuttosto che una sotto la supervisione del tribunale⁷. I risultati dello studio illustrano come vi sono maggiori probabilità di riuscita del piano qualora vi siano pochi creditori, inoltre se i creditori sono banche e l'impresa possiede un elevato numero di asset intangibili vi sono più probabilità di successo. Sulle decisioni dei creditori il lavoro di Kahl (2002) propone un modello teorico dinamico per la valutazione delle decisioni dei creditori, in particolare, delle banche qualora l'impresa sia soggetta alla liquidazione oppure entri in un processo di crisi. L'autore ipotizza che la bassa redditività e la scarsa propensione all'investimento osservate nelle imprese dopo una

⁶ Le variabili considerate sono: pil, tasso di interesse, l'indice "Industrial Production Index" (IPI), "Producer Price Index" (PPI) come proxy per l'inflazione, "Retail Price Index" (RPI) e "FTSE All Share Index"

⁷ Chapter 11 in USA.

ristrutturazione del debito non siano necessariamente attribuibili a inefficienze nel sistema giuridico. Al contrario, sostiene che queste inefficienze derivano principalmente da asimmetrie informative tra impresa e creditori, che ostacolano la capacità di prendere decisioni tempestive ed efficienti. A pochi anni di distanza Denis e Rodgers (2007) ricercano: quali siano i fattori che possono influenzare la durata della procedura Chapter 11; come le condizioni finanziarie possano influenzare la riorganizzazione; se vi sono fattori che possono anticipare la performance post- riorganizzazione; in che modo la ristrutturazione può impattare sulla riuscita della procedura. Gli autori scoprono che le imprese di minori dimensioni impiegano meno tempo sotto la riorganizzazione del Chapter 11, evidenziando come le imprese di maggiore grandezza possono ottenere prestazioni migliori attuando un ridimensionamento delle attività e passività, mentre la redditività prima del fallimento è positivamente correlata al successo finanziario post riorganizzazione. Blazy et al. (2011) ipotizzano che i tribunali francesi favoriscano la continuità aziendale, piuttosto che la liquidazione con la finalità di preservare i posti di lavoro.

I risultati confermano l'ipotesi dello studio e inoltre, scoprono che la probabilità di una ristrutturazione privata fallisce quando la banca è il principale debitore⁸, le asimmetrie informative giocano un ruolo chiave. Un rapporto più lungo con la banca può condizionare positivamente la ristrutturazione informale; tuttavia, raccogliere informazioni sul management per le banche può essere costoso. Non viene riscontrato nessuna correlazione tra le garanzie prestate e la possibilità di ristrutturazione. Cocco et al. (2024) estendono la letteratura nell'ambito delle decisioni sulla riorganizzazione del debito. Lo studio analizza un campione di imprese italiane per studiare come le decisioni dei creditori vengano prese considerando i dati contabili (Hard information) e le informazioni qualitative riguardanti l'impresa (soft information). Vengono confermate le ipotesi per cui: in presenza di scelte strategiche sbagliate da parte di un'azienda ad alta leva finanziaria in default, i creditori possono sostenere la ricerca di una nuova proprietà per ristrutturare un'impresa ancora economicamente sostenibile; I creditori possono percepire un onere di rischio eccessivo nel valutare la sostenibilità del debito

⁸ I risultati sono condotti su un campione di imprese francesi e sono in contraddizione con altre pubblicazioni, evidenziando le particolarità relative al contesto francese.

dell'impresa in relazione a una causa di produzione dell'inadempienza dell'impresa, il che li porta ad essere contrari alla riorganizzazione; se la causa del default è legata a problemi produttivi, questi hanno un effetto negativo sulla probabilità di ristrutturazione; gli asset intangibili aumentano le probabilità di ristrutturazione, tuttavia se ci sono problemi nel mercato di riferimento gli asset intangibili possono ridurre la probabilità di ristrutturazione. I risultati ottenuti sono coerenti con il framework teorico di Kahl (2002) ed estendono le ricerche di Blazy et al. (2011, 2013) e Collett et al. (2014).

1.9 La definizione di crisi

Trovare una definizione univoca e che possa dare la giusta rappresentazione alla tematica della crisi aziendale non è cosa scontata. In letteratura non esiste una definizione generalmente accettata di crisi e fallimento aziendale poiché le definizioni adottate dipendono anche dal contesto e dalle finalità dello studio. (Manzo e Variano 2022). I concetti di crisi economica, crisi finanziaria, fallimento, disequilibrio, insolvenza, sono impiegati spesso come sinonimi, e anche a livello internazionale i termini come, failure, liquidation, distress, default, financial distress, insolvency, bankruptcy, vengono impiegati in modo intercambiabile (Altman 1993). Solitamente vengono utilizzati comunque in contesti di ricerca qualora l'impresa o le imprese analizzate non siano più in grado di restare autonomamente nel mercato. La crisi aziendale è spesso vista come un processo che può avere determinate soluzioni ed è importante ricordare che è una tappa, seppur spiacevole, della vita delle imprese. Nonostante ciò, i lavori che si concentrano sulle imprese in crisi sono relativamente pochi (Manzo, G. e Variano, S.) e risultano ancora meno numerosi quelli che si concentrano sul fallimento e sui risultati delle procedure giudiziali e stragiudiziali, sia a livello italiano che internazionale (Collet, N. et al 2014).⁹

Impostare una definizione di crisi si presenta quanto mai importante, soprattutto per trovare un raccordo tra codice della crisi e pratica aziendale. (Risaliti et al. 2023).

⁹ In questo caso gli autori si concentrano sui risultati delle procedure giudiziali nel contesto Finlandese. Nicholas Collett, Naresh R. Pandit & Jukka Saarikko (2014) Success and failure in turnaround attempts. An analysis of SMEs within the Finnish Restructuring of Enterprises Act, *Entrepreneurship & Regional Development*, 26:1-2, 123-141, DOI: 10.1080/08985626.2013.870236.

Per una trattazione completa potremmo individuare due campi definitivi, quello aziendalistico e quello giuridico. Vi è la necessità di capire quali sono i legami tra le, apparentemente, differenti declinazioni al fine di inquadrare il fenomeno nella sua complessità.

1.10 La definizione secondo la letteratura aziendalistica

Iniziamo esaminando la definizione o meglio una delle definizioni considerate nell'ambito di applicazione aziendalistico. Tra le più condivise vi è la seguente: «quel processo degenerativo che rende la gestione aziendale non più in grado di seguire condizioni di economicità¹⁰ a causa di fenomeni di squilibrio o di inefficienza, di origine interna o esterna, che determinano la produzione di perdite di varia entità che, a loro volta, possono determinare l'insolvenza che costituisce più che la causa, l'effetto, la manifestazione e ultima del dissesto» (Guatri 1986).

Dapprima viene messo in evidenza come il fenomeno della crisi sia da interpretarsi come un processo degenerativo di progressiva distruzione dell'economicità che protratto nel tempo genera perdite economiche che portano all'insolvenza. Da questa definizione si evince che la crisi ha un'origine strettamente economica e che il concetto temporale è fondamentale per le imprese che necessitano di prevenire la crisi. Infatti, la crisi solitamente non è un fenomeno immediato ma si manifesta con dei segnali¹¹ e attraverso l'interpretazione degli stessi è possibile evitare il processo di peggioramento della crisi. (Sottoriva 2012).

La crisi viene vista come un passaggio della vita aziendale, e come tutte le fasi di vita comporta delle azioni adeguate, soprattutto a fini preventivi.

La contemplazione dell'elemento prospettico conduce a circoscrivere la crisi di impresa in due ipotesi generali (Prosperi 2003):

¹⁰ L'economicità può essere definita in modi differenti, variando tra due posizioni estreme: Se la si interpreta come condizione di equilibrio aziendale l'economicità è la capacità dell'azienda di perdurare un modo autonomo, senza l'intervento di misure esterne. Mentre se la si interpreta come successo nel perseguimento delle finalità, la condizione di equilibrio economico è solo una condizione tecnica per il conseguimento delle finalità istituzionali. Nelle imprese l'equilibrio economico è senza dubbio condizione da rispettare per continuare a perseguire le finalità istituzionali, in altri tipi di azienda non è strettamente necessario. Per approfondimenti: Santesso, E. (2010), *Lezioni di economia aziendale*, Giuffrè editore, Milano

¹¹ Saranno trattati nel paragrafo 11 e 12.

- a) Quando non vi è la condizione di equilibrio¹² e le prospettive future non indicano una possibile inversione di tendenza entro un termine adeguato.
- b) Quando sussistono situazioni attuali di equilibrio ma si percepisce che queste entro un determinato periodo andranno perse.

Le crisi sono di norma, originate da un difetto di economicità, il quale si riflette in modo negativo sulla condizione finanziaria e patrimoniale. Le motivazioni alla base di tale difetto devono essere indagate e comprese per potere risanare l'impresa, è compito del management cogliere subito gli errori e rimediare. Per porvi rimedio è necessario che l'impresa sia dotata di adeguati sistemi di controllo della gestione e strategici, volti a verificare l'efficienza della struttura aziendale (Sottoriva 2012) in tempi adeguati. L'importanza di tale considerazione nota nella dottrina aziendalistica è anche stata colta e valorizzata all'interno del Codice della crisi con la previsione dell'articolo 3, come vedremo successivamente.

La definizione di Crisi data da Guatri lascia sottinteso che vi siano anche delle cause di origine interna o esterna che conducano allo stato di crisi, per il momento verrà tralasciata la descrizione delle possibili cause che concorrono ad innescare una crisi e la tematica verrà strutturata nei paragrafi successivi. Tuttavia, si presenta necessario, elencarle al fine di svolgere delle considerazioni preliminari. Secondo Sottoriva (2012) le cause possono essere declinate nel seguente modo:

¹² Quando si fa riferimento al concetto di equilibrio si intende un equilibrio generalizzato e in particolare questo comprende, almeno le definizioni di: «l'equilibrio economico riguarda le operazioni di consumo e di ripristino della ricchezza, l'equilibrio economico è dato dall'attitudine dell'azienda ad operare in condizioni che consentono almeno di ripristinare la ricchezza consumata nello svolgimento della gestione.»; «l'equilibrio patrimoniale esprime l'attitudine dell'azienda ad accumulare e mantenere un ammontare di ricchezza (patrimonio netto) che sia congruo agli investimenti necessari allo svolgimento delle attività istituzionali.»; «l'equilibrio finanziario strutturale capacità di bilanciare in un determinato istante la consistenza e la composizione delle fonti di finanziamento e la consistenza e la composizione degli impieghi. ; «l'equilibrio finanziario dinamico riguarda la capacità di bilanciare opportunamente all'interno di un certo intervallo temporale i movimenti finanziari che determinano le fonti finanziarie ed i movimenti che riguardano gli impieghi»; (Santesso, 2010, pg 234,235,236) «l'equilibrio monetario, basato su un continuo pareggio tra entrate ed uscite monetarie dovute alle operazioni che si sviluppano nel ciclo della produzione e quello dei finanziamenti». (Sottoriva, C. 2012, pg 14).

| Cause della Crisi |
|--------------------------------|
| Cattiva Gestione |
| Inefficienza |
| Sovracapacità |
| Rigidità |
| Deterioramento dei prodotti |
| Carenze ed errori di marketing |
| Incapacità di programmare |
| Squilibrio finanziario |

Figura 1: Cause della crisi

Argomento di dibattito, è se lo squilibrio finanziario sia o meno una causa della crisi. Secondo alcuni:¹³ la crisi è da classificare come crisi di “tipo finanziario” se si manifesta attraverso squilibri di tipo finanziario. Mentre secondo altri non sussistono le condizioni affinché rientri tra le cause della crisi. Nonostante lo squilibrio finanziario possa essere connesso ad una serie di motivazioni che portino a perdite di carattere economico, tra cui: (Sottoriva 2010)

- Prevalenza di debiti a breve rispetto ad altre tipologie di indebitamento
- Insufficienza di liquidità
- Difficoltà ad affrontare le scadenze
- Squilibri tra investimenti e mezzi finanziari stabilmente disponibili

La motivazione della sua esclusione dalle cause è da ritenersi frutto di un processo logico per cui: «lo squilibrio tipo finanziario rappresenta più il sintomo che non la causa di una crisi.» (Risaliti et al. 2023) e raramente è la dinamica finanziaria la sola causa della crisi. La stessa definizione di crisi proposta da Guatri, infatti, pone un accento sul fatto che la crisi sia di origine economica che successivamente intacca la dinamica finanziaria e patrimoniale dell’impresa e non viceversa.

Spesso nel campo della ricerca e nella dottrina aziendalistica e giuridica vengono utilizzate anche le parole Insolvenza e dissesto. Il significato di queste due parole come detto in precedenza, spesso viene utilizzato come sinonimo di crisi, tuttavia, durante la trattazione che verrà occorre essere precisi e sottolinearne le differenze.

¹³ Vedesi Risaliti et al.(2023) e Sottoriva, C. (2012) per ulteriori dettagli.

Quando utilizziamo la parola insolvenza, dobbiamo intenderla come «Incapacità manifesta di fronteggiare gli impegni assunti». (Cantoni 2015). L'insolvenza si manifesta qualora non si sia più in grado di ripagare le obbligazioni in modo sistematico, sarebbe scorretto affermare l'insolvenza di un'impresa solo perché questa non ha adempiuto ad un singolo pagamento. Inoltre, l'insolvenza è una fase¹⁴ temporanea di tutto il processo della crisi e pertanto può essere momentanea e superata oppure portare al dissesto.

Il dissesto invece viene visto come la fase terminale della crisi di impresa e si verifica qualora l'insolvenza sia irrecuperabile e la sua unica soluzione è la fuoriuscita della impresa dal mercato tramite la liquidazione.

La rilevanza della "crisi finanziaria" o della manifestazione finanziaria della crisi prende vigore anche nel contesto giuridico italiano perché, nonostante il dibattito, ha un ruolo fondamentale all'interno delle definizioni giuridiche della crisi e insolvenza.

1.11 La definizione giuridica

Proseguendo con la esamina delle definizioni sopra riportate possiamo raffrontarle con le definizioni dal punto di vista giuridico. Si apprezzeranno divergenze e similitudini ma prima su tutte le differenze è che non si trovano definizioni giuridiche per la parola "dissesto". Ulteriore elemento di differenziazione è che la definizione giuridica della crisi non consente di cogliere la gradualità degli stati di crisi¹⁵ e nemmeno tiene in considerazione i motivi per la quale questa si è originata.

Inoltre, se consideriamo la "crisi" da un punto di vista giuridico occorre ricordare che; una vera definizione di crisi non era contenuta nel regio decreto n°267 del 1942, il quale, noto anche come "Vecchia legge fallimentare", affrontava la tematica definitoria esclusivamente trattando l'insolvenza definita come riportato dall' art.5 Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267. «Lo stato d'insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare

¹⁴ Le fasi della crisi note in letteratura aziendalistica seguono il percorso della crisi d'impresa e solitamente vengono divise in quattro stadi: 1. Inefficienze interne ed esterne; 2. Perdite economiche; 3. Insolvenza; 4. Dissesto. Gli stadi riportati sono quelli indicati da: Sottoriva, C. (2012), *Crisi e declino dell'impresa interventi di turnaround e modelli previsionali*, Giuffrè editore, Milano; Cantoni, E. (2015), *La capacità segnaletica degli indici di bilancio, riscontri empirici in condizioni di disequilibrio gestionale*, Franco Angeli, Milano.

¹⁵ Viene sottolineato da più autori, tra cui: Manzo, G. e Variano, S. (2022) *La valutazione delle aziende in crisi*, Franco Angeli, Milano; Quagli, A. (2021), *Sulla necessaria rimodulazione nel codice della crisi degli indicatori e indici della crisi*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 28 agosto.

regolarmente le proprie obbligazioni». Si è lasciato intendere che l'insolvenza era la fase più acuta della crisi (Sanzo 2022).

La introduzione del legislatore di una nuova disciplina della crisi ha promosso una definizione che risolvesse in positivo il problema, permettendo di dare una definizione diretta di crisi e di come questa possa interagire con il concetto di insolvenza. Nel Decreto legislativo del 12/01/2019 n. 14 noto come "*Codice della crisi e dell'insolvenza*"¹⁶ all'art.2 lett. a) e b), troviamo entrambe le definizioni di crisi e insolvenza.

Viene definita la crisi come; «lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi»;

Viene definita come insolvenza; «lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.» Dove anche in questa situazione similmente alla visione aziendale, lo stato di insolvenza può svilupparsi nel superamento dell'insolvenza oppure può tradursi nella degenerazione della situazione di crisi. La definizione così data arricchisce il quadro normativo in materia di insolvenza inserendo un ulteriore tassello, quello della "insolvenza reversibile". Viene sottolineato però come l'articolo 2 del CCII non lascia intendere esplicitamente la reversibilità dello stato di insolvenza ma essa può essere intuita dagli articoli successivi del CCII, in quanto l'insolvenza non costituirebbe un ostacolo alle procedure previste per fronteggiare la crisi, ma anzi rappresenti un requisiti per l'accesso a tali procedure¹⁷. (Risaliti et al. 2023). Tra le definizioni di crisi e insolvenza vi è uno specifico rapporto, dove la crisi è vista come una elevata probabilità di insolvenza, o meglio una elevata probabilità che il debitore non sia più in grado di pagare regolarmente le proprie obbligazioni nei successivi dodici mesi. L'insolvenza resta dunque un concetto squisitamente finanziario che si sostanzia in

¹⁶ Da ora CCII oppure semplicemente "codice"

¹⁷ Le procedure sinteticamente sono: Composizione negoziata con eventuale concordato semplificato, piani attestati di risanamento, accordi di ristrutturazione dei debiti, concordato preventivo, piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione e liquidazione giudiziale con eventuale concordato della liquidazione giudiziale. Si sottolinea come per le procedure l'insolvenza e anche la crisi siano requisiti oggettivi ad esclusione della liquidazione giudiziale dove l'unico requisito possibile è l'insolvenza ma non la crisi.

uno stato di «Illiquidità», che nulla ha a che vedere con la situazione patrimoniale. (Sanzo 2022).

Si osserva come l'insolvenza e la crisi sono concetti che devono essere considerati dal punto di vista aziendalistico, prima che da quello giuridico. Secondo il primo, il fenomeno della crisi deve essere correlato all'aspetto dell'equilibrio aziendale, economico, patrimoniale e finanziario. Dal punto di vista giuridico, il legislatore ha preso in considerazione soltanto il profilo finanziario (Manente 2022).

la decisione di una tale definizione ha lasciato in prima battuta delusi gli aziendalisti, consapevoli che non considerare gli altri equilibri aziendali e nemmeno la dinamicità dello stato di crisi, sarebbe scorretto. Infatti, l'interpretazione aziendalistica del concetto di crisi va riferita ad un quadro di progressiva gravità dove lo squilibrio economico, intacca dapprima la situazione finanziaria e successivamente quella patrimoniale. (Risaliti et al. 2023). Tale interpretazione trova riscontro anche secondo il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC)¹⁸, che nel documento "Crisi di impresa Gli indici dell'allerta" scrivono esplicitamente riguardo la nuova definizione di crisi «Tale indicazione, ..., è evidentemente riduttiva rispetto alle possibili definizioni di crisi suggerite dalla dottrina aziendalistica ma costituisce l'unica giuridicamente apprezzabile».

Tuttavia, per rispondere a queste osservazioni si vuole fare notare che la definizione aziendalista non è del tutto assente nel codice della crisi. Un riferimento è presente all'art.3, co. 3, lett. a) dove viene sancito che gli adeguati assetti¹⁹ devono consentire di "rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario."

18 Il documento "Crisi di impresa Gli indici dell'allerta" è stato pubblicato dal CNDEC nel 2019. Gli autori sono, Andrea Foschi, Sandro Santi, Alessandro Danovi, Riccardo Ranalli, Paolo Rinaldi, Alberto Quagli i quali sono stati supportati da Cerved e Innolva. Il loro lavoro è originario da una previsione contenuta dall'Ex Art 13 CCII, che demandava al CNDEC di formulare un compartimento di indici utili per la procedura di allerta. Questo comparto di indici e l'OCRI non è mai entrato in vigore.

19 Si intendono adeguati assetti quelli che consentano la tempestiva emersione della crisi, l'articolo 3 ha subito una forte modificazione in sede di approvazione definitiva, anche dovuta alla eliminazione degli indici ed indicatori numerici ai fini dell'accertamento della situazione di crisi. In particolare, gli assetti devono essere commisurati alla natura e complessità dell'attività di impresa e devono al meno consentire di individuare la presenza di debiti scaduti.

Dunque, troviamo una conferma che; seppure la definizione giuridica inquadri la crisi come “solamente” una elevata probabilità che si manifesti l’insolvenza tramite un disequilibrio di tipo finanziario, resta comunque in capo all’impresa monitorare gli altri equilibri al fine di impedire una crisi di liquidità. La lettura congiunta degli articoli alla luce del taglio dell’intero corpo normativo dovrebbe essere sufficienti a garantire una corretta interpretazione della nuova definizione e della necessaria pianificazione per prevenire le crisi. Certamente una formulazione più snella²⁰ sarebbe stata sicuramente più incisiva e si sarebbe prestata meno a dubbi interpretativi.

Esaminate le definizioni nel campo aziendalistico e nel capo giuridico e formalizzate le sinergie e discrepanze tra le stesse possiamo continuare con la trattazione ricordando che d’ora in poi per evitare ambiguità la parola crisi verrà utilizzata tenendo conto delle considerazioni sopra riportate. Infine, secondo chi scrive il tentativo codicistico di dare una modalità di rappresentazione aziendalistica può ritenersi riuscito seppur con dei compromessi.

1.12 Le origini e fasi della crisi

Come è stato riportato la definizione della crisi che ci è data dall’ambito giuridico non permette di apprezzare la dinamica evolutiva della crisi e per questo motivo è importante formalizzare come siano state definite le origini e fasi della crisi dalla dottrina aziendalistica.

È appurato come la crisi prenda corpo in un periodo certamente non breve e come questa sia la causa di un protrarsi di situazioni sfavorevoli che producano distorsioni progressive agli equilibri aziendali. La crisi è il risultato di una alterazione profonda dei meccanismi di funzionamento dell’impresa, non avvertiti tempestivamente dal management. Sulle cause di irreversibilità che hanno condotto alla crisi si riscontrano due teorie che sono contrapposte:

- 1) Si attribuisce al management la responsabilità per la sua incapacità di fronteggiare l’avanzamento della crisi e/o cogliere i segnali di squilibrio.

²⁰ Senza lettura congiunta di più articoli unita alla interpretazione degli stessi. (Quagli 2021), (Risaliti et al. 2023)

2) Si attribuisce al mutamento dell'ambiente esterno²¹ parte integrante della responsabilità. (Sottoriva 2015).

Le prime vengono considerate nell'approccio soggettivo e sono dette crisi interne, mentre le seconde vengono considerate nell'approccio oggettivo e sono dette crisi esterne. (Marzo, G. e Variano, S.) Probabilmente qualora le teorie si presentino diametralmente opposte è razionale pensare che la crisi aziendale si manifesti per una concomitanza di fattori interni ed esterni all'impresa.

Che la crisi sia originata internamente o esternamente, il management di un'impresa difficilmente ha incentivi nel fare emergere all'esterno segnali di crisi, ma anzi ha interesse a ritardarne il più possibile il suo riconoscimento (Sottoriva, C. 2015). Spesso si assiste ad un tentativo di nascondere il reale stato dell'impresa tramite la manipolazione dei dati contabili (Lara et al. 2009) in parte perché ammettere lo stato di crisi sarebbe il riconoscimento del fallimento gestionale e anche perché si vogliono evitare il più possibile le conseguenze che la crisi comporta.

Tenendo conto delle difficoltà ad ammettere lo stato di crisi, nel tentativo di indurre una tempestiva emersione dello stato di crisi e promuovere un approccio meno stigmatizzante e più rispettoso per le imprese in crisi, sono state originate anche alcune nuove misure contenute nel CCII, soprattutto con la previsione delle cosiddette "misure premiali"²² e la soppressione del termine "fallito".

Per quanto riguarda le fasi o stadi del deterioramento dell'economicità dell'impresa o fasi della crisi la letteratura²³ ne evidenzia sostanzialmente quattro, le definizioni possono

²¹ «l'insieme delle condizioni e dei fenomeni economici e non economici, rilevanti per la generalità delle imprese operanti in un dato contesto. Costituisce un insieme di fattori di influenza generale difficilmente modificabili dall'azione delle singole imprese» Vedovato, M (2010), in *Lezioni di Economia Aziendale*, Giuffrè Editore, Milano, pagina 125.

²² Queste sono principalmente relative a debiti tributari e benefici fiscali a norma Art. 25-bis CCII.

²³ Vedesi: Cantoni, E. (2007), *la capacità segnaletica degli indici di bilancio riscontri empirici in condizioni di disequilibrio gestionale*, Franco Angeli, pagina 26, Milano; Mazzoleni, A. e Giacosa, E. (2018), *I modelli di previsione dell'insolvenza aziendale, efficacia predittiva, limiti e prospettive di utilizzo*, Giapichelli Editore, Torino, pagina 11; Sottoriva, C. (2012), *Crisi e declino dell'impresa interventi di turnaround e modelli previsionali*, Giuffrè Editore, Milano, pagina 32; Guatri, L. (1986) *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè Editore, Milano pagina 11; Risaliti, G. et al. (2023), *la crisi e l'insolvenza*, in, *le parole della crisi la letteratura degli aziendalisti italiani*, Franco Angeli, Milano.

variare leggermente da autore ad autore ma nella sostanza, la letteratura aziendalistica è conforme nell'indicare le fasi dalla meno grave alla più severa nel seguente modo:

| Fasi | Descrizione |
|---------|--|
| Fase 1: | Declino/inefficienze interne o esterne |
| Fase 2: | Perdite economiche |
| Fase 3: | Insolvenza |
| Fase 4: | Dissesto |

Figura 2: Fasi della Crisi

L'azienda deve porre in essere un atteggiamento correttivo strutturato prima che la crisi superi la seconda fase. In questa ottica l'individuazione repentina dei sintomi può favorire un processo decisionale veloce e tempestivo. (Mazzoleni, A. e Giacosa, E. 2018) Nella prima fase la difficoltà maggiore risiede nell'individuare i sintomi del declino, questa fase "di incubazione" non indica un imminente rischio di collasso organizzativo ma generalmente è accompagnata da segnali di diminuzione della redditività e dei flussi di cassa, corredata da aumento generalizzato dei debiti (finanziari, commerciali, tributari e previdenziali). Azioni utili per contrastare lo squilibrio economico sono da valutare da caso in caso e possono portare ad un riposizionamento strategico sul mercato, la ridefinizione della struttura di costo e l'analisi di redditività sul mix di prodotti. Il tempo ottimale per intervenire è quello di medio termine con una finestra temporale di circa due o tre anni. Il tutto deve essere corredata da un piano industriale ed economico finanziario sufficientemente preciso.

Se le condizioni che hanno originato la prima fase continuano ad esistere, la gravità della crisi aumenta. Nella seconda fase si riscontrano perdite economico con il rischio di contagio anche verso gli altri equilibri. Si denota una graduale ma costante distruzione del valore, tramite la diminuzione di margini. Dal punto di vista finanziario-patrimoniale si denota incremento dell'indebitamento e una diminuzione della liquidità e un aumento dei mezzi di terzi. Lo squilibrio si manifesta anche con l'aumento delle rimanenze del magazzino.

In questa fase lo stato di crisi è rilevabile anche dall'esterno dai dati contabili pubblici. In questa fase un dialogo con gli stakeholder²⁴ potrebbe essere necessario, anche in

²⁴ "Soggetto interessato all'andamento di un'impresa alla quale è legato tramite rapporti di varia natura", fonte Borsa Italiana, oppure "Uno stakeholder è qualsiasi gruppo o individuo che

relazione ad un possibile progetto di risanamento in continuità aziendale. La comunicazione con i debitori risulta particolarmente importante Khal²⁵ dimostra come è possibile che, anche in fasi avanzate nelle procedure giudiziali ed extragiudiziali i debitori non siano correttamente informati e che spesso questi prendano decisioni non ottimali nei confronti dell'impresa in crisi.

Arrivati al terzo stadio l'impresa manifesta l'insolvenza, con conseguenze negative per la propria immagine e per i rapporti con i creditori. La perdita di immagine in questa situazione diviene inevitabile. Il terzo stadio è quello che molte volte è determinato da più eventi di natura straordinaria, come le misure previste per contrastare le crisi, a condizione che l'insolvenza venga ritenuta reversibile. In questo frangente si inserisce la previsione del CCII che l'impresa venga affiancata da un esperto²⁶. L'esperto deve prima di tutto compiere una valutazione preliminare dell'impresa e valutare le possibilità di continuità aziendale. Qualora l'opinione sia positiva le procedure per la crisi possono prendere inizio, in caso contrario si procede alla liquidazione dell'impresa. Secondo Guatri devono sussistere, almeno le seguenti condizioni per garantire la reversibilità dell'insolvenza

- I. La permanenza di un residuo equilibrio patrimoniale ($PN > 0$)
- II. La presenza di prospettive economiche favorevoli

In questa fase il tentativo di risanare lo stato di insolvenza deve essere il più tempestivo possibile e può prendere varie sfaccettature e procedure per risolvere la crisi, molte delle quali introdotte con il nuovo codice dell'insolvenza e saranno oggetto dei paragrafi e capitoli successivi. La presenza di un patrimonio netto positivo favorirebbe l'ipotesi di continuità in quanto l'impresa potrebbe apparire ai creditori ancora in grado di sopportare il rischio nel tentativo di recupero e la sussistenza di prospettive economiche favorevoli costituisce la probabilità che l'equilibrio possa venire ripreso in futuro (Cantoni, E.).

può influenzare o essere influenzato dal raggiungimento degli obiettivi di un'organizzazione." R. Edward Freeman (1984)

²⁵ Matthias Kahl (2002), *Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation in The Journal of Finance*, Vol LVII, NO.1.

²⁶ Articoli 12 e 13 CCII.

La quarta fase è quella del dissesto, dove l'impresa non è più in grado con le proprie attività di coprire le passività. In molti casi si arriva in questa fase per un tardivo o mancato riconoscimento dei sintomi. Il dissesto è tale per cui gli squilibri sono talmente gravi da essere irreversibili e il recupero appare impossibile senza l'intervento dei creditori o dello stato. (Cantoni, E.)

Avendo riguardo alle cause della crisi per completare la trattazione nel modo più completo possibile, possiamo utilizzare il framework utilizzato da Collet, N. et al.²⁷, dove l'autore divide le cause che portano le imprese verso la prima fase del declino tra cause interne ed esterne.²⁸

| |
|---|
| Cause interne (Approccio Soggettivo) |
| Poor management |
| Poor financial management |
| Poor marketing management |
| Poor human resource management |
| High gearing |
| High short-term indebtedness |
| Significant bad debt |
| One big project that failed |
| Problems with one major contract |
| Cause esterne (Approccio Oggettivo) |
| Decline in demand |
| Increased competition |
| Adverse macroeconomic conditions |
| Interna o Esterna |
| Sheer bad luck |

Figura 3: Cause interne ed esterne (Fonte: Collet, N et al. 2014)

La distinzione che viene fatta tra cause interne ed esterne è coerente con quanto elencato ad inizio paragrafo sulla base del lavoro di Sottoriva, anche gli approcci di indagine alla crisi noti come "approccio oggettivo" e "soggettivo" trovano una rappresentazione coerente con le cause proposte da Collet.

²⁷ Nicholas Collett, Naresh R. Pandit & Jukka Saarikko (2014) Success and failure in turnaround attempts. An analysis of SMEs within the Finnish Restructuring of Enterprises Act, Entrepreneurship & Regional Development, 26:1-2, 123-141, DOI: 10.1080/08985626.2013.870236

²⁸ L'autore ha creato il framework utilizzando come fonte i seguenti lavori: Schendel et al. (1976), Bibeault (1982), Slatter (1984), Thain and Goldthorpe (1989a), Grinyer, Mayes, and McKiernan (1990), Gopal (1991), Gething (1997), Arend (2008), Schiuma et al. (2008) and Boyne and Meier (2009).

Quando si parla di “Bad management” o “poor management” è spesso inteso come causa principale della crisi. A essi si riferiscono le erronee decisioni in materia di finanziamenti e gestione del marketing, delle risorse umane. Viene incluso l’impatto che possono avere anche progetti che si sono rivelati fallimentari e che hanno impiegato notevoli fonti da parte dell’impresa, con riguardo a questo sempre al management è da attribuire l’incapacità di predisporre strategie efficaci e il disallineamento rispetto al contesto ambientale.²⁹ In effetti molte delle cause sono riconducibili al management anche se il framework proposto da Collet è più esplicito nell’individuare la variabile decisiva della crisi nello specifico caso in esame.

Con riferimento alle cause oggettive queste non dipendono direttamente dal management dell’impresa ma da dinamiche esterne ad essa e queste solitamente sommate alle cause dell’approccio soggettivo, questo significa che le crisi sono «Un connubio di eventi concatenati tra loro e difficilmente opera una singola causa definita: viene a crearsi una crisi di tipo complesso» (Giacosa, E. e Mazzoleni, A. 2018)

Le cause di una crisi sono spesso ciò che definisce la crisi stessa, tanto da divenire il criterio primario per distinguerne la tipologia. Sebbene questa affermazione possa apparire banale, è fondamentale sottolinearla, poiché nelle pagine successive si farà spesso riferimento a termini come “tipologia di crisi” o espressioni analoghe, quali “questo tipo di crisi”. In letteratura, è comune classificare le crisi in base alla loro causa, che diventa il nome stesso attribuito alla crisi.

Pertanto, in diversi studi, le cause della crisi non solo ne costituiscono l'origine, ma diventano anche la base per identificare quelle che vengono definite "tipologie di crisi". Di conseguenza, ogni tipologia è associata strettamente alla causa che la genera, fornendo un quadro utile per l'analisi e la comprensione del fenomeno. A questo riguardo Guatri³⁰ individua cinque tipi fondamentali di crisi in funzione alle cause che la generano, tipizzando anche le combinazioni di cause:

- I. Crisi da inefficienza
- II. Crisi da sovracapacità/rigidità

²⁹ J. Argenti (1983), Predicting Corporate Failure, Accountants Digest, institute of Chartered Accountants in England and Wales. London, 138 pagina 2 e successive; J. Argenti (1986), “Spot Danger signs Before it’s too late”, Accountancy, luglio, pagina 101.

³⁰ Guatri, L. (1969), Crisi e risanamento delle imprese, Giuffrè editore, Milano.

- III. Crisi da decadimento dei prodotti
- IV. Crisi da carenza di programmazione/innovazione
- V. Crisi da squilibrio finanziario

La proposta di Guatri è coerente con quella presentata da Sottoriva e riprende anche la scomposizione delle cause data dal lavoro di Collet et al. per questo motivo si è deciso di includere anche questa modalità definitoria considerazione conclusiva circa le cause e tipologie di crisi che le imprese affrontano durante il loro ciclo vitale.

La seguente riesamina è da attribuirsi al lavoro di Cantoni³¹

- 1) La crisi da inefficienza può essere dovuta principalmente dalla struttura aziendale, quindi da una concomitanza di cause interne che producono una distruzione del valore. In questo caso si può generalmente fare riferimento ad una inadeguatezza gestionale da parte del management oppure si può attribuire una incapacità delle risorse umane. Potrebbe essere che il pricing di alcuni prodotti sia errato e che non tenga conto di alcune componenti di costo, dunque l'impresa anche operando a prezzi competitivi non riesca a remunerare correttamente tutte le aree di costo.
- 2) La crisi da sovracapacità o rigidità si origina principalmente da cause esterne abbinate al grado di leva operativa ed elasticità della struttura dei costi.³²

Le principali cause esterne sono riduzione della domanda per un eccesso di offerta e tasso di vendita inferiore alle aspettative mentre le cause interne possono essere relative alla leva operativa oppure alla poca elasticità

³¹ Cantoni, E. (2007), La capacità segnaletica degli indici di bilancio, riscontri empirici in condizioni di disequilibrio gestionale, Franco Angeli, Milano. Pagine 32 e successive.

³² Il grado di leva operativa si ottiene tramite la riclassificazione del conto economico a margine di contribuzione. Viene definita dalla formula "Grado di leva operativa= Margine di contribuzione/reddito operativo". In linea generale un'impresa che possiede più costi fissi rispetto a quelli variabili tende ad avere un grado di leva operativa maggiore. Un grado di leva operativa elevata espone l'impresa a perdite qualora ci siano bruschi cali dei ricavi. L'elasticità dell'impresa può essere verificata con l'elasticità degli impegni calcolato con Attivo Corrente/Attivo netto ottenibili tramite la riclassificazione dello stato patrimoniale in forma finanziaria. «Una struttura più elastica consente di adattarsi con meno difficoltà ai mutamenti dell'ambiente in cui si opera rispetto ad un'azienda con una struttura dei costi più rigida» (Sostero et al. 2018). Per maggiori approfondimenti: Naccarato, F. (2017), Tecnica di finanziamento d'impresa, Giappichelli Editore, Milano. Pagine 75 e successive; Sostero, U. et al. (2018), L'analisi economico-finanziaria di bilancio, Giuffrè Editore, Milano. Pagine 326 e successive.

dell'impresa. Se la contrazione della domanda, che già comporta una maggiore competitività tra le imprese operanti nel settore, è abbinata ad una inelasticità dell'impresa può accadere che non vi sia abbastanza margine per vendere un prodotto ad un prezzo che consenta di ottenere ricavi.

- 3) La crisi da decadimento è dovuta alla graduale e costante riduzione tra margini e prezzi del prodotto, dovuta alla riduzione della domanda dello stesso. Tale evento è insito nel ciclo di vita del prodotto (metti definizione). Si può affrontare cambiando il mix di prodotti o innovando quelli già presenti. Questa tipologia di crisi è data da fonti esterne che si manifestano in un periodo non breve e devono essere gestite dal management.
- 4) La crisi da carenza di programmazione/innovazione si presenta principalmente per cause interne dovute ad un management poco attento alla pianificazione di lungo termine. Si può anche verificare in imprese con prodotti/servizi prezzati correttamente e venduti in modo coerente con i costi della produzione e per la quale non vi sono problemi di elasticità o riduzione della domanda. È curioso quello che sottolinea Cantoni: «Quasi paradossalmente questo tipo di crisi possono manifestarsi nelle aziende di successo che una volta raggiunto il vantaggio competitivo tendono a focalizzare tutta l'attività sullo sfruttamento dello stesso, senza ricercare ulteriori fonti di competizione» (Cantoni 2007)
- 5) La crisi da squilibrio finanziario: come detto nel primo paragrafo, la crisi dovuta a squilibri di tipo finanziario difficilmente ha origine puramente finanziaria, tanto che lo squilibrio finanziario non è causa di crisi ma anzi è più un sintomo della crisi; tuttavia, delle crisi di tipo puramente finanziario esistono. Secondo Cantoni dovute dall'eccessivo incremento di fabbisogno finanziario e dall'utilizzo della leva finanziaria³³ al fine di aumentare la redditività del capitale proprio.

³³ Possiamo esaminare la leva finanziaria dalla scomposizione del ROE. In particolare, se lo spread tra ROI e ROD è positivo l'indebitamento aziendale dato dalla posizione finanziaria netta/patrimonio netto funge da moltiplicatore aumentando il ROE. Qualora lo spread fosse negativo l'impresa dovrebbe ricapitalizzarsi. La formula è la seguente $ROE = [ROA + (ROA - ROD) \times PFN/PN] \times (1-t)$

L'incremento di fabbisogno finanziario si può verificare quando l'impresa cresce velocemente in termini di fatturato e i fabbisogni aumentano velocemente, il ricorso del debito aumenta gli interessi passivi.

1.13 I sintomi della crisi

La sintomatologia della crisi può essere distinta in due macrocategorie³⁴, quella dei sintomi qualitativi e dai sintomi quantitativi.

I sintomi qualitativi che generalmente precedono la fase del declino sono:

Tensione finanziaria: questa viene a crearsi nei confronti dei diversi creditori, come fornitori di beni produttivi, fornitori di servizi, banche, ecc.

Migrazione della forza lavoro: La perdita di personale qualificato e Manager può essere un importante segnale di allarme, oltre che un danno di immagine e una perdita di risorse immateriali.

Difetti nel piano strategico: Possono rappresentare segnali di decadenza, quando la strategia non è delineata con precisione oppure quando questa non viene chiaramente comunicata la definizione degli obiettivi strategici con le risorse umane. Altre cause della poca continuità della strategia possono essere cambiamenti continui del management o della proprietà.

I principali sintomi quantitativi che invece precedono, l'insolvenza e il dissesto, sono prettamente produttivi o economico-finanziari.

Peggioramento delle condizioni di competitività: è connotata da una diminuzione della redditività, cambiamento del mix di prodotti e una riduzione della quota di mercato, occupata dai concorrenti.

Diminuzione della produttività: può essere causata da diversi fattori, tra cui obsolescenza degli impianti produttivi, mancata stimolazione delle risorse umane e assenza oppure inefficaci e/o investimenti in ricerca e sviluppo.

Sotto il profilo finanziario denotiamo, l'assottigliamento dei flussi di cassa e il deterioramento della struttura finanziaria. La dinamica del capitale circolante³⁵ può

³⁴ Per maggiori informazioni si veda: Mazzoleni, A. e Giacosa, E. (2018), I modelli di previsione dell'insolvenza aziendale, Giappichelli Editore, Torino, pagina 10,11,12.

³⁵ La dinamica del circolante influisce in modo notevole sull'operatività dell'impresa. Quando la gestione caratteristica assorbe liquidità significa che potrebbe essere necessario maggiore

rappresentare un ulteriore elemento di complicazione, questa può venire compromessa dalle perdite sui crediti commerciali, l'indebolimento dell'impresa si traduce anche in minore potere contrattuale. Questo si riflette sui tempi di incasso e pagamento, riduzione dei prezzi di vendita e servizi aggiuntivi e una minore selezione della clientela.

indebitamento a breve termine per fare fronte al fabbisogno finanziario. In particolare, la dinamica del circolante è influenzata da Rimanenze, Crediti verso clienti, debiti verso fornitori, altri debiti operativi e da ratei e risconti positivi o negativi. Per indagare la variazione nel tempo è necessario calcolare la durata del ciclo monetario oppure si possono indagare indici di bilancio come il Capitale circolante netto operativo (CCNO) e il capitale circolante netto (CCN). Per approfondimenti: Sosterò, U. et al, (2018), L'analisi economico finanziaria di bilancio, Giuffrè Editore, Milano.

Capitolo 2

La prevenzione della crisi aziendale secondo il codice italiano:

Sinergie e problematiche

2.1 Le modifiche ed i rinvii del Codice della crisi e dell'insolvenza

Appare evidente come il codice stia provando a tenere in considerazione la tematica della crisi aziendale in un'ottica prospettica e preventiva. Questo è tanto vero nella versione attuale aggiornata dal d.lgs. 13 settembre 2024 n°136. quanto nella prima versione del codice contenuta nel d.lgs. 12 gennaio 2019 n°14.

Tra il 2019 e il 2024, il testo legislativo è stato aggiornato per ben tre volte e la sua entrata in vigore rimandata, anche per via dell'emergenza covid-19, fino al 15 luglio 2022 quando è entrato in vigore a pieno regime. Viene riproposta una tabella riassuntiva che presenta in modo cronologico gli eventi.

| Data | Evento |
|----------------|---|
| Gennaio 2019 | D.lgs n.14 che istituisce il CCII , con entrata in vigore per agosto 2020 |
| Marzo 2020 | Decreto Caura italia (D.L. n. 18/2020): sospensione delle procedure fallimentari per emergenza Covid-19. |
| Luglio 2020 | Decreto Rilancio (D.L. n. 34/2020): primo rinvio del CCII al 1° settembre 2021 |
| Agosto 2020 | D.lgs n. 147/2020 : prime modifiche al codice |
| Agosto 2021 | D.L. n. 118/2021 : secondo rinvio al 16 maggio 2022; introdotta la composizione negoziata |
| 2021-2022 | Decreti Sostegni : proroga delle moratorie sui fallimenti e agevolazioni per la gestione della crisi |
| Luglio 2022 | Entra in vigore il CCII con modifiche del d.lgs. n.83/2022 (recepimento direttiva Insolvency) |
| Settembre 2024 | D.lgs. n.136/2024 (" correttivo ter "): nuove disposizioni integrative e correttive. |

Tabella 1: Gli eventi che hanno influenzato il CCII

Il tema di maggiore rilevanza è l'introduzione della prevenzione alla crisi, la versione originaria del codice della crisi aveva affrontato questa tematica con diverse innovazioni quali: introduzione della disciplina degli adeguati assetti, la previsione di un sistema di allerta interno ed esterno ed una procedura di composizione assistita della crisi. (attualmente composizione negoziata). Il tutto corredato da modifiche agli articoli 2086 C.C. e 2477 C.C. in tema di adeguati assetti e nomina dell'organo di controllo o revisore. Nonostante le buone intenzioni, si sono evidenziate alcune problematiche che gradualmente sono state risolte con varie modifiche all'interno del codice.

2.2 Le modifiche alla composizione assistita: L'attuale Composizione Negoziata e il sistema di allerta interna ed esterna.

La composizione assistita era stata pensata come un meccanismo veloce per risolvere le crisi aziendali l'avvio del procedimento poteva avvenire per iniziativa del "debitore" ovvero l'impresa oppure per iniziativa degli organi di controllo societari o dei creditori pubblici qualificati. L'istanza doveva essere pervenuta all' Organismo di composizione della crisi d'impresa (OCRI) il quale nominava un collegio di esperti, i quali valutavano la situazione debitoria e l'eventuale sussistenza di crisi o meno. Se la crisi viene individuata il collegio fissava delle misure per l'impresa e fissava un termine per la loro adozione. Se fosse emersa la concreta possibilità di risanamento attraverso un accordo scritto con tutti i creditori allora vi sarebbero stati gli stessi effetti di un piano attestato di risanamento, se invece non si fosse raggiunto un accordo allora sarebbe stato possibile per il debitore accedere ad una misura formale per la regolazione della crisi. L'ex-Art. 14 CCII prevedeva esplicite situazioni in cui vigeva un vero e proprio obbligo di segnalazione all'OCRI, in particolare vigeva in capo all'organo di controllo di verificare: l'assetto organizzativo, l'equilibrio economico finanziario e il prevedibile andamento della gestione. Mentre l'ex-Art.13 CCII introduceva quelli che erano da considerarsi come indicatori di squilibri reddituale, patrimoniale o finanziario e questi costituivano la base per le segnalazioni all'OCRI. Sono indici utili alla segnalazione gli indici che misurano la sostenibilità del debito paragonata ai flussi di cassa e l'adeguatezza dei mezzi propri, inoltre costituiscono indizio di crisi il ritardo 60 giorni nei pagamenti per dipendenti e di 120 giorni per fornitori. Inoltre, era demandata al CNDCEC la redazione di un documento con indici e soglie specifiche da monitorare.

Tale documento nominato "Crisi d'impresa gli indici dell'allerta" pubblicato il 20 ottobre 2019, indica la metodologia con la quale vengono selezionati gli indici e il percorso logico del loro funzionamento, nonché le soglie settoriali che se superate congiuntamente presumevo la sussistenza di una situazione di crisi.

Gli autori del documento hanno deciso di istituire una gerarchia sugli indici che potesse essere utile per le imprese, prima di tutti gli altri indici si doveva valutare la sussistenza del patrimonio netto, se questo fosse stato negativo sarebbe bastato per indicare la presenza di una crisi. Qualora il patrimonio netto fosse positivo occorreva calcolare il DSCR¹ in ottica prospettica sull'orizzonte temporale di 6 mesi. (secondo ex-Art.14 CCII) il

¹ Calcolato come le disponibilità liquide al servizio del debito diviso pagamenti previsti per debiti

quale non doveva essere inferiore ad 1, in caso contrario anche in questo caso vi era presunzione di crisi. Qualora il DSCR non fosse disponibile oppure i dati pronostici per la sua stima non siano stati valutati come adeguatamente affidabili si ricorre ad un set di 5 indici, che devono alertarsi tutti congiuntamente seguendo le soglie settoriali. Nella tabella 2 viene presentata la modalità di calcolo degli indici.

| Indicatori Crisi Ex-Art.13 CCII (prima formulazione) | |
|---|--|
| Nomi | Descrizione |
| <i>Patrimonio netto (PN)</i> | deve essere positivo e superiore al minimo legale, se non lo è la crisi è presunta |
| <i>Indice di sostenibilità degli oneri finanziari (IDSOF)</i> | $\frac{\text{Interessi e altri oneri finanziari}}{\text{Rucavi netti}}$ |
| <i>Indice di adeguatezza patrimoniale (IDAP)</i> | $\frac{\text{Patrimonio netto} - \text{Crediti verso soci}}{\text{Debiti totali} + \text{ratei e risconti passivi}}$ |
| <i>Indice di ritorno liquido dell'attivo (IDRLA)</i> | $\frac{\text{Flusso di cassa dell'esercizio} + \text{Costi non monetari} - \text{Ricavi non monetari}}{\text{Totale dell'attivo}}$ |
| <i>Indice di liquidità (IDL)</i> | $\frac{\text{Attivo circolante} + \text{ratei e risconti attivi}}{\text{Passivo a breve termine} + \text{ratei e risconti passivi}}$ |
| <i>Indice di indebitamento previdenziale o tributario (IDIPT)</i> | $\frac{\text{Tot debiti tributari} + \text{indebitamento previdenziale e assistenza sociale}}{\text{Totale dell'attivo}}$ |

Tabella 2: Composizione degli indicatori

Gli indici hanno un significato preciso in relazione alle soglie settoriali per cui sono riferiti:

Indice di sostenibilità degli oneri finanziari (IDSOF): l'indice misura quanto i ricavi aziendali siano in grado di sostenere gli oneri finanziari. Valori più bassi indicano una maggiore sostenibilità al contrario valori elevati una minore sostenibilità.

Indice di adeguatezza patrimoniale (IDAP): Valuta la solidità patrimoniale dell'impresa. Un valore più alto è da interpretarsi positivamente

Indice di ritorno liquido dell'attivo (IDRLA): indica la capacità di generare flussi di cassa dalla propria attività, un indice maggiore suggerisce una migliore capacità di generare liquidità, un suo aumento è positivo.

Indice di liquidità (IDL): indica la capacità dell'impresa di coprire le passività a breve termine con le attività più liquide. Un suo aumento è da interpretarsi positivamente.

Indice di indebitamento previdenziale o tributario (IDIPT): Si valuta quanto i debiti tributari e previdenziali incidano sul totale delle attività, un valore alto o in crescita è da interpretarsi negativamente.

La tabella 3 mostra le soglie d'allerta che vengono fornite dal CNDCEC.

| Settore | Soglie di allerta | | | | |
|---|-----------------------------|------------------------------------|---|----------------------|--|
| | ONERI FINANZIARI / RICAVI % | PATRIMONIO NETTO / DEBITI TOTALI % | LIQUIDITA' A BREVE TERMINE (ATTIVITA' A BREVE/PASSIVITA' BREVE) % | CASH FLOW / ATTIVO % | (INDEBITAMENTO PREVIDENZIALE+ TRIBUTARIO) / ATTIVO % |
| (A) AGRICOLTURA SILVICOLTURA E PESCA | 2.8 | 9.4 | 92.1 | 0.3 | 5.6 |
| (B) ESTRAZIONE (C) MANIFATTURA (D) PROD. ENERGIA/GAS | 3.0 | 7.6 | 93.7 | 0.5 | 4.9 |
| (E) FORN. ACQUA RETI FOGNARIE RIFIUTI (D) TRASM. ENERGIA/GAS | 2.6 | 6.7 | 84.2 | 1.9 | 6.5 |
| (F41) COSTRUZIONE DI EDIFICI | 3.8 | 4.9 | 108.0 | 0.4 | 3.8 |
| (F42) INGEGNERIA CIVILE (F43) COSTR. SPECIALIZZATE | 2.8 | 5.3 | 101.1 | 1.4 | 5.3 |
| (G45) COMM INGROSSO e DETT AUTOVEICOLI (G46) COMM INGROSSO (D) DISTRIB. ENERGIA/GAS | 2.1 | 6.3 | 101.4 | 0.6 | 2.9 |
| (G47) COMM DETTAGLIO (I56) BAR e RISTORANTI | 1.5 | 4.2 | 89.8 | 1.0 | 7.8 |
| (H) TRASPORTO E MAGAZZINAGGIO (I55) HOTEL | 1.5 | 4.1 | 86.0 | 1.4 | 10.2 |
| (JMN) SERVIZI ALLE IMPRESE | 1.8 | 5.2 | 95.4 | 1.7 | 11.9 |
| (PQRS) SERVIZI ALLE PERSONE | 2.7 | 2.3 | 69.8 | 0.5 | 14.6 |

Tabella 3: Soglie settoriali degli indici (Fonte CRISI D'IMPRESA, CNDCEC, 2019)

L'impresa deve calcolare gli indici con le modalità prescritte (indicate nella tabella 2) e verificare se questi accendono o meno il segnale d'allerta in base al settore di appartenenza utilizzando la tabella 3. È importante osservare che le modalità con cui si accende l'allarme non avvengono in modo identico per tutti gli indici ma avviene in base al loro significato.

Per quanto riguarda l'indebitamento previdenziale o tributario (IDIPT) e l'indice di sostenibilità degli oneri finanziari (IDSDOF), il segnale d'allarme dovrà accendersi qualora i valori superino o siano uguali alla soglia indicata in tabella 3. Per i restanti indici il segnale d'allarme si accenderà qualora i valori siano uguali o minori della soglia indicata in tabella 3. Qualora tutti e 5 gli indici dovessero fare scattare il segnale allora la situazione di crisi può essere presunta.

Per quanto riguarda l'ex- Composizione assistita i motivi delle revisioni sono legati ad una concomitanza di fattori che si possono riassumere nelle seguenti osservazioni:

- Eccessiva onerosità e difficoltà di applicazione per le imprese (Quagli 2021).
- Eccessiva rigidità ed automatismi (Manente 2022).
- I meccanismi erano pensati per un quadro economico stabile.

Gli shock che sono stati prodotti dalla pandemia covid hanno profondamente cambiato il contesto in cui questi indici sono stati creati e non rendono applicabili gli indici (Quagli 2021).

- Poteva portare ad una segnalazione al pubblico ministero (Ex Art 22 CCII).

Le segnalazioni al pubblico ministero potevano comportare la liquidazione giudiziale delle imprese in caso di: mancata comparizione all'audizione dell'OCRI, non viene

depositata istanza di composizione negoziata, non vengono rispettati i termini fissati dal collegio per la risoluzione della crisi, nel caso in cui non ci siano possibilità di accordo dei creditori in composizione negoziata e non venga presentata nessun'altra domanda a procedure di regolazione della crisi.

- Malfunzionamento degli indici (Fallini, A. e Postiglione, M. 2021)²

Le problematiche sopra elencate hanno portato alla revisione dell'istituto così come era inizialmente concepito, soprattutto per quanto riguarda il meccanismo di allerta. Come si vedrà le motivazioni che hanno spinto il legislatore a modificare quanto inizialmente previsto sono motivate e secondo la maggioranza della dottrina, non ci sono incertezze circa la correttezza dell'intervento. Uno tra tutti possiamo osservare l'intervento di Quagli³, egli stesso è stato componente del gruppo di lavoro che ha dato allo strumento degli indici. Nel 2021 si esprime con decisione per rimodulare il meccanismo predisposto anche da egli stesso tre anni prima, mostrandosi molto critico nei confronti della composizione assistita. In particolare, le critiche sono state mosse più verso il legislatore che verso il lavoro del CNDCEC. Quagli sostiene che ogni impresa dovrebbe dotarsi di soglie proprie calcolate in base alla propria struttura finanziaria (soglie di allerta aziendali) e che le soglie di allerta (generali) sono l'ultimo strumento da osservare. Inoltre, sottolinea come il legislatore abbia demandato al CNDCEC di formare una struttura di indici adeguata alla previsione; tuttavia, nel testo sono indicati due indici "non sostenibilità degli oneri dell'indebitamento con i flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare (IDSDOF) e l'inadeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi (IDAP)". Quagli insiste sul fatto che l'imposizione di utilizzare questi indici, cozza contro la ratio di demandare a dei tecnici la scrittura di altri indici con l'obbligo di dovere includere almeno questi due, che per quanto importanti non esauriscono la problematica. Inoltre, l'autore muove altre due proposte di modifiche: una rivolta alla cadenza temporale in cui le verifiche devono essere fatte e una rivolta alla difficile

² Alberto Falini, Massimo Postiglione L'efficacia degli indicatori settoriali di allerta previsti dal nuovo Codice della Crisi Impresa Progetto - Electronic Journal of Management, n. 2, 2021, DOI: 10.15167/1824-3576/IPEJM2021.2.1382

³ Quagli Alberto, *Sulla necessaria rimodulazione nel codice della crisi degli indicatori e indici della crisi*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 28 agosto 2021.

applicazione degli indici in futuro a causa delle misure di sostegno⁴ al covid 19 che hanno fortemente influenzato i bilanci sulla quale verranno calcolate le nuove soglie della crisi. Per quanto riguarda l'arco temporale dei controlli viene evidenziato, come sancito dall'ex Art 24 lettera c, che vi era il compito di verificare "il superamento, nell'ultimo bilancio approvato, o comunque per oltre tre mesi, degli indici elaborati ai sensi dell'articolo 13, commi 2 e 3", tuttavia a previsione dell'Ex Art 13, sanciva che tali indici dovevano dare evidenza della sostenibilità del debito per almeno i sei mesi successivi.

Quagli sostiene che, nella pratica, l'approvazione del budget o dei piani pluriennali avviene solitamente nello stesso contesto dell'approvazione del bilancio. Considerando che quest'ultima può avvenire entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio, il budget viene di solito approvato entro aprile, coprendo così il periodo fino alla fine dell'anno. Tuttavia, la previsione normativa di un controllo sugli indici che consenta la sostenibilità del debito almeno semestrale, unita a verifiche trimestrali del loro superamento complessivo, rischia di imporre uno sforzo eccessivo alle imprese. «Per una piccola S.r.l. che redige normalmente un bilancio semplificato (art. 2435 bis c.c.) se non addirittura il bilancio ancora più snello quale micro-impresa (2435 ter),... richiedere con norma inderogabile di legge una redazione di un bilancio trimestrale per il calcolo degli indici di cui all'art. 24 possa essere un onere eccessivo.».

Per quanto riguarda l'utilizzo futuro degli indicatori della crisi, che per altro sarebbe meglio chiamare Indici della crisi, si delucida anche il problema che i bilanci del 2020 e 2021 sono stati notevolmente influenzati dalla crisi covid-19 e dai meccanismi di intervento per le imprese, certamente non potranno essere presi come base di calcolo per i futuri indici che daranno il via alle procedure di allerta. «O si sceglie di affidare al CNDCEC una certissima (a dir poco...) opera di individuazione e segmentazione delle aziende in funzione delle deroghe utilizzate, oppure si può dire che i bilanci aziendali dal 2020 a un periodo futuro che, molto a fiuto, direi almeno di orizzonte quinquennale, si prestano molto male a essere usati come pietre di paragone per le allerte future».

⁴ Si intendono: possibilità di rivalutare le immobilizzazioni, possibilità di non stanziare l'ammortamento, possibilità di non svalutare titoli, possibilità di rinviare sino al 2025 il reintegro del capitale sociale eroso, possibilità di non dimostrare a termine di esercizio e durante il 2020 la continuità aziendale tramite piani attendibili. (Quagli 2021)

Secondo chi scrive, vi sono da fare delle ulteriori osservazioni, l'importanza dell'allerta è dovuta non solo dal testo legislativo, ma anche da tutte le buone pratiche aziendali. Il legislatore, anche a seguito della direttiva europea "Insolvency" fa propri i principi della cultura dell'allerta e della buona conduzione manageriale, promuovendo un'innovazione importante provando a portare le imprese sempre di più verso la cultura della prevenzione. Considerando che i tempi di intervento ricoprono un ruolo vitale nel processo di risanamento e che spesso i segnali di crisi non vengono avvertiti tempestivamente dal management, non vengono percepite nemmeno le tendenze sfavorevoli che producono distorsioni progressive all'equilibrio economico e finanziario (Sottoriva 2012). Secondo alcuni autori⁵ sarebbe stato più coraggioso mantenere l'originale formulazione e non indugiare nell'entrata in vigore del codice nemmeno davanti alla emergenza pandemica dovuta al Covid-19, come per altro è stato fatto da altri paesi dell'Unione ad esempio la Spagna. In particolare, Pacchi (2021) sostiene che l'OCRI è una innovazione importante e sottolinea che gli attacchi a questo istituto sono fonte di pregiudizi da parte dell'opinione maggioritaria. Continua sottolineando che le imprese potrebbero utilizzare lo strumento a giovare sarebbero specialmente quelle meno dotate di risorse, invece «l'istituto d'allerta, vissuto soprattutto dalle piccole medie imprese come uno spettro» e riprende, «Occorreva un deciso cambio di cultura che, consegnando un dovere di segnalazione anche ai soggetti esterni all'impresa, sospingesse l'imprenditore (volente o nolente ma comunque accompagnato dall'Organismo di composizione della crisi) verso una soluzione.»

Le continue modifiche relative al codice e alla sua entrata in vigore in relazione anche all'emergenza covid-19 hanno scaturito dibattiti e opinioni differenti, questo scambio di interventi riguardo alla normativa è stato arricchito dalle evidenze empiriche al fine di dare una visione a chi legge della complessità del dibattito. Le scelte intraprese, non sono state di facile decisione e le conseguenze sono state altrettanto complesse.

La possibilità che fenomeni distorsivi si verificassero è stata presa in considerazione e valutata anche da autori, tra cui Irrera, M. (2020) il quale in modo propositivo ha

5. Pacchi Stefania, *Le misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale ovvero i cambi di cultura sono sempre difficili*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 9 agosto 2021; M. FERRO, *Codice della Crisi differito al 1° settembre 2021, fallimenti sospesi fino al 30 giugno 2020 e immediato cordone societario*, in *Quotidiano giuridico*, 9 aprile 2020, 1.

ipotizzato delle soluzioni al fine di limitare ex-ante fenomeni distorsivi legati alla pandemia.

Innanzitutto, per l'autore⁶ occorre posticipare l'entrata in vigore delle norme relative all'OCRI, di fatto questo si è verificato, tanto che in fine si è deciso di sopprimere completamente l'istituto.⁷ Inoltre sempre lo stesso autore, ma in una pubblicazione successiva ha proposto delle soluzioni per mitigare le misure "a tampone" come quella del blocco delle dichiarazioni di fallimento «In un tale contesto appare evidente che le misure tampone dirette – ad esempio – ad impedire la dichiarazione di fallimento anche su richiesta della stessa impresa o a non consentire il ricorso alle procedure negoziate o giudiziali di componimento della crisi avrebbero un effetto deleterio, rispetto alle pur buone intenzioni», «sarebbe irragionevole imbrigliare le imprese che desiderano uscire dal mercato e allo stesso modo impedire a quelle che lo desiderano di ristrutturarsi.» Certamente la situazione causata dalla pandemia ha portato attenzione, non solo al tessuto delle imprese italiane ma anche al tessuto del sistema lavorativo. Le misure di tutela non sono state pensate solo per fare fronte alle crisi d'impresa ma queste volevano tutelare anche i lavoratori, per esempio impendendo i licenziamenti⁸. Con riferimento alla normativa sulla crisi appare evidente come il CCII metta in risalto la tutela dei creditori e meno quella dei lavoratori (Alberti, A.M. 2023). Alla luce di ciò dobbiamo considerare che gli interventi per fronteggiare l'emergenza Covid-19 siano stati fatti con obiettivi complementari al rinvio del CCII, ma con fini differenti dal codice stesso, tra cui preservare i posti di lavoro e cercare di allentare crisi di liquidità per imprese e lavoratori. Nonostante queste considerazioni le proposte di Irrera si riferiscono prettamente alla gestione delle crisi d'impresa. Viene suggerito di:

- 1) Potenziare l'apparato della magistratura:

questa misura di urgenza potrebbe essere compiuta utilizzando i bandi di concorso precedentemente istruiti e attingere da questi per la ricerca di candidati, previa verifica della disponibilità degli stessi.

⁶ Si fa riferimento alle due seguenti pubblicazioni: Irrera, M. (2020), *Le misure di allerta ai tempi del coronavirus*, in Diritto Bancario editoriali (DB), marzo.; Irrera, M. (2020), *Le procedure concorsuali al tempo del coronavirus: alcune proposte*, in Diritto Bancario editoriali (DB), aprile.

⁷ D.L. 24 agosto 2021, n. 118, convertito in Legge 21 ottobre 2021, n. 147

⁸ D.L 17 marzo 2020, n.18 e successive proroghe.

2) Fare affiancare l'impresa da un "temporary manager"

L'affiancamento di una manager temporaneo che aiuti le attività di mediazione, tramite la camera di commercio.

3) Potenziare il sistema della giustizia tramite sistemi di video conferenza.

Nel d.lgs. 24 agosto n°118/2021 le considerazioni di Irrera e le precedenti di Quagli circa la composizione assistita vengono accolte. Viene smontato il sistema normativo relativo all'OCRI, prende vigore la composizione negoziata, dove viene introdotta la figura dell'"esperto", simile al "temporary manager" previsto da Irrera e contemporaneamente il sistema di indici viene smontato⁹ come indicato da Quagli e come suggerito da altri lavori empirici.

2.3 Le difficoltà per le micro-impres e PMI.

Nelle prime bozze del CCII risalenti al 2019, ha fortemente colpito la previsione normativa che modificava l'articolo 2477 C.C. riducendo drasticamente le soglie per le imprese che avrebbero dovuto dotarsi di un organo di controllo o revisore, questo è stato visto come un elemento di potenziamento ai presidi per la crisi aziendale, tuttavia nel tempo si è riscontrata un ridimensionamento della modifica, in quanto troppe imprese (circa il 53% delle S.R.L. e il 97% delle S.P.A¹⁰), sarebbero state interessate dalla normativa (Irrera 2020). La formulazione originale prevedeva la nomina del revisore o organi di controllo qualora per due esercizi consecutivi si fossero superati almeno uno dei limiti:

- 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 2 milioni di euro;
- 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 2 milioni di euro;
- 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 10 unità.

Le soglie sono state aumentate a 4 milioni sia per il totale dell'attivo dello stato patrimoniale che per ricavi delle vendite e prestazioni e i dipendenti sono stati portati a 20. Attualmente il tribunale di Milano ha stimato che le imprese coinvolte dal cambio di normativa saranno "solo" 1/3 su tutte le imprese italiane anche se non sono dati ufficiali.

⁹ Quagli non è stato l'unico a criticare il sistema su indici la sua contrarietà si basava principalmente su assunzioni logico-deduttive. Nel capitolo 4 saranno esposti lavori più quantitativi che evidenziano diverse problematiche nell'adozione del sistema proposto dall'CNDCCEC.

¹⁰ Secondo i dati ISTAT 2017 (Irrera 2020)

Le attuali disposizioni normative hanno una impronta innovativa ma comportano, comunque, delle difficoltà alle imprese per svariati motivi. Vi sono autori che hanno mosso delle riflessioni critiche ma non del tutto contrarie alle disposizioni del CCII come Lolli e Paolucci (2020) mentre altri hanno evidenziato delle nette posizioni contrastanti. Secondo Panizza, A. et al. (2023) sono essenzialmente tre gli elementi su cui si basano delle criticità:

1) Mancanza di proporzionalità.

In questa casistica l'autore sottolinea come le imprese di minori dimensioni debbano adeguarsi in modo più incisivo alle normative rispetto alle imprese di grandi dimensioni.

2) Mancanza chiarezza nella normativa nello specificare dettagliatamente cosa si intenda per adeguati assetti.

Il legislatore ha volutamente lasciato senza precise istruzioni le imprese sul come attuare la vigente normativa, ma ha indicato i risultati minimi che debbano essere perseguiti. Questo secondo l'autore mette le micro e PM imprese in difficoltà.

3) Aumento dei costi per le imprese

Ripensare e adeguare la struttura amministrativa certamente comporta dei costi in termini di tempo e personale.

Si procede a esporre argomentazioni anche di altri autori che con le loro pubblicazioni hanno preso parte al dibattito. Per quanto riguarda la mancanza di proporzionalità l'argomentazione espressa trova accoglimento anche da Zanoletti, M. (2023) in quanto l'attuale Articolo 3 CCII conferma che la discrezionalità degli amministratori nella predisposizione degli adeguati assetti è "blindata" dal raggiungimento degli obiettivi al comma 3 che sono identici per tutte le imprese. «L'adeguatezza, quindi, è ora declinata attraverso l'indicazione del risultato da raggiungere» (Zanoletti, M. 2023), ne deriva che il principio di proporzionalità appare fortemente ridimensionato.

Invece opinioni contrastanti vi sono verso la seconda criticità: la mancanza dell'esplicitazione della struttura organizzativa è considerata appropriata. Secondo Lolli e Paolucci (2020): utilizzando la chiave di lettura orientata al risultato, il non indicare come questo debba essere raggiunto è presidio del già ridotto criterio di proporzionalità, in quanto la specifica impresa è dotata di tipicità proprie che variano in base alla natura e dimensioni è corretto non imporre una specificità lasciando libera l'impresa di «cucirsi

addosso il sistema organizzativo, amministrativo e contabile a lei meglio confacente» (Lolli e Paolucci, 2020).

Sulla tematica dei costi Zanoletti (2023), ritiene che le imprese italiane dimostrino una certa aversità nel farsi carico di ulteriori costi per adeguarsi alla normativa. L'avversione delle imprese circa l'adozione di assetti che consentano di una valutazione prospettica è dovuta alle peculiarità delle imprese che costituiscono il tessuto imprenditoriale italiano. «Il sottodimensionamento, il capitalismo familiare, il personalismo autoreferenziale, la debolezza degli assetti di governance, la carenza di sistemi operativi, l'assenza di monitoraggio e di piani operativi non solo rende difficoltoso il rispetto della disciplina relativa agli assetti, ma costituisce fattore critico per una crescita culturale nel breve periodo». Mentre Lolli e Paolucci (2020) sostengono che vi sarà un evidente aumento dei costi, ma che questo sono da considerarsi come investimenti per migliorare e rafforzare la solidità delle imprese, il commento esposto si sposa con l'interpretazione di Pacchi (2021) introdotta già nel paragrafo 2.2.

Infine, interpretazione piuttosto "eversiva" potrebbe essere quella dove la proporzionalità potrebbe essere elemento funzionale a giustificare la scelta di non adottare misure e assetti che sarebbero sproporzionati rispetto alle risorse disponibili in ragione dell'investimento economico necessario. (Zanoletti 2023) Questa affermazione sarebbe tanto più incisiva tanto più la realtà imprenditoriale è piccola, il che porterebbe alla non adozione nemmeno degli assetti "minimi", che pur non essendo adottati non vanno confusi con la totale inerzia nell'affrontare situazioni di crisi.

Un elemento di valutazione, sicuramente dibattuto, è capire in modo opportuno se i costi sostenuti per incrementare l'organizzazione delle imprese siano superiori ai benefici, la tematica potrebbe essere oggetto di ricerche future, in particolare nel contesto delle micro e PM imprese italiane.

2.4 Gli adeguati assetti nel rapporto banca impresa e segnali di anomali.

L'entrata in vigore del codice della crisi d'impresa (CCII) ha confermato l'importanza della adozione di adeguati assetti per la tempestiva emersione dello stato di crisi e per l'assunzione di idonee iniziative. Il riferimento normativo è trovato nell'articolo 3 CCII. In particolare, questo ha comportato anche la modifica dell'Articolo 2086 del Codice civile. La previsione normativa impone all'imprenditore di adottarsi di un adeguato assetto amministrativo e contabile, adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e qualora

siano rilevati squilibri, di adottare senza indugio strumenti per il superamento della crisi in continuità aziendale. Gli assetti devono essere in grado di¹¹:

- a) Rilevare squilibri di carattere patrimoniale o economico finanziario.
- b) verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale almeno per i dodici mesi successivi.
- c) ricavare le informazioni necessarie a utilizzare la lista di controllo particolareggiata e a effettuare il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento.

Inoltre, gli assetti devono anche permettere di individuare posizioni debitorie scadute presso: dipendenti, fornitori, banche e creditori pubblici qualificati.¹²

Le disposizioni enunciate assumono rilevanza anche nel contesto di accesso al credito. (Andreani, E. 2023). In questo contesto si vogliono esaminare delle sinergie presenti nelle linee guida dell'European Banking Authority (EBA). Il documento "Guidelines on loan origination and monitoring" noto anche sotto l'acronimo LOM racchiude delle indicazioni circa il processo di affidamento che le banche devono seguire nella concessione e monitoraggio dei prestiti. Nelle linee guida è indicato che la banca durante la procedura di affidamento è chiamata a valutare e tenere conto degli assetti organizzativi. Ecco che l'adeguato adempimento dell'articolo 2086 può rappresentare un elemento di valutazione creditizia importante per la valutazione delle micro e piccole medie imprese (Andreani, E. 2023). L'importanza dell'2086 però si evince anche nelle imprese di grandi dimensioni, In quanto le LOM richiedono espressamente anche per queste di valutare adeguatamente: la struttura organizzativa, il modello di business e la strategia nonché le conoscenze, l'esperienza e la capacità gestionali delle operazioni aziendali.¹³

La relazione banca e impresa, tuttavia, non è di facile lettura poiché nella pratica vi possono sorgere delle evidenti difficoltà nel reperire informazioni correttamente

¹¹ Contenuto nell'articolo 3 CCII.

¹² Sono: L'Istituto nazionale della previdenza sociale, l'Istituto nazionale per l'assicurazione contro gli infortuni sul lavoro, l'Agenzia delle entrate e l'Agenzia delle entrate-Riscossione. (Art 25 novies CCII)

¹³ Si fa riferimento sia alle microimprese, PMI e grandi imprese in European Banking Authority (EBA) in Guidelines on loan origination and monitoring, 29 May 2020. Nel Paragrafo 5.2.4 punti: 121 b e successivi; 144 b e successivi.

aggiornate e soprattutto veritiere circa l'assetto interno delle imprese. (Andreani, E. 2023). Nel campo della ricerca questo fenomeno è noto, molti anni prima dell'attuazione delle LOM, anche grazie ai contributi delle ricerche svolte da Berger e Udell (1995 e 2002). Gli autori hanno condotto due studi analizzato banche statunitensi, ottenendo risultati empirici, suggerendo che le informazioni soft migliorano le condizioni di accesso al credito. In particolare, le banche di minori dimensioni sembrano maggiormente inclini ad utilizzare e raccogliere tali informazioni. Questo è dovuto alla loro struttura organizzativa meno verticalizzata. Inoltre, vi è anche l'apporto di, Uchida et al. (2012) che estendono i precedenti risultati evidenziando, su un campione di banche giapponesi, come il rapporto di lunga durata tra banca e impresa consente l'accumulo di soft information, tra cui quelle inerenti all'assetto dell'impresa. La raccolta è tanto più efficace quanto la banca è di piccole dimensioni, dove il ruolo dei rapporti personali tra "loan officer" e impresa è più stretto e duraturo. Sottolineano che anche le banche di maggiori dimensioni, avrebbero la possibilità di raccogliere tali informazioni, investendo nell'aspetto relazionale.

Riguardo alla coerenza dei flussi informativi anche le LOM tengono conto della coerenza nelle informazioni diffuse dalle imprese alla banca. La banca deve tenere conto, nella procedura di affidamento, non solo dello stato attuale dell'impresa ma la valutazione deve essere fatta anche considerando gli aspetti evolutivi della stessa, la logica forward looking, si applica attraverso una serie di considerazioni valide per le micro, PM e grandi imprese. Prima di tutto la banca deve valutare almeno: piani aziendali, supportati da proiezioni prospettiche e la sostenibilità della futura capacità di rimborso.¹⁴ È evidente come una impresa che non abbia un assetto e competenze adeguate sia impossibilitata alla produzione di questi piani e/o possa incorrere in difficoltà legate alla produzione degli stessi. Le banche devono valutare se le proiezioni finanziarie siano realistiche e ragionevoli (Sez 5 punti 129 e 151). Qualora vi fossero dei timori riguardo la realistica e la ragionevolezza, la banca stessa deve effettuare le proprie proiezioni. In questa casistica potrebbe nascere l'esigenza di un dialogo banca e impresa in cui vengono confrontate le

¹⁴ L'elenco è tutt'altro che esaustivo, ma sono state inserite solamente le informazioni di rilevanza per la trattazione delle tematiche relative alla pianificazione aziendale come frutto di un corretto assetto amministrativo e contabile.

discrepanze nelle previsioni, mettendo in discussione le previsioni svolte dall'impresa. Sempre compresa nella valutazione prospettica le banche devono anche tenere conto della sostenibilità futura mediante la considerazione di eventi distinti di due macrocategorie: eventi idiosincratici ed eventi di mercato. Anche se il riferimento alla crisi di impresa non è palese all'interno delle LOM, questa prassi definitoria ricorda la definizione delle cause della crisi viste nel capitolo 1 paragrafo 12 della presente tesi.

Durante la fase successiva all'affidamento, che nell'ottica della banca è la fase di monitoraggio del credito, le LOM introducono a quelli che sono i segnali di "early warning", al fine di verificare tramite l'analisi andamentale quello che è il comportamento dell'impresa. Nella sezione 8 troviamo riferimenti circa l'utilizzo dei dati interni ed esterni come fonte del monitoraggio continuo circa la posizione del cliente (punto 245).

Segnali di anomalia che possono essere rilevabili dalla banca, utilizzando l'analisi andamentale interna (Naccarato, F. 2017) sono¹⁵:

- Anomalie nell'utilizzo del conto corrente.
- Anomalie nell'utilizzo di anticipo di fatture.
- Anomalie nel rapporto di mutuo.

Inoltre, vige in capo alle banche l'obbligo di aggiornare continuamente le informazioni disponibili sui clienti avendo particolare attenzione qualora si vengano a determinare segnali d'allerta (punto 259). Affinchè questo venga svolto correttamente deve essere predisposto un framework di indici per il monitoraggio del superamento del livello di rischio di credito al livello di portafoglio (punto 269). Tuttavia, il framework proposto deve tenere conto della pertinenza degli indicatori in relazione alle caratteristiche e operazioni dei clienti o per gruppi omogeni di clienti. (punto 271).

È possibile dire che i presidi delle banche sono istituiti al fine di mitigare, prevenire eventuali situazioni di deterioramento dei crediti nel portafoglio degli affidati.

Le similarità con il set di indici proposti inizialmente da legislatore sono presenti in questo contesto relazionale. Senza entrare nel merito della effettiva funzionalità degli stessi, messa più volte in discussione, il concetto che le imprese debbano monitorare il loro andamento mediante indici non è un meccanismo assente in letteratura, anzi molte

¹⁵ Lista non esaustiva, vedesi: Naccarato, F. 2017, *Tecnica di finanziamento d'impresa*, Giappichelli editore, Torino. Pagine 216 e ss.)

delle tecniche valutative si basano su indici. Secondo chi scrive non è insensato chiedere alle imprese di compiere una autovalutazione, oltre alle richieste minime dell'articolo 3 CCII, in quanto questa potrebbe essere importante per migliorare le decisioni e apprendere tempestivamente delle potenziali problematiche.

Le precedenti delucidazioni servono per presentare i seguenti punti di discussione, il primo, è domandarsi: quanto può essere premiante la predisposizione di un assetto amministrativo in grado di fornire alla banca in modo tempestivo e accurato le informazioni necessarie a determinare la sua qualità creditizia? in secondo luogo, come possono le imprese valutare la loro struttura organizzativa ex-ante all'affidamento?

In questo contesto si decide di rispondere alle domande con uno strumento estremamente pratico che è stato messo a disposizione delle imprese dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili (CNDCEC): le check-list operative.¹⁶ Il documento ha la struttura di un questionario il cui fine è quello di ottenere una valutazione puntuale e aderente circa la realtà aziendale esaminata. Nasce come strumento di auto valutazione per tutte le imprese ma viene consigliato con particolare enfasi per quelle che superano le soglie previste dall'articolo 2435 ter C.C.¹⁷, ossia per le società che non sono micro-imprese. L'utilizzo di strumenti simili a check list e/o questionari è proposto anche dal lato banca, come strumento atto alla verifica degli assetti interni, secondo Andreani, E. (2023), visti gli elevati costi e la difficile verifica degli adeguati assetti, tali strumenti potrebbero essere utilizzati dalle banche. Inoltre, sarebbe opportuno richiedere come prova complementare, almeno documenti e/o regolamenti interni che possano dare un riscontro pratico alle dichiarazioni fornite. Tale soluzione costituirebbe una mera verifica circa l'organizzazione dell'impresa affidataria ma sarebbe un modo adeguato e soprattutto economico per raccogliere informazioni. Infine, la banca potrebbe utilizzare le informazioni così raccolte per costituire un "rating interno".

¹⁶ Contenute nel documento di ricerca: (CNDCEC) Assetti Organizzativi, Amministrativi e contabili: Check-List Operative, 25 luglio 2023.

¹⁷ L'articolo sancisce che sono considerate micro-imprese tutte le società che non superano per due esercizi consecutivi due dei seguenti limiti: totale dell'attivo dello stato patrimoniale; 220.000 euro; ricavi delle vendite e delle prestazioni: 440.000 euro; dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 5 unità.

Nel contesto del CCII (Art. 3 comma 3 lettera c) le esposizioni verso banche possono costituire un preciso indicatore di crisi per l'impresa. Qualora vi siano esposizioni scadute da più di 60 giorni o che il limite degli affidamenti sia superato per più di 60 giorni, purché rappresentino almeno il 5% del totale delle esposizioni. L'impostazione di 60 giorni come indizio per le imprese è particolarmente significativa perché ancora più restrittiva rispetto ai criteri che invece devono adottare le banche. Infatti, nelle linee guida EBA sulla gestione dei crediti deteriorati¹⁸, le banche hanno come riferimento temporale 90 giorni per classificare le esposizioni scadute. Anche se questo non è detto esplicitamente, il legislatore sembra fornire un tempo più conservativo che suggerisca alle imprese di attivarsi prima che la banca prenda provvedimenti circa la loro esposizione.

Seguendo le pratiche che abbiamo esposto, potremmo assumere che la relazione banca impresa possa notevolmente migliorare qualora le imprese siano in grado di fornire informazioni aggiornate e quanto più siano dotate di una struttura interna in grado di cogliere tempestivamente i segnali di crisi.

2.5 Il numero di fallimenti e le difficoltà del periodo Covid-19

Le osservazioni piuttosto critica di Pacchi (al paragrafo 2.2) introduce un altro interrogativo: è possibile che le misure straordinarie, adottate per tutelare le imprese durante la pandemia abbiano permesso anche alle imprese che sarebbero di lì a poco "fallite" anche per altri motivi di restare nel mercato? Dare una risposta decisa è compito difficile, tuttavia In alcune pubblicazioni da parte di Banca d'Italia¹⁹, appartenenti alle collane "note covid-19" e "Occasional papers" troviamo delle considerazioni circa l'impatto di tali misure. Le pubblicazioni congiuntamente lette possono condurre ai seguenti risultati:

1) In prima battuta, «Viene sottolineato in relazione alle misure straordinarie potrebbero averne beneficiato anche imprese che, in condizioni normali, sarebbero invece uscite dal mercato.» (Giacomelli et al. 2021). Gli autori, coerentemente con Pacchi, sono propensi

¹⁸ European Banking Authority (EBA) in Guidelines on management of non-performing and forborne exposures, 31 ottobre 2018.

¹⁹ Giacomelli, S., Sauro, M., Rodano, G., (2021), *Fallimenti di impresa in epoca covid*, Banca d'Italia, Note Covid-19; Pelosi, M., Rodano, G. e Sette, E. (2021), *Zombie firms and the take-up of support measures during Covid-19*, Banca d'Italia, Occasional Papers.; Orlando, T., Rodano, G., (2022), *L'impatto del covid sui fallimenti e le uscite dal mercato delle imprese italiane*, Banca d'Italia, Note Covid-19.

a tenere in considerazione la possibilità che gli interventi abbiano incrementato il numero di imprese zombie²⁰ nel tessuto imprenditoriale italiano. Tale ipotesi viene indagata successivamente in un altro paper di ricerca. Sebbene i risultati circa la classificazione delle imprese come “zombie” o “non zombie” debbano essere interpretati con cautela²¹, i risultati sembrano evidenziare una risposta tendenzialmente negativa, le misure sembrerebbero non avere alimentato l’incremento di “zombie firms”. Solo in una specifica casistica tali imprese sembrano avere maggiori probabilità di accesso alle risorse dei mutui garantiti al 100%, ovvero le imprese che già avevano ottenuto un prestito: queste avevano circa il 12% in più le probabilità di avere accesso ad un prestito garantito al 100% rispetto alle imprese “non zombie”. La possibile spiegazione di questo fenomeno è data dalla concomitanza di due fattori: in primis dall’assenza di screening del fondo di garanzia e in secondo luogo vi è la possibilità che le banche abbiano concesso questi prestiti a imprese in cui vi era maggiore probabilità che finissero catalogati come NPL, con la finalità di non dichiarare perdite in bilancio, nell’immediato. Queste spiegazioni sono coerenti anche con altre fonti quali pubblicazioni: «Thereby, these banks avoid (or at least defer) realizing immediate loan losses in the hope that the respective borrowers will eventually regain solvency.» (Acharya, V. V et al. 2021); «Uno degli effetti delle garanzie c.d. Covid, nelle loro diverse articolazioni, è stato di ridurre significativamente il rischio di insolvenza gravante, in via immediata, sulle banche per via dell’accesso alla garanzia pubblica, arrivando taluni a paventare rischi di deresponsabilizzazione del soggetto finanziatore» (Urbani, A. 2022). Nonostante queste i risultati di ricerca, ad inizio del 2021 è stato stimato un ammanco di circa 3700 “fallimenti”, questi si sarebbero dovuti verificare in condizioni di normalità, se non ci fossero state misure protettive come l’impossibilità di dichiarare “fallimento”. Inoltre, considerando le stime tra il PIL e l’andamento dei fallimenti, si è verificato che negli anni il numero dei fallimenti dovrebbe aumentare di circa 2800 casi, i quali sommati

²⁰ Le definizioni variano leggermente dall’ambito di ricerca, sono definite come Imprese con bassa marginalità e bassa crescita, bassa patrimonializzazione ed elevata probabilità di default. la loro sopravvivenza è relegata a interventi statali o condizioni di credito favorevoli come tassi di interesse molto bassi. (Pelosi et al. 2021; Caballero et al. 2008; Acharya et al. 2020)

²¹ La metodologia utilizzata nello studio è quella che si basa sull’utilizzo dell’EBITA o EBIT e le spese per interessi, nonostante questa performi meglio della tecnica basata sul tasso di prestito bancario vi possono essere coincidenze con imprese in temporanea difficoltà.

all'ammanco iniziale dato dalle misure di protezione dovrebbe condurre ad un aumento di circa 6500 casi entro la fine del 2022. A posteriori sappiamo che questa previsione difficilmente si possa essere verificata poiché, nel 2021 e nel 2022 i casi totali di liquidazione giudiziale sono stati 9014 e 7118²². Numeri che uniti ai risultati fisiologici, difficilmente possono avere inglobato il numero sopra dichiarato, anche considerando i dichiarati 7.651²³ nel 2023.

2) Le analisi del 2022 condotte su una valutazione delle imprese liquidate nel 2021 in confronto con quelle del 2020, indicano che non vi sono significative differenze tra le imprese uscite dal mercato nel 2021 e quelle che sono uscite nel 2020, suggerendo che le misure a sostegno delle imprese siano state correttamente allocate. Tuttavia, questo è valido a meno che le misure di supporto non siano state eccedenti rispetto agli effetti portati dalla pandemia, questo viene sottolineato anche dagli stessi autori: «Il fatto che i livelli di fallimenti e uscite dal mercato siano rimasti al di sotto di quelli del 2019 anche a distanza dal termine della moratoria sulle istanze di fallimento potrebbe indicare che le misure di supporto stiano più che compensando lo shock seguito alla pandemia» (Orlando, T. e Rodano, G. 2021). Su questo per altro viene espressamente citato che tale verifica potrebbe essere oggetto di studi futuri.

Per provare a dare una massima in risposta della domanda iniziale: «é corretto affermare che le misure speciali abbiano incrementato il numero di imprese zombie?» (Pacchi 2021). La risposta sarebbe negativa. Tuttavia, è possibile affermare che il numero di imprese che sarebbe dovuto uscire dal mercato è maggiore di quelle che sono effettivamente uscite e che stando ai risultati riportati dagli studi precedenti, la fuoriuscita dal mercato di queste imprese appare più lenta di quello che indicano le previsioni. Quindi, assumendo che i fondi siano allocati correttamente non si spiega il “ridotto” numero di fallimenti, rispetto alle previsioni. Conseguentemente questo ci porta a ipotizzare che le previsioni possono essersi rivelate erronee oppure che le misure di sostegno sono state utilizzate in modo eccessivo permettendo, alle imprese di restare sul mercato per più tempo rispetto a condizioni normali, il che porta maggiori evidenze

22 <https://www.cribis.com/it/approfondimenti/liquidazioni-giudiziali-dati-aziende-italiane/>

23 <https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/26/liquidazioni-giudiziali-in-italia-+7percento-rispetto-a-dicembre-2022/MTczXzlwMjQtMDItMjZfVExC>

a favore della tesi che le misure di sostegno abbiano sovracompensato gli shock economici del covid-19.

2.6 Il ruolo dei creditori nelle crisi d'impresa e nel processo di turnaround

In questo paragrafo verrà affrontata la complicata tematica del ruolo dei creditori all'interno delle fasi di ristrutturazione aziendale, facendo riferimento alle evidenze empiriche fino ad ora disponibili. Verranno dati dei cenni alle nuove procedure introdotte dal CCII ed esaminati i risultati in letteratura che confermano come il ruolo dei creditori sia importante all'interno del possibile processo di risanamento.

Nelle pubblicazioni di Andreani (2023) e Alberti (2023) presso la rivista ristrutturazioni aziendali troviamo delle considerazioni introduttive che aiutano a comprendere l'importanza dell'argomento. Andreani sostiene che nonostante le modifiche degli articoli 2086 e 2477 CC i creditori, ad esclusione delle banche, restano comunque in condizioni di non essere correttamente informati circa l'assetto dell'impresa e con riferimento alla sua pubblicazione scrive: «il presente contributo...prende atto delle forti limitazioni per i creditori esterni all'impresa nell'indagine circa le vicende aziendali» (Andreani 2023). Mentre Alberti sottolineando come all'interno del codice le procedure, mirano alla tutela dei creditori ma che nel caso del concordato in continuità, o in altri casi simili, possa persistere un conflitto di interesse tra i creditori formula la seguente ipotesi: «Possiamo partire dall'ipotesi più semplice: quella che riguarda il conflitto tra uno o più creditori o la massa dei creditori e la soluzione alternativa rispetto alla liquidazione giudiziale». La presenza di conflitto tra i creditori poiché vi in base alla tipologia di rapporto con l'impresa alcuni creditori avrebbero maggiore convenienza a procedure di insolvenza (non caratterizzate da un accordo tra i creditori), mentre altri potrebbero essere avvantaggiati da strumenti di regolazione della crisi (che implicano accordi tra i creditori). I creditori possono essere nella condizione di non conoscere la reale situazione dell'impresa e entrare in conflitto tra di loro durante le procedure che possono avvenire durante i tentativi stragiudiziali di risanare l'impresa debitrice.

La mancanza di informazioni che consentono ai creditori di compiere decisioni convenienti è una problematicità seria che viene indagata in vari studi. Occorre precisare che alcuni di questi sono stati condotti al di fuori del sistema giuridico italiano; tuttavia, alcuni si prestano bene ad essere esaminati anche in questo contesto per comprendere al meglio le dinamiche di quello che è il "nuovo" codice della crisi e dell'insolvenza.

Infatti, molti corpi normativi di altri stati presentano la possibilità di votazioni che avvengono tra creditori come: Il Regno unito, Germania, Stati Uniti, Belgio e Finlandia. (L. M. Cocco et al. 2024). Per questo si ritiene che le evidenze di questi studi possano essere utilizzate e che possano essere applicate anche in altri contesti simili. Al contrario non verranno considerate informazioni applicabili nel nostro contesto studi che si poggiano su contesti normativi dove non sono presenti votazioni da parte dei creditori. Non verranno approfonditi studi che indagano le variabili che influiscono sul risanamento aziendale in Francia, poichè la tutela dei lavoratori è preponderante rispetto a quella dei creditori. Se il contesto è quello della ristrutturazione informale è possibile utilizzare anche le evidenze Blazy et al. (2011) anche se queste sono in netta contraddizione con la letteratura esistente. In generale, appare sensato considerare ogni studio che esamina le variabili che possano influire su accordi tra debitore (impresa) e creditori in contesti simili a quello italiano.

2.7 Introduzione alle procedure del CCII.

Per argomentare maggiormente quanto detto nel paragrafo precedente con le evidenze di ricerca è necessario introdurre e spiegare il meccanismo di base di quelli che sono gli strumenti in Italia per la risoluzione delle crisi. Questo consentirà di apprezzare meglio le evidenze internazionali che si basano su sistemi di votazioni dei creditori e allo stesso tempo sarà utile per introdurre quanto verrà presentato nei dati del capitolo successivo. Un istituto sulla quale verranno esaminati i dati successivi è quello della composizione negoziata, di cui si è già introdotta la genesi nel paragrafo 2.2 del presente capitolo.

Il debitore²⁴ in situazione di crisi o insolvenza può presentare istanza di accesso alla composizione negoziata presso la camera di commercio dove ha sede legale l'impresa e richiedere la nomina di un esperto. Il presupposto soggettivo per l'accesso alla misura è che sussista una condizione di crisi o insolvenza²⁵.

La composizione negoziata non comporta o spopolamento del debitore che mantiene la gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa. La finalità dell'istituto è quello di agevolare le trattative con i creditori tramite la figura dell'esperto. (Manente 2024).

²⁴ In questa situazione si può sostituire alle parole impresa o imprenditore.

²⁵ Come introdotto nella sezione 1.2.2 del Capitolo 1 l'insolvenza può essere reversibile.

Il funzionamento è disciplinato dall'articolo 17 CCII che indica una serie di obblighi da parte del debitore il quale deve comunicare: gli ultimi 3 bilanci approvati o una situazione economico- patrimoniale e finanziaria aggiornata di non oltre 60 giorni; il progetto di risanamento e una relazione chiara e sintetica dell'attività dell'impresa; l'elenco dei creditori; altri documenti relativi ai debiti verso creditori pubblici qualificati; un estratto delle informazioni presenti in centrale rischi.

L'esperto, dopo avere convocato il debitore, deve valutare se vi siano concrete prospettive di risanamento. Qualora l'esperto ritenga che vi siano delle prospettive per il risanamento allora fissa degli incontri con le parti interessate per valutare ipotetiche strategie, al contrario se l'esperto ritiene che non vi siano prospettive di risanamento lo comunica all'imprenditore e alla camera di commercio e di conseguenza il debitore non può richiedere nuovamente l'accesso alla procedura.

La composizione negoziata è considerata una procedura che deve essere celere; infatti, ha una durata che non può superare 180 giorni e si considera automaticamente conclusa indipendentemente dal fatto che si siano trovati accordi o questi siano ancora in definizione. Tuttavia, può essere concessa una proroga di ulteriori 180 giorni e qualora lo richiedano i creditori o l'imprenditore, sotto il consenso dell'esperto.

Appare opportuno indicare che durante la procedura il debitore può chiedere l'ottenimento di misure protettive del patrimonio nei confronti di tutti i creditori (Art. 18CCII), queste possono essere richieste con istanza successiva oppure nella stessa con la quale si fa richiesta di entrare nella procedura. Queste hanno una durata massima di 12 mesi²⁶ e servono per agevolare le trattative tra i creditori.

Indipendentemente dall'esito delle trattative: ossia un ipotetico successo qualora venga trovato una o più soluzioni che consentano all'impresa di non uscire dal mercato; insuccesso qualora non vengano trovate soluzioni idonee. Il codice mette a disposizione una serie di possibili epiloghi alla conclusione delle trattative, per fronteggiare la crisi o insolvenza aziendale indicati sommariamente dall'Art. 23 CCII. Alcune di queste condurranno l'impresa all'uscita dal mercato altre invece permetteranno la sua continuità.

²⁶ Quindi 180 giorni più ulteriori 180 giorni qualora venga richiesta una proroga della durata della composizione negoziata (Art. 17 comma 7 CCII).

La particolarità è che si basano tutte, tranne la liquidazione giudiziaria, su “accordi”²⁷ tra il debitore e i creditori. Le parti interessate possono alternativamente concludere:

| Possibili soluzioni ex-Art 23. | |
|--------------------------------|---|
| 1) | Un contratto con uno o più creditori |
| 2) | Convenzione di moratoria |
| 3) | Un accordo sottoscritto dal debitore, creditori con la sottoscrizione dell'esperto che dà atto che il piano appare coerente con la crisi dell'impresa |
| 4) | Predisporre il piano attestato di risanamento |
| 5) | Domandare l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti |
| 6) | Concordato semplificato |
| 7) | Ricorrere ad altri strumenti della crisi |
| - | Piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione |
| - | Concordato preventivo (in continuità o meno) |
| - | Liquidazione giudiziaria. |

Tabella 4: Esiti della composizione negoziata.

Le soluzioni proposte non implicano necessariamente che il debitore e il creditore abbiano trovato un “accordo”, ma indicano solamente i possibili sbocchi che possono esserci dopo avere intrapreso la composizione negoziata (infatti non vi è l'obbligo di intraprendere una di queste) ma indicano le soluzioni che vengono proposte dal legislatore.

Ulteriore distinzione che può essere fatta è quella basata sugli interventi da parte del tribunale, le procedure elencate possono essere divise come stragiudiziali o extragiudiziali e giudiziali. Quelle giudiziali necessitano l'intervento del tribunale durante il loro funzionamento, le altre invece non necessitano l'intervento del tribunale.

In particolare, sono considerate come stragiudiziali: il contratto con uno o più creditori, la convenzione di moratoria, l'accordo sottoscritto dal debitore e i creditori con la sottoscrizione da parte dell'esperto, il piano attestato di risanamento. Mentre sono da considerarsi procedure giudiziali: l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti, il concordato semplificato, accordi di ristrutturazione dei debiti, il concordato preventivo e la liquidazione giudiziaria. Seguirà una breve descrizione di ognuno dei possibili sbocchi della composizione negoziata così come previsto dall'Art 23 CCII.

Il contratto tra uno o più creditori se da solo riesce a rimediare alla situazione di crisi fa scattare il termine della procedura e l'esperto dovrà richiedere l'archiviazione

²⁷ In questo caso la parola non è usata per indicare la procedura specifica “un accordo scritto..” ma per indicare che si potrebbe optare per una alternativa tra quelle proposte.

dell'istanza, tale contratto sarà idoneo solamente se assicurerà la continuità aziendale per un periodo non inferiore ad almeno due anni.

La convenzione di moratoria una volta che questa viene accordata produce gli effetti dell'articolo 62 CCII e blocca per un determinato periodo le procedure esecutive, l'utilità di questa misura è quella di disciplinare in via provvisoria gli eventi della crisi, tale misura infatti viene considerata una "misura ponte" (Manente 2022) alla quale ne dovranno seguire altre ma utile in virtù degli accordi futuri.

La conclusione dell'accordo in una prima analisi appare simile alla conclusione del contratto; tuttavia, vi sono degli elementi di differenziazione, in quanto l'accordo prevede l'esenzione di reati di bancarotta²⁸ e l'esenzione di dell'azione revocatoria²⁹ relativa alla vendita di immobili.

Il piano attestato di risanamento è destinato all'imprenditore commerciale non minore e anche questo presenta l'esenzione per i reati di bancarotta e l'esenzione dall'azione revocatoria. Il piano ha ragione di essere solo al fine di garantire la continuità all'impresa, non sarebbe quindi possibile predisporre un piano attestato di risanamento con finalità meramente liquidatorie (Manente 2022), parte fondamentale del processo è che il piano debba essere approvato da un professionista indipendente, quindi un ulteriore soggetto

²⁸ Il testo distingue tra bancarotta fraudolenta e bancarotta semplice, il riferimento è agli articoli 322 e 323 del CCII. Una definizione di bancarotta non è data di concreto ma viene definita tramite le azioni indicate negli articoli si può dire che la bancarotta fraudolenta si concretizza quando l'imprenditore «a) ha distratto, occultato, dissimulato, distrutto o dissipato in tutto o in parte i suoi beni ovvero, allo scopo di recare pregiudizio ai creditori, ha esposto o riconosciuto passività inesistenti; b) ha sottratto, distrutto o falsificato, in tutto o in parte, con lo scopo di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto o di recare pregiudizi ai creditori, i libri o le altre scritture contabili o li ha tenuti in guisa da non rendere possibile la ricostruzione del patrimonio o del movimento degli affari.» invece la bancarotta semplice si concretizza quando: «a) ha sostenuto spese personali o per la famiglia eccessive rispetto alla sua condizione economica; b) ha consumato una notevole parte del suo patrimonio in operazioni di pura sorte o manifestamente imprudenti; c) ha compiuto operazioni di grave imprudenza per ritardare l'apertura della liquidazione giudiziale; d) ha aggravato il proprio dissesto, astenendosi dal richiedere la dichiarazione di apertura della propria liquidazione giudiziale o con altra grave colpa; e) non ha soddisfatto le obbligazioni assunte in un precedente concordato preventivo o liquidatorio giudiziale.

²⁹Il codice contiene la disciplina alla sezione IV del titolo V, si può dire che si tratta di azioni volte a rendere inefficaci determinati comportamenti del debitore che possano avere recato pregiudizio alla massa dei creditori, l'azione ha l'obiettivo di ricostituire la situazione patrimoniale a beneficio dei creditori.

rispetto all'esperto. Inoltre, il piano deve rispettare le prescrizioni contenute nell'articolo 56. Il piano deve avere una data certa, devono essere indicata la situazione patrimoniale ed economico-finanziaria dell'impresa, devono essere indicate le cause della crisi e il piano per risanare l'impresa. Inoltre, devono essere indicati i creditori con la quale si vuole negoziare, l'eventuale apporto di nuova finanza³⁰ i tempi di realizzazione delle iniziative adottate, un piano industriale ed i suoi effetti sul piano finanziario con l'inclusione dei tempi stimati per riassicurare l'equilibrio della situazione economico-finanziaria. È ritenuto considerare il piano attestato di risanamento una procedura non appartenente a quelle concorsuali³¹, infatti è possibile derogare anche la *par condicio creditorum*³².

L'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti è un'ulteriore possibilità offerta all'impresa. La fase di omologazione avviene davanti al tribunale per questo motivo questa è considerata una procedura giudiziaria, anche questo accordo gode delle esenzioni descritte in precedenza ed è disciplinato dagli articoli 57, 61 e 64 CCII nonché da norme di carattere processuale³³. È dedicata all'imprenditore non commerciale ma non minore³⁴, la sua finalità può essere duplice: liquidatoria e in continuità, purché vi sia il soddisfacimento dei creditori. L'accordo deve contenere almeno il 60% dei crediti, qualora vi siano soggetti che non aderiscono vi deve essere un piano che preveda il

³⁰ Prededucibile e richiesta secondo l'art 99 CCII.

³¹ All'interno del codice non vi è una definizione, la parola "concorsuale" è frutto dell'elaborazione della giurisprudenza e della dottrina. Hanno carattere concorsuale tutte le procedure che: investono l'universalità dei beni del debitore; interessano la generalità dei creditori attraverso la *par condicio creditorum*; sono officiose ovvero avvengono davanti l'autorità giudiziaria o autorità amministrativa; determinano lo spossessamento dei beni del debitore; divieto delle azioni esecutive e cautelari dei singoli creditori. (Manente 2022).

³² Principio per il quale i creditori del debitore debbano essere trattati equamente, in base all'ordine di priorità stabilito dalla legge.

³³ Non verranno approfondite all'interno della trattazione, per approfondimenti vedesi: Manente, D. (2024), *Lineamenti di diritto della crisi d'impresa*. Cedam.

³⁴ Nell' Art. 2 lettera d CCII troviamo la definizione. «l'impresa che presenta congiuntamente i seguenti requisiti: 1) un attivo patrimoniale di ammontare complessivo annuo non superiore ad euro trecentomila nei tre esercizi antecedenti la data di deposito della istanza di apertura della liquidazione giudiziale o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore; 2) ricavi, in qualunque modo essi risultino, per un ammontare complessivo annuo non superiore ad euro duecentomila nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di apertura della liquidazione giudiziale o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore; 3) un ammontare di debiti anche non scaduti non superiore ad euro cinquecentomila»

pagamento di tali debiti entro 120 giorni dall'omologazione se i crediti sono scaduti o entro 120 giorni dalla scadenza. Vi è sempre la figura del responsabile indipendente che deve attestare la fattibilità del piano che deve essere redatto con gli stessi contenuti piano attestato di risanamento previsti dall'articolo 56 CCII. Non vi è l'obbligo del rispetto della par condicio creditorum, poiché i creditori verranno suddivisi in base a categorie omogenee in base alla posizione giuridica e gli interessi economici, tuttavia, occorre che i crediti dei creditori aderenti appartenenti alla categoria rappresentino il settantacinque per cento di tutti i creditori appartenenti alla categoria.

Per ora sono stati esaminati strumenti che garantiscono all'impresa di non essere liquidata e presuppongono che si siano individuate strategie in grado di soddisfare i creditori. La prossima misura è il concordato semplificato e ha finalità puramente liquidatorie. Può essere utilizzato solamente dopo essere entrati nella composizione negoziata e non avere ottenuto esiti positivi, ovvero non avere raggiunto nessuna tipologia di soluzione con i creditori. Il concordato semplificato costituisce elemento preferenziale rispetto ad altre procedure liquidatorie e solitamente il debitore è portato ad optare per questo tipo di procedura purché non arrechi pregiudizio³⁵ ai creditori rispetto alla liquidazione giudiziale; infatti, in questa procedura è presente la par condicio creditorum e anche per questo motivo è ritenuta dagli interpreti una nuova procedura concorsuale. (Manente 2022)

Il concordato preventivo è una procedura concorsuale volontaria alla quale possono aderire gli imprenditori commerciali non minori che si trovino in situazioni di crisi o insolvenza. È possibile qualora garantisca un soddisfacimento ai creditori in misura non minore di quanto garantirebbe la liquidazione giudiziale. Vi possono essere due tipologie di concordato: quella in continuità che si suddivide in diretta e indiretta; quella liquidatoria.

La continuità diretta si verifica quando, la continuazione dell'impresa è svolta dallo stesso imprenditore che presenta la richiesta di concordato, mentre la continuità indiretta avviene qualora sia prevista la continuità aziendale ma garantita da un soggetto diverso

³⁵ Può essere interessante osservare che in questa formulazione non compare la frase "essere più conveniente rispetto" che tipicamente il legislatore ha utilizzato, ma invece compare il non recare pregiudizio che è essenzialmente un concetto diverso rispetto alla convenienza.

dall'imprenditore che ha richiesto il concordato. In questo tipo di concordati vengono tutelati maggiormente i lavoratori «La continuità aziendale tutela l'interesse dei creditori e preserva, nella misura possibile, i posti di lavoro.» (Art. 84 CCII comma 2).

Il concordato in continuità non necessita di una soddisfazione dei creditori, dal prodotto dell'attività dell'impresa(futura), ma ad ogni creditore viene fatta una proposta che può riguardare il pagamento del debito anche con altre fonti, purché vengano individuate e queste siano economicamente valutabili (Art 83 CCII). I creditori devono obbligatoriamente essere divisi in classi tenendo conto delle cause legittime di prelazione e vige la regola della priorità assoluta, che impedisce la soddisfazione dei creditori di rango inferiore se non sono soddisfatti prima tutti i creditori di rango superiore. Invece il plusvalore della continuità aziendale segue la regola della priorità relativa, ossia i creditori in una determinata classe devono ricevere un trattamento pari ai creditori nella stessa classe e superiore al trattamento dei creditori nella classe inferiore. Il che agevola i creditori dotati di minori garanzie a preferire un concordato in continuità (Manente 2022).

Il concordato liquidatorio mira al soddisfacimento dei creditori con il patrimonio dell'impresa tuttavia presenta un importante elemento di differenziazione rispetto alla liquidazione giudiziale: il debitore deve mettere a disposizione risorse aggiuntive, rispetto a quelle rappresentate dal patrimonio dell'impresa, tali risorse devono essere almeno il 10% rispetto al patrimonio dell'impresa e devono assicurare il pagamento dei creditori privilegiati e chirografari per almeno il 20% dei loro crediti anche in deroga alla par condicio creditorum.

La liquidazione giudiziale prende posto del fallimento all'interno del codice, il legislatore ha ritenuto idoneo un cambio di terminologia, volto a migliorare l'immagine dell'imprenditore e a ridurre lo stigma associato alla parola "fallito". È dedicata all'imprenditore commerciale non minore. Il presupposto oggettivo per l'accesso alla liquidazione giudiziale è l'insolvenza; quindi, a differenza di tutte le altre procedure non è una via praticabile possibile per le imprese solo in crisi. Questa procedura prevede il ricorso a nuove figure, quella del curatore fallimentare e quella del comitato dei creditori. Il curatore ha il compito di amministrare il patrimonio durante la liquidazione ed il comitato di vigilare sul suo operato. In questo tipo di procedura l'imprenditore perde la disponibilità dei propri beni. il patrimonio viene cristallizzato e dovrà essere

ripartito tra i creditori seguendo la regola della par condicio creditorum e delle clausole legittime di prelazione. Ulteriore elemento di differenziazione rispetto alle altre procedure è che durante la liquidazione trova applicazione l'istituto della revocatoria. Va sottolineato che l'attività dell'impresa non deve necessariamente interrompersi, l'Art. 211 CCII sancisce come sia possibile che qualora il curatore lo ritenga idoneo, che l'impresa continui ad operare qualora non arrechi pregiudizio ai creditori. La finalità resta quella liquidatoria ma è possibile continuare l'attività se si ritiene che questo possa migliorare la soddisfazione dei creditori.

Per ultimo si vuole presentare il piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione. Questo tipo di istituto rappresenta una novità rispetto al passato ed è stato introdotto dal recepimento di regole di carattere Europeo dal decreto Insolvency. È una procedura di carattere giudiziario e volontaria anche questa è dedicata all'imprenditore commerciale non minore che si trova in situazione di crisi o insolvenza. La disciplina non è di carattere concorsuale secondo l'interpretazione maggioritaria ma può essere interpretata come una nozione di "moderna procedura concorsuale" o accomunato al concordato preventivo (Manente 2024). L'imprenditore mantiene l'autonomia sull'impresa in modo analogo a quando si è durante la procedura di composizione negoziata. I creditori vengono suddivisi in classi e non vi è l'obbligo di rispettare le clausole legittime di prelazione; tuttavia, è necessaria l'approvazione di tutte le classi con criteri di maggioranza ed è necessario che i creditori dissenzienti debbano avere quanto meno lo stesso grado di soddisfazione rispetto alla liquidazione giudiziale.

Questo paragrafo non vuole essere una riesamina esaustiva delle procedure; tuttavia, mira a gettare le basi giustificare l'utilizzo di studi che analizzano le decisioni dei creditori se debbono essere portati a votare oppure ad utilizzare strumenti che consentono di risolvere soluzioni con singoli creditori, come per esempio potrebbe essere il contratto, il piano attestato di risanamento o un accordo soggetto ad omologa.

2.8 Le strategie dell'impresa

Per una trattazione completa, prima di passare alle evidenze empiriche relative al rapporto tra creditori, impresa e le strategie attuate dal management si vuole dare una

riesamina di quelle che solitamente sono il ventaglio di azioni che possono essere intraprese con le finalità di ristrutturare l'impresa.³⁶

- Cambiamenti nel management:

I cambiamenti del management sono largamente considerati come un prerequisito essenziale nei turnaround di successo, considerando che le banche ed i creditori continueranno a supportare l'impresa solo se sono fiduciosi che il management sappia gestire la crisi, un cambiamento ai vertici dell'impresa è visto come un riscontro pratico che è stato fatto qualcosa di positivo per risolvere attivamente le condizioni dell'impresa. (Sudarsanam e Lai, 2007)

- Ristrutturazione operativa:

Tale strategia si avvale di due fasi principali: Efficientamento e cambiamento strategico. L'efficientamento prevede che vi sia una dismissione degli asset che sono meno produttivi, può comportare dismissioni del personale e/o la riduzione di costi cercando di aumentare i margini, questa componente della strategia viene definita come "strategia antiincendio" ed ha la finalità di riportare l'impresa ad un livello sufficiente di flusso di cassa per continuare la sua attività. L'efficientamento è considerato necessario ma non costituisce condizione sufficiente per la sostenibilità a lungo termine dell'impresa. Per questa ragione devono essere effettuati anche revisioni strategiche rilevanti.

- Ristrutturazione delle attività:

Questa strategia appare simile alla precedente, tuttavia si differenzia per le finalità. Mentre la ristrutturazione operativa viene definita come una strategia a breve termine, con la ristrutturazione delle attività si mette in atto la visione strategica di lungo periodo. Infatti, è opportuno adottare disinvestimenti in attività considerate non profittevoli e investire in attività, che possono essere nuovi rami d'impresa oppure attrezzature per migliorare quelle già presenti o restanti che non sono state disinvestite. La sua finalità, quindi, è quella di riacquisire un vantaggio competitivo rispetto al settore di appartenenza. (Sudarsanam e Lai, 2007)

- Ristrutturazione finanziaria:

³⁶ In questo caso si decide di inserire una lista delle azioni note e descritte in letteratura relative alle azioni intraprese dalle imprese in momento di crisi. A questi fini non saranno introdotte le evidenze relative al comportamento dei creditori, che invece saranno espone nel paragrafo successivo.

Questa strategia si concentra sulla struttura finanziaria dell'impresa con la finalità di ridurre la pressione del debito. Si può dividere in due sottogruppi: le strategie basate sul patrimonio, le strategie basate sul debito. Le prime comprendono l'omissione o i tagli sui dividendi oppure una nuova offerta pubblica al fine di raccogliere capitale. Le seconde si basano sulla riduzione o rimodulazione del debito. Gilson (1989, 1990) individua tre azioni che generalmente vengono intraprese: riduzione degli interessi o del capitale sottoforma di debito, slittamento delle scadenze e conversione del debito-capitale.

2.9 Le evidenze empiriche

In questo paragrafo si cercherà di indicare quali sono le variabili e le azioni che consentano alle imprese di effettuare una ristrutturazione/turnaround di successo.³⁷

Nel contesto della crisi le imprese si possono suddividere in due categorie: quelle non vitali (in difficoltà economica) e quelle che invece sono vitali ma in temporanea difficoltà finanziaria. (Franks and Torous 1992). Sulla base di queste considerazioni la ricerca si è trovata ad affrontare il problema di come differenziare le une dalle altre, ciò si realizza anche attraverso l'analisi dei fattori che hanno influenzato il successo delle ristrutturazioni aziendali³⁸. Come citato in precedenza, le evidenze empiriche suggeriscono una serie di risultati che si pensa essere generalmente applicabili anche al contesto italiano. Secondo Denis and Rodgers (2007) emerge che le imprese più piccole hanno maggiori possibilità di portare a termine con successo una ristrutturazione aziendale³⁹ in un tempo significativamente più breve rispetto alle imprese di maggiori dimensioni. Inoltre, il margine operativo del settore e delle specifiche imprese prima dell'immissione in procedura è risultato decisivo per determinare la riorganizzazione.⁴⁰ In particolare, le imprese che operano in settori con margini elevati hanno maggiore probabilità di essere riorganizzate sotto la condizione che il loro margine prima di entrare in procedura non fosse negativo o che fosse nel quartile minore del settore. La strategia di riorganizzazione volta alla riduzione delle attività e delle passività appare quella che meglio incrementa le possibilità di una riorganizzazione efficace. Secondo i risultati degli

³⁷ Il successo del turnaround consiste nel riportare l'azienda allo stesso livello di performance di prima della sua sofferenza. (Sudarsanam e Lai, 2007)

³⁸ Sia private sia in corte

³⁹ Lo studio prende in considerazione la procedura americana Chapter 11.

⁴⁰ Mentre non si presenta decisivo per le decisioni di acquisizione delle stesse.

autori anche la struttura del capitale dell'impresa può influenzare l'esito delle procedure: le imprese con un valore contabile di indebitamento più elevato hanno maggiori probabilità di ristrutturarsi. Quest' ultimo risultato può sembrare controintuitivo, in realtà ci sono anche altri studi che confermano questo tipo di conclusione⁴¹, ciò suggerisce che i creditori sembrano maggiormente propensi a votare per non liquidare l'impresa tanto quanto il debito sia maggiore. È evidente che la situazione di tensione finanziaria generalmente implica che in un contesto di liquidazione non tutti i creditori verranno soddisfatti integralmente (Blazy et al. 2014). Potremmo argomentare che i creditori preferiscono tentare di recuperare una parte maggiore della loro esposizione tentando la strada della riorganizzazione piuttosto che ottenere un minore introito dalla liquidazione. La seguente considerazione non è testata dall'analisi ma sembrerebbe che qualora il debito sia elevato rispetto al potenziale valore di recupero, il rischio legato alla perdita totale del credito, possa essere ritenuto preferibile ad un rientro parziale dell'esposizione, indipendentemente dalla priorità data ai creditori privilegiati. Denis and Rodgers esaminano anche la probabilità che l'impresa possa incorrere "situazioni di difficoltà" dopo la riorganizzazione e scoprono anche che il periodo post riorganizzazione è maggiormente caratterizzato da difficoltà qualora le imprese appartengono a settori "deboli"⁴² e che hanno avuto una procedura di riorganizzazione durata poco tempo. Lo studio di Denis and Rodgers si concentra prevalentemente su imprese che hanno partecipato alla procedura di "fallimento" americana (Chapter 11), il contesto è quello di una procedura giudiziaria paragonabile a quello che è l'attuale "Concordato preventivo" del CCI⁴³, altri studi si sono concentrati maggiormente sulle caratteristiche che differenziano le imprese che decidono di ristrutturare il debito con procedure "private" o "stragiudiziali", tra cui lo studio condotto da Gilson, C.S. et al. (1990). I risultati indicano che le imprese maggiormente caratterizzate da asset intangibili sono incentivate alla negoziazione privata di ristrutturazione piuttosto che utilizzare la procedura giudiziale. Qualora vi siano molte classi di creditori la via di negoziazione

⁴¹ Tali studi sono: Hotchkiss (1995), Maksimovic e Phillips (1998).

⁴² Nello studio i settori deboli sono quelli con una marginalità minore.

⁴³ Per ulteriori approfondimenti si veda: Pappalettera, F. (2024). Creditors' treatment under the new Italian "Concordato Preventivo" and directive (EU) 2019/1023: A comparison with chapter 11. *International Insolvency Review*, 33(3), 361–379. iir.154

privata appare meno utilizzata rispetto al Chapter 11. Questo è coerente con l'aspettativa per cui un maggiore numero di creditori si traduca in un maggiore numero di interessi che possono entrare in conflitto tra di loro tali da rendere procedure private inefficaci ai fini di sanare la crisi d'impresa. Tale considerazione è coerente con quanto riportato da Andreani (2023), riguardo il possibile conflitto di interessi che intercorre tra i creditori. Secondo Gilson et al. una spiegazione plausibile di questo fenomeno è che qualora un creditore non dovesse prendere parte all'accordo avrebbe la possibilità di indurre l'impresa verso procedure fallimentari e questo è tanto più probabile tanto aumenta il numero di creditori. Lo studio evidenzia anche che la possibilità di ristrutturazione del debito avvenga privatamente aumenta anche qualora il debito sia detenuto da banche. Questo è spiegato dagli autori da una molteplicità di fattori: una prima spiegazione è che la ristrutturazione privata è generalmente meno costosa rispetto a quella formale⁴⁴; una seconda considerazione è relativa alla posizione di favore che le banche possiedono rispetto agli altri creditori. Lo studio sostiene che le banche sono in possesso di maggiori informazioni rispetto agli altri creditori⁴⁵ e queste riducono le asimmetrie informative il che le facilita al raggiungimento di accordi a condizioni che tengono conto dell'effettiva rischiosità dell'operazione.

Vi sono altri studi che confermano quanto precedentemente descritto, concentrandosi sulle PMI spicca lo studio condotto da Collet, N. et al. (2014), il paper rispetto alle precedenti citazioni è più attuale ma non mutano i risultati di massima: questo studio è concentrato sulle caratteristiche "endogene" delle imprese e su quelle "esogene" del mercato di riferimento, che influiscono sulle probabilità di ristrutturazione e sulle strategie che risultano caratteristiche di imprese che hanno compiuto con successo un processo di ristrutturazione. In accordo con Denis and Rodgers (2007) gli autori confermano che le condizioni delle imprese prima della entrata nella procedura di ristrutturazione influiscono sui risultati attesi e che anche l'ambiente di riferimento è

⁴⁴ Questa considerazione si applica tanto ai creditori quanto ai debitori, in senso lato, non limitandosi esclusivamente a quelli bancari.

⁴⁵ Altri studi sostengono questo, tra cui alcuni hanno indagato come l'aspetto relazionale guidi le decisioni e incrementi le possibilità di concludere accordi di ristrutturazione, si veda: Hoshi T., A. Kashyap, D. Scharfstein [1990]. "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, 27, 67-88.

importante. I fattori che influiscono positivamente sulle possibilità di ristrutturazione sono: il taglio dei costi, l'incremento dei flussi di cassa e il ridimensionamento dell'impresa, mentre quelli che influiscono negativamente sono un ambiente microeconomico avverso e una cattiva gestione da parte del management. Le azioni maggiormente importanti da intraprendere secondo gli autori sono legate alla riduzione dei costi e al ridimensionamento enfatizzando come altre ricerche confermino questi risultati⁴⁶, viene riportato che nel caso nelle PMI i soggetti che maggiormente influenzano il ridimensionamento siano banche. Il "poor management" viene considerato significativo solamente nei casi di insuccesso delle azioni di ristrutturazione gli autori evidenziano come potrebbe essere utile un cambiamento del management per mettere in atto azioni efficaci, le loro affermazioni sono largamente confermate in letteratura.⁴⁷ Per comprendere adeguatamente gli effetti delle strategie e come queste possano portare al successo il percorso di risanamento vi sono ulteriori evidenze sostenute dallo studio condotto da Sudarsanam e Lai (2001), lo studio in parte conferma i risultati precedentemente esposti riguardo alle strategie e permette di approfondire l'analisi. Gli autori si concentrano prettamente sull'esaminare le strategie messe in atto dalle imprese⁴⁸, considerando le competenze del management implicitamente nelle strategie adottate nel tempo. Viene esposto come nel 50% delle casistiche esaminate nello studio le imprese adottino la strategia del ridimensionamento. Inoltre, è riscontrato che circa il 33% delle imprese comincia a ridurre il patrimonio nell'anno della crisi. Nel campione, durante il primo anno, non si rivelano differenze significative tra le strategie messe in atto dalle imprese che hanno concluso con successo il turnaround rispetto a quelle che invece non hanno avuto successo. Durante gli anni successivi si evidenzia un cambiamento delle strategie tra le imprese che si sono ristrutturate con successo e quelle che non lo hanno fatto: le prime implementano strategie maggiormente volte al

⁴⁶Tra cui: Cater and Schwab (2008); Michael and Robbins (1998); Grinyer, Mayes, and McKiernan (1990).

⁴⁷ Questi studi associano il cambiamento di management a processi di ristrutturazione di successo: Argenti 1976; Schendel, Patton, and Riggs 1976; Hofer 1980; Bibeault 1982; Slatter 1984; Colino 1986; O'Neill 1986; Thie'tart 1988; Grinyer, Mayes, and McKiernan 1990; Stopford and Baden-Fuller 1990; Thain and Goldthorpe 1989a, 1989b; Arogyaswamy, Barker, and Yasai-Ardekani 1995; Slatter and Lovett 1999; Schiuma, Lerro, and Sanitate 2008)

⁴⁸Le strategie esaminate sono: Managerial restructuring, Operational restructuring, Asset restructuring, Financial restructuring.

mercato di riferimento; le seconde si concentrano in strategie “antiincendio” come il taglio dei dividendi, vendita di attività e ulteriori ridimensionamenti. Il pattern comportamentale suggerisce che le imprese “riabilitate” adottano strategie più lungimiranti delle “non riabilitate” (Sudarsanam e Lai, 2001). Gli autori spiegano l’insistenza del management di perseguire in strategie antiincendio durante gli anni successivi al primo, come fatto derivante dalla inefficacia delle azioni avvenute nel primo anno. Considerando che non ci sono differenze significative riguardo le azioni delle imprese che si sono salvate da quelle che invece non si sono salvate gli autori ipotizzano, in accordo con la letteratura presentata in questo paragrafo, che l’ambiente competitivo di riferimento, il settore in cui l’impresa opera e la qualità del management⁴⁹ possano essere variabili chiave per la determinazione del successo o meno.

⁴⁹ Intesa come qualità delle azioni attuate.

Capitolo 3
La Composizione Negoziata in Italia ed in Veneto

Introduzione

Il presente capitolo si pone un duplice obiettivo, in primis quello di presentare al lettore i dati relativi al funzionamento della composizione negoziata e in secondo luogo di presentare anche l'importanza dell'analisi conclusiva di questa tesi.

L'inserimento di questi dati è propedeutico per completare l'argomento e le discussioni teoriche che si sono sviluppate attraverso la precedente trattazione. Si ricorda l'argomento della composizione negoziata è stato trattato sotto varie sfaccettature all'interno del capitolo 2, in particolare, nei paragrafi: 2.2, 2.3, 2.6 e 2,7 in cui si sono introdotte rispettivamente: le modifiche tra la composizione assistita e la composizione negoziata; le difficoltà per le PMI; i rapporti con i creditori; gli strumenti messi a disposizione del CCII. All'interno di questo capitolo saranno utilizzati i dati relativi alla composizione negoziata anche per riprendere, supportati dai dati, le considerazioni svolte all'interno dei paragrafi sopracitati.

Le imprese possono accedere alla composizione negoziata dal 15 novembre 2021, da questa data sono stati raccolti dati sull'utilizzo dello strumento.

Le fonti di riferimento utilizzate per la redazione del capitolo sono: i report pubblicati da Unioncamere dal 2022 fino al 2024, i dati dell'osservatorio di Unioncamere e info camere, i dati della camera di commercio di Venezia Rovigo. Il primo report disponibile è datato 15 maggio 2022, mentre l'ultimo è risalente al novembre 2024. Unioncamere a partire da metà 2022 data mette a disposizione per ogni anno due report semestrali che contengono i dati cumulati della composizione negoziata sul territorio italiano. Per comodità si è optato di presentare i dati annuali unendo i risultati dei due report per ogni anno, tuttavia, il primo report dell'anno di riferimento contiene le osservazioni da dicembre dell'anno prima fino a maggio dell'anno di riferimento e il secondo report prende in considerazione le istanze da maggio a novembre dello stesso anno: annualizzando i dati delle due pubblicazioni semestrali non si ottengono perfettamente le istanze dell'anno di riferimento. Invece, figurano le istanze del mese di dicembre dell'anno prima e omettono quelle di dicembre dello stesso anno. È importante la precedente precisazione perché i dati relativi alla sola regione Veneto sono pubblicati in un comunicato stampa della camera di commercio di Venezia Rovigo e sono riferiti al 31 dicembre 2023. Rispetto ai dati evidenziati nell'anno 2023 relativi alla stessa regione

potrebbero esserci delle piccole discrepanze in termini di numero di istanze presentate dovuti al disallineamento temporale nella produzione dei report. Ulteriore considerazione è da farsi per i dati relativi all'osservatorio, questi contengono dati che sono annuali, ma non cumulati; quindi, si è resa necessaria una rielaborazione al fine di questa presentazione che per i motivi sopracitati potrebbe comportare lievi discrepanze con i dati "annuali" comunicati dai report. Si è deciso di utilizzare tutte e tre le fonti, perché contengono tutte informazioni differenziate e per raggiungere un maggiore grado di approfondimento nella tematica, trattandosi di una descrizione generale del fenomeno, viene tollerata una leggera discrepanza dei dati a fronte di un maggiore flusso informativo.

3.1 La Composizione Negoziata in Italia.

Nel paragrafo saranno esposti dati relativi al numero di istanze, le misure richieste dalle imprese ed i tassi di successo corredati dalle misure prescelte con i creditori.

3.2 Il numero delle istanze in Italia.

Utilizzando i dati dell'ultimo report di novembre 2024, possiamo rappresentare quelli che sono i numeri attuali della composizione negoziata e la loro distribuzione regionale, come evidenziato dalla seguente immagine.

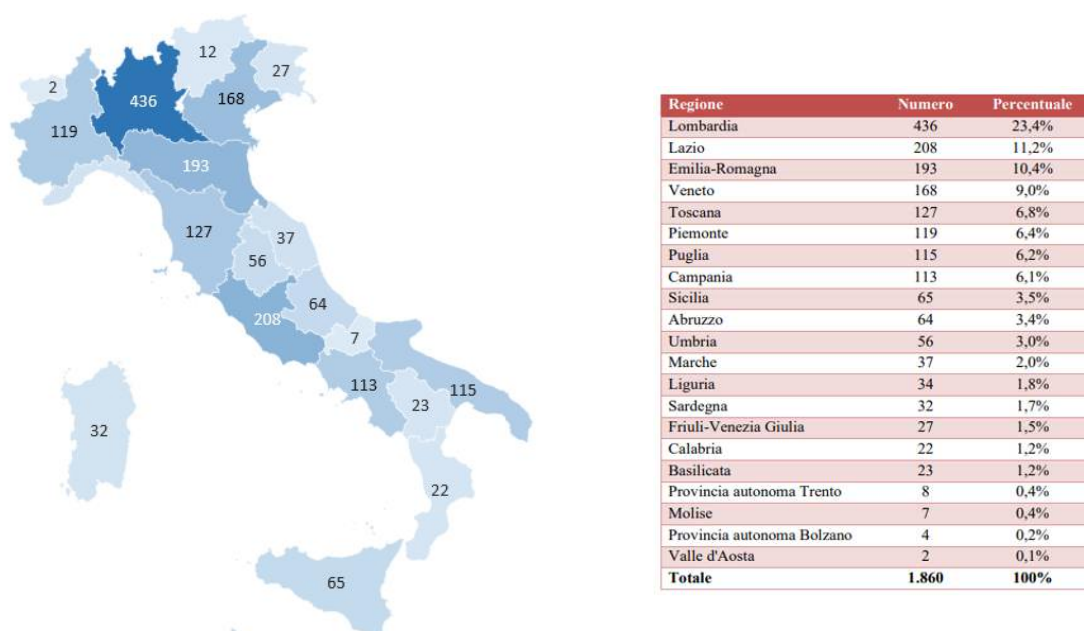


Figura 4: Istanze presentate in Italia, novembre 2024 (Fonte: rielaborazione dell'autore su dati Unioncamere nov. 2024).

Dalla tabella si osserva come le regioni: Lombardia, Lazio, Emilia-Romagna siano le prime tre regioni per numerosità delle istanze. Appare significativa la quota che ricopre la

Lombardia, da sola la regione raccoglie il 23,4% sulla totalità delle istanze presentate in Italia con notevole distacco dalle altre regioni. Il veneto si trova al 4° posto ricoprendo comunque una quota significativa (9%) di tutte le istanze presentate.

Poiché la figura 4 mostra solo la totalità dei dati si provvede a dimostrare anche come questi siano stati frutto di un processo che si protrae nel tempo. È possibile osservare della seguente tabella quello che è stato l'andamento delle istanze dal 2022 fino al 2024.

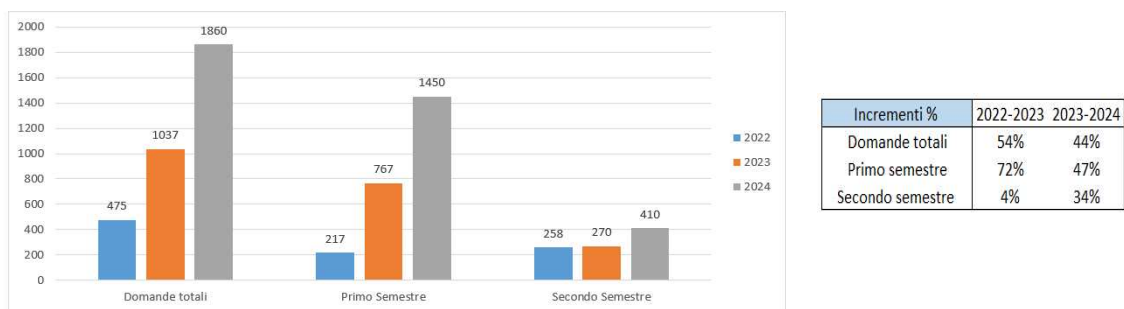


Figura 5: Andamento delle istanze in Italia, periodo 2022-2024.

(Fonte: rielaborazione dell'autore dati Unioncamere, osservatori semestrali 2022-2024)

La tabella a destra mostra l'incremento percentuale¹ mentre quella a sinistra mostra gli incrementi in valore assoluto. Nel corso degli anni la procedura sta vedendo incrementato il suo utilizzo, se nel 2022 questa aveva accumulato 475 istanze negli anni successivi queste sono aumentate in modo sostanziale, fino al raggiungimento di un totale di 1860. Nonostante gli anni di analisi siano solo 3 possiamo identificare in modo più preciso l'incremento, in particolare nel primo semestre dell'anno gli incrementi sono più marcati rispetto al secondo semestre.

3.3 Le misure richieste dalle imprese in Italia.

Al momento della presentazione dell'istanza le imprese sono tenute a rilasciare delle dichiarazioni e comunicare la volontà di accedere ad ulteriori misure².

¹ Si è reso necessario depurare i dati, poiché questi sono cumulati.

² In particolare, le misure protettive e sospensive possono essere richieste anche in momento differenti rispetto a quello in cui si presenta istanza ex Art. 18 e 20 CCII. Tuttavia, di norma avvengono contemporaneamente come suggerito nel documento: LA COMPOSIZIONE NEGOZIATA DELLA CRISI D'IMPRESA Osservatorio semestrale Sesta edizione 14 novembre 2024

| Caratteristiche | Numero | Percentuale |
|---------------------|--------|-------------|
| Mis. Protettive | 1.424 | 77% |
| Mis. Sospensive | 945 | 51% |
| Test pratico | 674 | 37% |
| Risorse finanziarie | 400 | 22% |
| Gruppi imprese | 158 | 8% |
| Sottosoglia | 94 | 5% |

Tabella 5: Le misure richieste dalle imprese in Italia. (Fonte Unioncamere nov. 2024)

I dati evidenziano come gli strumenti maggiormente utilizzati siano le Misure protettive (77%) e sospensive³ (51%), mentre al terzo posto troviamo le imprese che hanno effettuato un test pratico prima dell'accesso alla composizione negoziata. Tale test deve essere fatto per verificare preventivamente la ragionevole perseguibilità del piano di risanamento. Seppur la percentuale sia del 37% sarebbe ideale che questo numero fosse maggiormente elevato. Infatti, il test pratico consiste nel compilare un documento inserendo delle grandezze richieste, prevalentemente flussi, relative all'impresa al momento di presentazione dell'istanza. Il risultato sarà simile ad avere creato un rendiconto finanziario. In base al risultato viene consigliato un ipotetico esito e consigli che l'imprenditore dovrebbe cogliere. Il 63% delle imprese non utilizza questo strumento, il che suggerisce che l'impresa non dispone di tali dati. Si sottolinea come avere un assetto che sia almeno in grado di completare il test pratico è requisito richiesto dall'Art. 3 CCII e non essere in grado di fornire informazioni è un chiaro indizio di inadeguatezza dell'assetto amministrativo. Il che si potrebbe ripercuotere pesantemente sotto il profilo di responsabilità degli amministratori.

3.4 Gli esiti della Composizione Negoziata in Italia.

La figura 6 vuole presentare concettualmente e numericamente i possibili esiti delle imprese che fanno richiesta di partecipare alla composizione negoziate. Innanzitutto, vediamo come su 1860 domande 659 siano ancora in gestione e 104 siano state rifiutate⁴.

³«Trattasi della possibilità, per i debitori che accedono alla composizione negoziata, di disattivare le disposizioni in materia di obblighi di ricostituzione del capitale in caso di perdite di esercizio, nonché quelle sulle cause di scioglimento di cui agli artt. 2884, comma 1, n. 4) e 2545-duodecies del Codice civile.» (Osservatorio semestrale Sesta edizione 14 novembre 2024)

⁴ Rientrano in tale casistica quelle respinte dal Segretario Generale se l'impresa non provvede ad integrare, nel termine di 30 giorni dalla richiesta, la documentazione obbligatoria prevista

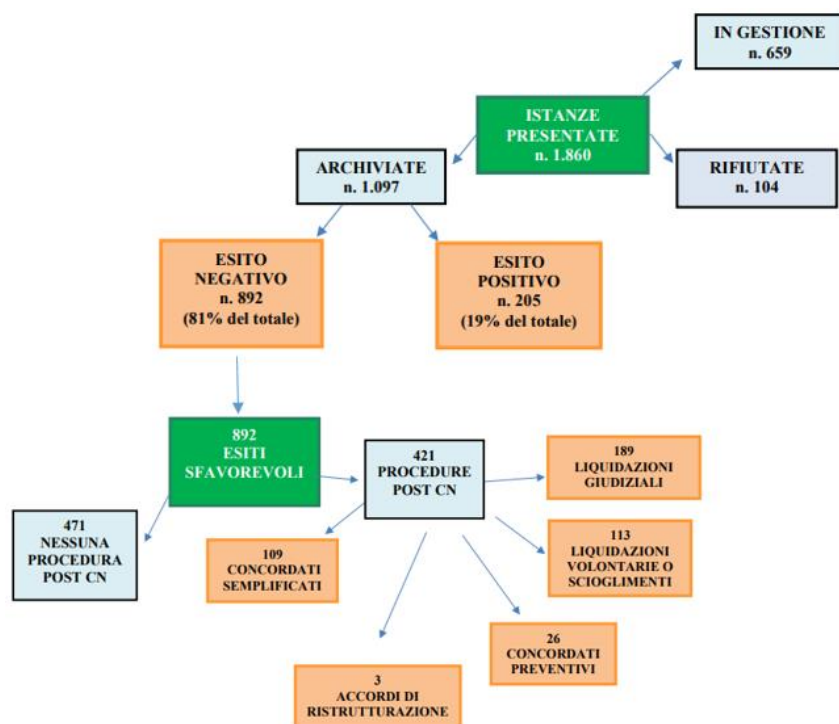


Figura 6: gli esiti delle istanze in Italia. (Rielaborazione dell'autore dei dati Unioncamere nov. 2024)

Mentre per 1097 abbiamo dati evidenti di come l'esito positivo sia relativamente basso. Solo il 19%⁵ delle imprese riesce ad ottenere un esito positivo al termine delle negoziazioni. Mentre l'81%⁶ del totale delle istanze riceve esito sfavorevole. Interessante è osservare come la maggior parte delle imprese (53,14%) dopo un esito sfavorevole della composizione negoziata non ricorra a nessun'altra procedura per fare fronte alla crisi. Questo non sarebbe stato possibile secondo la c.d. "prima versione" del codice analizzata nella sezione 2.2, in quanto l'OCRI in caso di insuccesso avrebbe suggerito procedure liquidatorie e probabilmente sarebbero uscite dal mercato più tempestivamente.

Nel restante 46,86% dei casi le imprese utilizzano ulteriori strumenti; tuttavia, quasi tutte le imprese vanno incontro a procedure liquidatorie, infatti vi sono solo 0,007% delle

dalla normativa, nonché le istanze rifiutate in applicazione dell'art. 25 quinquies del Codice della crisi e dell'insolvenza.

⁵ Calcolato come: $Tasso\ di\ successo = \frac{Istanze\ con\ esito\ positivo}{N^{\circ}\ procedure\ archivate} \%$ (vengono escluse quelle in gestione e quelle rifiutate)

⁶ È opportuno precisare che alcune delle 421 imprese che hanno fatto ricorso ad altre procedure successivamente alla chiusura della composizione negoziata hanno richiesto l'apertura di più procedimenti e, quindi, il totale delle procedure aperte non corrisponde al totale delle imprese con archiviazione negativa

imprese riesce a concludere accordi di ristrutturazione. Non è da escludere che una parte delle 26 imprese che abbiano partecipato a concordati preventivi siano riusciti ad ottenere un concordato in continuità, ma su questo non vi sono dati disponibili per dirlo con certezza. Per quanto riguarda i casi in cui la composizione negoziata va a buon fine viene presentato il seguente grafico.

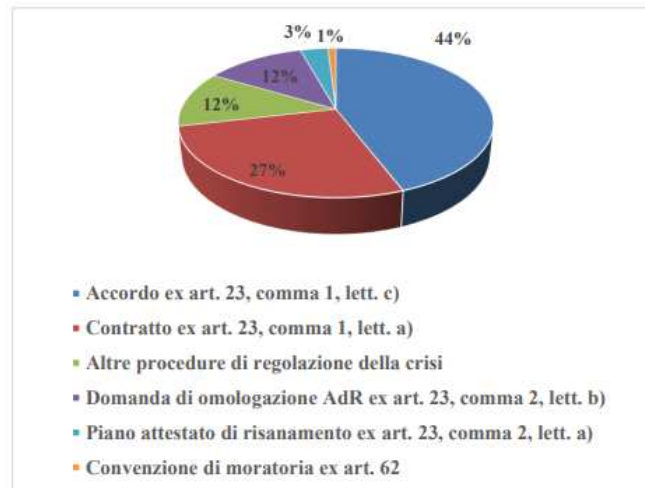


Figura 7: Le misure utilizzate nelle procedure concluse con successo in Italia. (Fonte Unioncamere nov. 2024)

L'accordo rappresenta lo strumento maggiormente utilizzato con 90 casi, a seguire il contratto con uno o più creditori con 56 casi. La richiesta di omologazione dei debiti da parte del tribunale e l'accesso ad altre procedure di regolazione della crisi sono utilizzate entrambe in 25 casi. Il piano attestato di risanamento con 7 casi e la convenzione di moratoria con 2 casi si confermano soluzioni residuali.

Come detto in precedenza la maggior parte delle istanze ha esito negativo (81%), in figura 8 viene mostrato un grafico a torta in cui sono rappresentate le motivazioni.

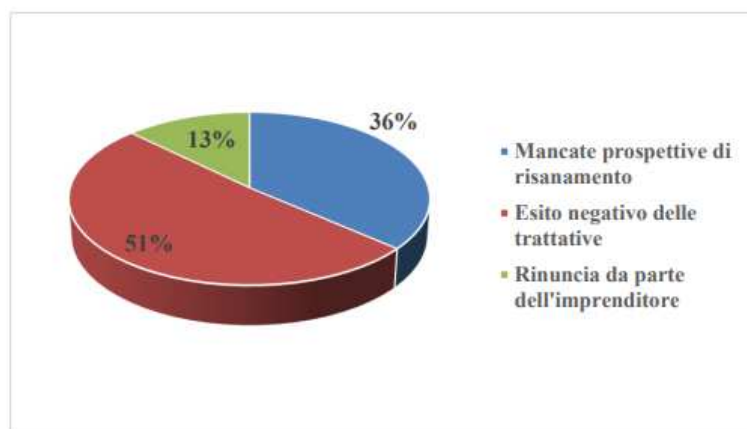


Figura 8: Motivazioni degli esiti negativi in Italia. (Fonte Unioncamere nov. 2024)

Possiamo individuare che più della metà delle volte la composizione negoziata non si conclude con esito positivo per il mancato esito delle trattative (51%), tale dato deve fare

riflettere sul ruolo che hanno le decisioni prese dai creditori. Il 36% delle volte non vi sono reali prospettive di risanamento. Come argomentato in precedenza Tale numero potrebbe essere ridotto preventivamente se le imprese ricorressero maggiormente al test pratico. Legato ai successi della composizione negoziata, si vuole rappresentare in forma tabellare il tasso di successo per ogni regione⁷.

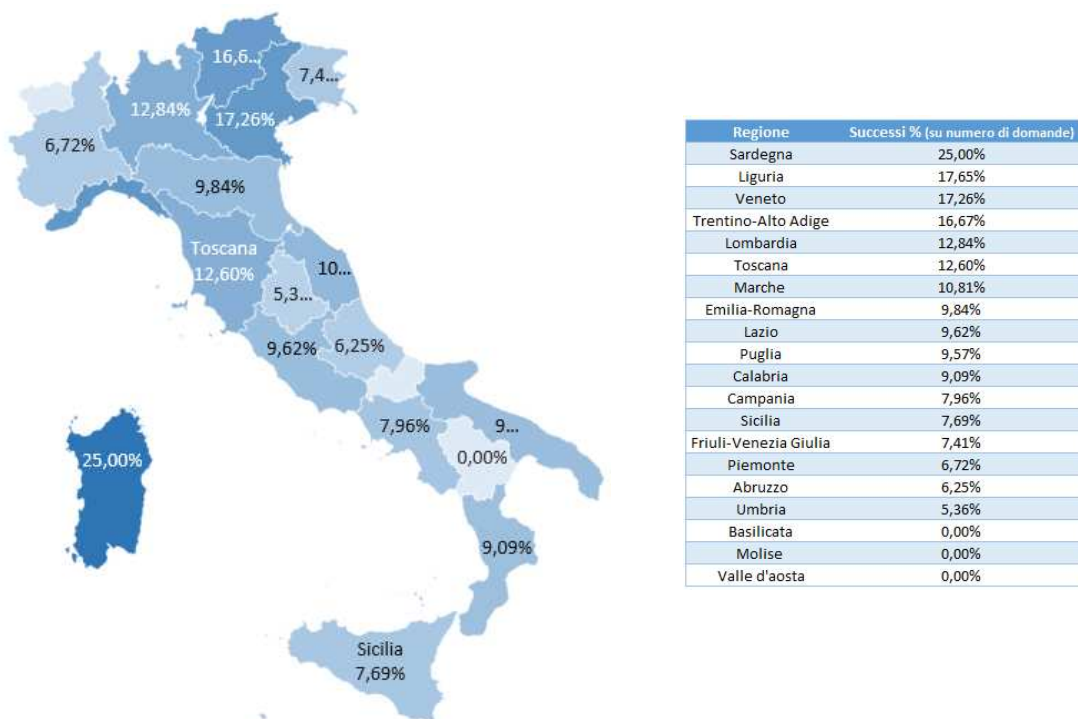


Tabella 6: Successi per regione. (Rielaborazione dell'autore dei dati Unioncamere nov. 2024.)

La media nazionale dei tassi di successo è 9,62%. Le regioni in cui si presentano il maggior numero di successi sono: Sardegna (8 su 32), Liguria (6/34) e Veneto (29/168).

3.5 La Composizione Negoziata in Veneto.

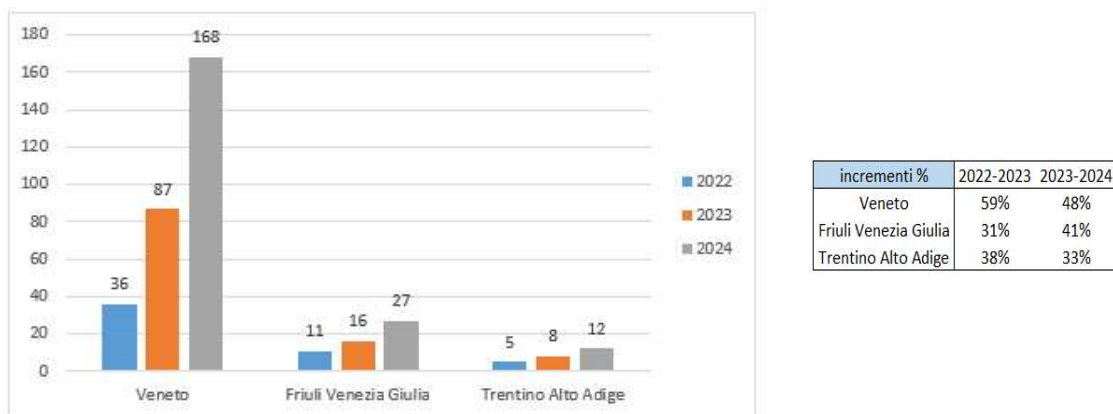
Per approfondire ulteriormente la trattazione si decide d'ora in avanti di concentrarsi esclusivamente sui dati che interessano la regione veneto. Sebbene i dati relativi ai tassi di successo e all'andamento delle domande presentate, siano calcolabili utilizzando i dati disponibili fino al 11/2024 se si vogliono approfondire ulteriori tematiche come: la divisione settoriale, la dimensione delle imprese e la forma societaria, è necessario

⁷ Calcolato come: Tasso di successo = $\frac{\text{Casi di successo}}{\text{Tot. istanze presentate}}$ %. Vengono incluse anche quelle rifiutate ed in gestione poiché su base regionale non si dispongono di dati più approfonditi.

attingere da altre fonti di dati, come la pubblicazione della Camera di Commercio di Venezia Rovigo⁸ che contiene i dati fino al 2023.

3.6 I Numeri delle istanze in Veneto.

In questa sede si decide di rappresentare l'andamento delle istanze in Veneto confrontandole con le altre regioni del nordest, come Friuli- Venezia Giulia e Trentino- Alto Adige. Il veneto si dimostra, come anticipato precedentemente, più attiva per quanto riguarda lo strumento.



| incrementi % | 2022-2023 | 2023-2024 |
|-----------------------|-----------|-----------|
| Veneto | 59% | 48% |
| Friuli Venezia Giulia | 31% | 41% |
| Trentino Alto Adige | 38% | 33% |

Figura 9: Andamento delle istanze presentate nel nordest

(Rielaborazione dell'autore dai dati Unioncamere, osservatori semestrali 2022-2024)

Come osservabile dal confronto tra le tabelle all'interno delle figure 5 e 9, il Veneto dal 2022 al 2024 ha visto incrementare il numero di domande in misura maggiore rispetto alla media del territorio nazionale in entrambi i periodi di osservazione.

Se desideriamo osservare le istanze presentate suddivise all'interno della regione possiamo fare riferimento alla seguente tabella:

| Territorio | Numero di istanze (anno 2023) |
|-----------------|-------------------------------|
| Padova | 23 |
| Verona | 22 |
| Venezia Rovigo | 16 |
| Vicenza | 16 |
| Treviso Belluno | 14 |

Tabella 6: Istanze presentate in veneto (rielaborazione dell'autore dati Cam. Com. Venezia Rovigo feb. 2024)

⁸ Venezia - Rovigo, 06 febbraio 2024

Secondo i dati riportati nella figura 9 le istanze al 2023 sono 87, mentre la tabella 6 ne indica in totale 91, questo è dovuto alle ragioni spiegate nell'introduzione

3.7 I settori delle imprese che hanno alla Composizione Negoziata in Veneto

Le imprese in veneto che hanno presentato istanza alla data del 2023 sono suddivise nel seguente modo

Per quanto riguarda le categorie di attività possiamo rappresentare la seguente tabella

| Descrizione codice Ateco | Codice Ateco | N° imprese | N. % |
|---|--------------|------------|--------|
| Attività Manifatturiere | C | 22 | 24,18% |
| Commercio all'ingrosso e al dettaglio | G | 18 | 19,78% |
| Agricoltura, selvicoltura pesca | A | 13 | 14,29% |
| Attività dei servizi di alloggio e di ristorazione | I | 9 | 9,89% |
| Costruzioni | F | 8 | 8,79% |
| Attività immobiliari | L | 6 | 6,59% |
| Sanità e assistenza sociale | Q | 3 | 3,30% |
| Trasporto e magazzinaggio | H | 3 | 3,30% |
| Attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento | R | 2 | 2,20% |
| Servizi di informazione e comunicazione | J | 2 | 2,20% |
| Attività finanziarie e assicurative | K | 1 | 1,10% |
| Fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento | E | 1 | 1,10% |
| Istruzione | P | 1 | 1,10% |
| Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese | N | 1 | 1,10% |
| Altre attività di servizi | S | 1 | 1,10% |
| Attività professionali, scientifiche e tecniche | M | 0 | 0,00% |
| Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata | D | 0 | 0,00% |
| Estrazione di minerali da cave e miniere | B | 0 | 0,00% |
| Attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro per personale domestico | T | 0 | 0,00% |
| Organizzazioni ed organismi extraterritoriali | U | 0 | 0,00% |
| Imprese non classificate | X | 0 | 0,00% |
| Amministrazione pubblica e difesa | O | 0 | 0,00% |

Tabella 7: Suddivisione per categoria di attività. (rielaborazione dell'autore dati Cam. Com. Venezia Rovigo feb. 2024)

Le attività manifatturiere(C), il commercio(G) e l'agricoltura (A) rappresentano il 58,24% tutta la numerosità delle istanze.

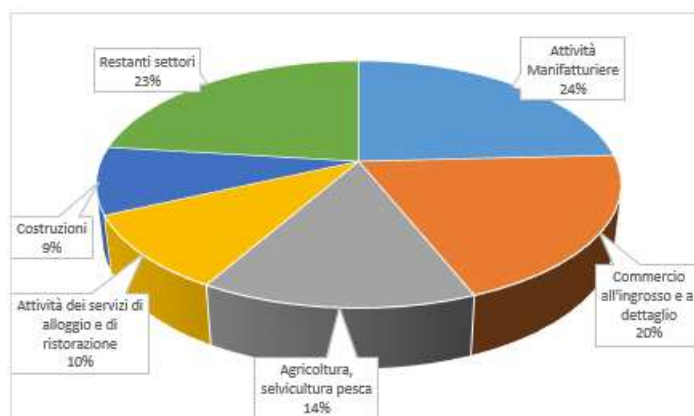


Figura 10: Grafico a torta settori e numero istanze in Veneto (rielaborazione dell'autore dati Cam. Com. Venezia Rovigo feb. 2024)

Il grafico permette di osservare che i primi 5 settori occupano una porzione molto rilevante rispetto al resto delle istanze, il 77% di tutte le richieste viene assorbito dai settori: C, G, A, I e F.

3.8 Il confronto con il territorio nazionale

Per fare un confronto con il territorio nazionale ci possiamo avvalere dei dati che sono riportati documento "Osservatorio Crisi d'impresa" che è un documento contenente informazioni relative a tutte le procedure concorsuali. Il documento contiene dati del triennio 2021-2023 ed un semestre, da gennaio a settembre 2024. Inoltre, i dati sono organizzati in modo annuale e non cumulato come per i report di Unioncamere e della Camera di Commercio di Venezia Rovigo. Ciò nonostante, è comunque possibile, con qualche accortezza, utilizzare i dati settoriali di tale report per fare un confronto diretto con la regione Veneto nell'anno 2023, poiché hanno entrambi la stessa cadenza temporale. Sfortunatamente non è possibile fare analisi più accurate poiché l'osservatorio divide i dati in modo annuale, mentre nei Unioncamere divide i dati in modo semestrale ma come spiegato in precedenza i dati sono organizzati in modo differente e inoltre, non sono presenti dati annuali sulla distribuzione settoriale delle imprese. Considerando che non disponiamo dei dati del secondo semestre del 2024 all'interno del report dell'Osservatorio e nemmeno i dati di dicembre 2024 nel report di UnionCamere, uniti al fatto che non vi sono altre fonti di dati specifici della sola regione Veneto nel 2024 appare opportuno utilizzare l'anno 2023 come riferimento.

Nella seguente tabella sono illustrate le tipologie di imprese che hanno presentato istanza dall'anno 2021 al 2023, su tutto il territorio nazionale.

| Descrizione codice Ateco | Codice Ateco | N° imprese | N° % |
|---|--------------|------------|--------|
| Attività manifatturiere | C | 252 | 22,66% |
| Commercio all'ingrosso e al dettaglio; | G | 222 | 19,96% |
| Costruzioni | F | 144 | 12,95% |
| Attività immobiliari | L | 94 | 8,45% |
| Attività dei servizi di alloggio e di ristorazione | I | 84 | 7,55% |
| Agricoltura, selvicoltura pesca | A | 66 | 5,94% |
| Attività professionali, scientifiche e tecniche | M | 47 | 4,23% |
| Servizi di informazione e comunicazione | J | 44 | 3,96% |
| Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese | N | 33 | 2,97% |
| Trasporto e magazzinaggio | H | 31 | 2,79% |
| Attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento | R | 21 | 1,89% |
| Sanità e assistenza sociale | Q | 20 | 1,80% |
| Attività finanziarie e assicurative | K | 14 | 1,26% |
| Altre attività di servizi | S | 12 | 1,08% |
| Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata | D | 11 | 0,99% |
| Fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento | E | 10 | 0,90% |
| Istruzione | P | 4 | 0,36% |
| Estrazione di minerali da cave e miniere | B | 3 | 0,27% |
| Attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro per personale domestico | T | 0 | 0,00% |
| Organizzazioni ed organismi extraterritoriali | U | 0 | 0,00% |
| Imprese non classificate | X | 0 | 0,00% |
| Amministrazione pubblica e difesa | O | 0 | 0,00% |

Tabella 8: Settore Ateco e numero di istanze in Italia. (Fonte Rielaborazioni dell'autore dati Osservatorio 6 set 2024)

Osserviamo che nel territorio italiano la maggior parte delle istanze viene presentata da imprese appartenenti alle attività manifatturiere(C) e al commercio(G), seguite dal settore delle costruzioni(F), che rappresentano il 56% delle osservazioni su tutto il territorio.

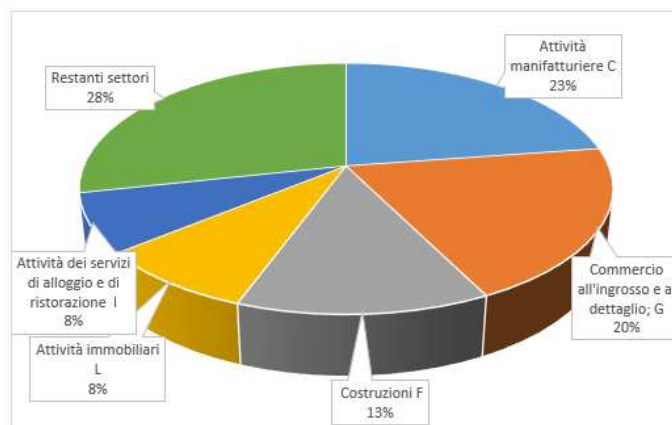


Figura 11: Grafico a torta settori e numero istanze in Italia (Fonte Rielaborazioni dell'autore dati Osservatorio 6 set 2024)

I dati organizzati in figura 11 rivelano che il 72% delle osservazioni sono rappresentate dalle prime 5 categorie, mentre le restanti osservazioni costituiscono unitamente il 28% delle osservazioni con percentuali relativamente basse se indagate singolarmente.

I dati percentuali tra Veneto e Italia mostrano una forte somiglianza nella presenza di imprese di Manifatturiere e commercio. Si possono osservare delle differenze sui settori delle costruzioni nel Veneto (8,79%) rispetto al resto d'Italia (12,95%). Le attività immobiliari presentano una maggiore incidenza nello stivale (8,45%) rispetto che nel Veneto (6,59%), al contrario in Veneto si osserva una maggiore incidenza nelle imprese agricole (14,29%) rispetto alla percentuale italiana (5,94%) e delle istanze relative al settore Hospitality (9,89%) rispetto al resto di Italia (7,55%). Ulteriori differenze sono la completa assenza di istanze appartenenti ai settori M e J in Veneto, i quali ricoprono complessivamente l'8,19% di tutte le istanze all'interno del territorio nazionale.

Pur non essendo perfettamente sovrapponibili i grafici non evidenziano ulteriori significative differenze.

Capitolo 4

Evidenze sugli Indici della Crisi e sulla Composizione Negoziata

Introduzione

Il presente capitolo è presentato a conclusione della tesi e arricchisce la trattazione relativa alla composizione negoziata (CN) della crisi con una analisi empirica su imprese che hanno presentato istanza di accesso alla composizione negoziata della crisi.

La portata del fenomeno è stata esposta all'interno del capitolo 3 e si è evidenziato all'interno del capitolo 2 un'accesa discussione relativa alle modifiche che hanno interessato il CCII durante il corso degli anni, in particolare quelle relative alla CN, tali discussioni sono state prevalentemente teoriche e anche se si è cercato di dare risposte concrete utilizzando altre fonti per alimentare la discussione non si è arrivati mai ad una conclusione netta riguardo la correttezza delle modifiche.

Gli indici della crisi (IDC) prodotti dal CNDCEC, anche se non entrati in vigore, costituivano un importante pilastro per guidare le imprese nel percorso virtuoso della prevenzione, in questo capitolo conclusivo si vuole andare a verificare quelle che sono le loro caratteristiche attraverso un campione di imprese Venete¹, in particolare si vuole andare a testare quelle che sono le capacità effettive sulla previsione della crisi evidenziando punti di forza a lacune.

Il capitolo sarà così suddiviso: nel primo paragrafo verranno presentate le evidenze in letteratura relative agli IDC nel secondo la presentazione del campione, nel terzo paragrafo verranno presentate quelle che sono le domande alla quale si vuole rispondere con il presente capitolo e la metodologia di ricerca, nel quarto si vogliono dimostrare quelli che sono i risultati delle analisi e le risposte alle domande, seguiranno le conclusioni.

¹ I dati sono stati forniti, dalla Camera di Commercio di Venezia Rovigo, per un progetto di ricerca con miei relatori: Cavezzali Elisa e Rigoni Ugo, i quali ringrazio per avermi incluso in tale collaborazione.

4.1 Revisione della letteratura sugli IDC

La letteratura riguardante ai metodi di previsione della crisi aziendale è abbastanza vasta, una parte di questa è stata precedentemente descritta all'interno del paragrafo 1.2 dedicato alla revisione della letteratura relativa alla crisi d'impresa. Nonostante la moltitudine di ricerche relative ai modelli di previsione della crisi aziendale la tematica degli IDC è rimasta oggetto di un numero limitato di pubblicazioni. I contributi principali sono stati apportati da tre lavori: Fallini e Postiglione (2021), Arcari e Grechi (2021), Brentari et al. (2023).

La prima pubblicazione va a testare la capacità previsionale degli IDC sui dati di bilancio. Utilizzando un campione totale di 57.901 imprese in vari settori escludendo le micro-imprese, di cui 4504 fallite, con bilanci disponibili dal 2012 al 2018. In fase successiva il campione viene diviso in due campioni più piccoli: uno di imprese con patrimonio netto positivo e uno con patrimonio netto negativo. Successivamente gli autori calcolano la performance del modello per entrambi i campioni utilizzando le matrici di confusione e mostrando i livelli di precision, specificity, sensitivity e accuracy.

Lo studio di Brentari et al. (2023), si concentra su micro, piccole e medie imprese² (MPMI) appartenenti ai settori della manifattura e industria (settore Ateco C). Utilizza il patrimonio netto (PN) per verificare le imprese per cui dovrebbe esserci una presunta crisi; infatti, secondo il funzionamento degli IDC qualora il patrimonio netto dovesse essere inferiore a 0³ la crisi dovrebbe essere presunta e ci si aspetterebbe che gli indicatori dovrebbero segnalare la crisi. Successivamente la ricerca va a monitorare la percentuale di imprese segnalate in base ai 5 indici e confronta i risultati con le imprese che teoricamente dovrebbero essere in crisi per via del PN negativo e con le poi "fallite" presso il tribunale di Brescia negli anni tra il 2020 e il 2022.

Il lavoro proposto da Arcari e Grechi si concentra prevalentemente sul confronto tra il modello di valutazione di Altman, lo "Z-score" e il modello degli IDC. L'intuizione alla base del confronto risiede nel processo che ha portato il CNDCEC alla creazione dell'IDC

² La distinzione viene fatta secondo la raccomandazione europea 6 maggio 2003.

³ Per essere maggiormente precisi si dovrebbe aggiungere anche quando il patrimonio è inferiore al minimo legale.

che in parte può essere accomunato al processo di Altman: «i due strumenti condividono tecniche statistiche simili (analisi discriminante multivariata) e controllano le stesse aree di salute delle imprese (liquidità, redditività, debito e la capacità di ripagare il debito) con poche apparenti differenze metodologiche» (Arcari e Grechi 2021). I due testano entrambi gli strumenti su un campione di 798 piccole⁴ imprese appartenenti a vari settori che hanno subito procedure di “bancarotta” o con problemi finanziari conclamati nel periodo tra 2016 e 2018, inoltre, differenziandosi dalle altre pubblicazioni le analisi si avvalgono di un campione di controllo di imprese sane.

I risultati delle pubblicazioni non sono pienamente incoraggianti: Fallini e Postiglione (2021) evidenziano come il modello creato dal CNDCEC sia effettivamente in grado di prevedere correttamente le imprese in salute e che limiti al massimo il numero di falsi positivi; tuttavia, nel caso in cui gli IDC siano l'unico presidio alla crisi⁵ venga segnalato correttamente solo il 4,4% dei casi.⁶ Inoltre gli autori individuano che l'indice $\frac{PN}{Debiti}$ (IDAP), registra una assai ridotta frequenza di accensione in relazione alla soglia, di contro l'indice $\frac{Oneri\ finanziari}{Ricavi}$ è acceso maggiormente, circa il 37%. Alle medesime conclusioni giungono anche Brentari et al. (2023) indicando che le imprese segnalate dal modello sono solo lo 0,37% del campione e che numericamente sono troppo distanti dalle imprese che poi sono effettivamente “fallite”. Inoltre, viene fatto notare come per le MPMI, a causa del bilancio semplificato, l'indice $\frac{Tasse\ e\ debiti\ sociali}{Totale\ attivo}$ (IDIPT), era disponibile per un numero molto limitato di imprese e per questo è stato rimosso dalle analisi.⁷ Gli autori concludono che la capacità predittiva del modello non lo rende il metodo migliore per la previsione delle crisi e suggeriscono che lo studio potrebbe essere esteso ad altre province per maggiori evidenze. Le conclusioni di Arcari e Grechi (2021) sono concordi con i risultati appena esposti, indicando come il “modello Italiano”

⁴ Lo studio fa riferimento al Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18 aprile 2005. I criteri utilizzati per definire il campione includono: Fatturato compreso tra 2 milioni e 10 milioni di euro; Totale attivo compreso tra 2 milioni e 10 milioni di euro; numero di dipendenti compreso tra 10 e 50

⁵ Gli autori fanno riferimento a quando le imprese hanno PN positivo e il DSCR non sia affidabile.

⁶ Calcolato attraverso la sensitivity del modello.

⁷ Gli autori hanno dichiarato che era disponibile solo per 161 PMI su circa 20.000

sia maggiormente utile al fine di contenere i falsi positivi ma come performi generalmente peggio dello Z - Score quando si tratta di prevedere le crisi aziendali. Suggestiscono che il modello italiano potrebbe utilizzare indici che catturino la redditività piuttosto che solo il reddito, concludono che la decisione di 5 soglie per 5 indici possa essere troppo drastica e che il modello potrebbe funzionare meglio con un numero ridotto di indici.

4.2 Il campione

Il nostro campione si compone di imprese che hanno presentato istanza di accesso alla composizione negoziata, in Veneto. Dal 15/05/2021 fino al 30/06/2024. Le imprese che hanno presentato richiesta secondo i nostri dati sono 119. In Veneto al novembre 2024 le imprese che hanno presentato richiesta sono complessivamente 168. Questo differenziale numerico può essere dovuto al periodo che va da giugno fino a novembre 2024. Le imprese sono distribuite nelle seguenti classificazioni seguendo il codice Ateco

| Descrizione codice Ateco | Codice | N° imprese | N° % |
|---|--------|------------|--------|
| Attività manifatturiere | C | 32 | 26,89% |
| Commercio all'ingrosso e al dettaglio; | G | 21 | 17,65% |
| Attività immobiliari | L | 17 | 14,29% |
| Costruzioni | F | 15 | 12,61% |
| Agricoltura, selvicoltura pesca | A | 12 | 10,08% |
| Attività dei servizi di alloggio e di ristorazione | I | 10 | 8,40% |
| Trasporto e magazzinaggio | H | 5 | 4,20% |
| Attività artistiche, sportive, di intrattenimento e divertimento | R | 2 | 1,68% |
| Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria condizionata | D | 1 | 0,84% |
| Istruzione | P | 1 | 0,84% |
| Sanità e assistenza sociale | Q | 1 | 0,84% |
| Altre attività di servizi | S | 1 | 0,84% |
| Attività professionali, scientifiche e tecniche | M | 1 | 0,84% |
| Estrazione di minerali da cave e miniere | B | 0 | 0,00% |
| Fornitura di acqua; reti fognarie, attività di gestione dei rifiuti e risanamento | E | 0 | 0,00% |
| Servizi di informazione e comunicazione | J | 0 | 0,00% |
| Attività finanziarie e assicurative | K | 0 | 0,00% |
| Noleggio, agenzie di viaggio, servizi di supporto alle imprese | N | 0 | 0,00% |
| Amministrazione pubblica e difesa | O | 0 | 0,00% |
| Attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro per personale domestico | T | 0 | 0,00% |
| Organizzazioni ed organismi extraterritoriali | U | 0 | 0,00% |
| Imprese non classificate | X | 0 | 0,00% |

Tabella 9: Imprese appartenenti al campione

Innanzitutto, si può osservare come le imprese di attività manifatturiere (C) siano notevolmente presenti rappresentando il 26,89% sul totale, seguite dalle attività di commercio (G) con il 17,65%. I settori delle costruzioni e delle attività immobiliari costituiscono il 14,29% e il 12,61% sul totale, mentre il settore agricolo (A), una quota del 10,08%.

Sono residuali le istanze di imprese relative ai settori: H, R, D,P,Q, S e M e totalmente assenti le istanze di imprese dei settori: B,E,J,K,N,O,T,U,X.

Vediamo come si distribuisce il nostro campione rispetto ai dati della camera di commercio di Venezia Rovigo all'anno 31/12/2023.

In veneto possiamo osservare una forte presenza di imprese manifatturiere (24,18%) e da attività di commercio (19,78%), seguite da attività agricole (14,29%), attività di alloggio e ristorazione (9,89%) ed infine le imprese di costruzioni (8,79%). Questi 5 settori costituiscono da soli il 76,93% delle osservazioni delle imprese che hanno presentato istanza di composizione negoziata in veneto.

Si può osservare una distribuzione molto simile, Il nostro campione appare leggermente più numeroso nel settore C e abbastanza sbilanciato per quanto riguarda i settori L (attività immobiliari) e F (costruzioni) con rispettivamente un 7,69% e 3,81% di delta rispetto alle imprese che hanno presentato istanza il entro il 31/12/23.

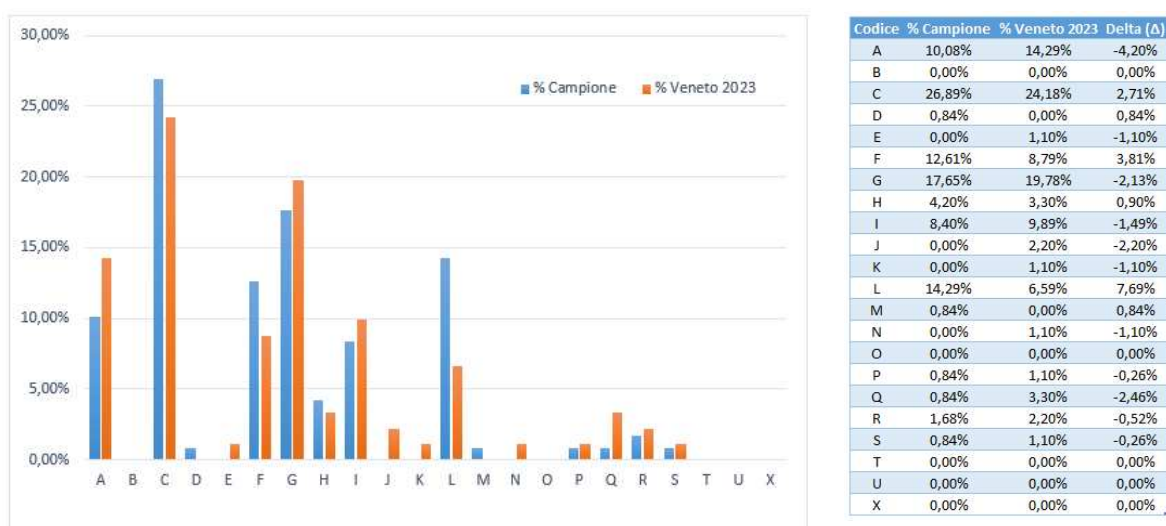


Tabella 10: Campione e istanze in Veneto.

Ulteriore domanda alla quale è opportuno rispondere è: come si distribuisce il nostro campione rispetto al tessuto imprenditoriale veneto? Per far questo confronteremo le distribuzioni per categoria di attività che ci vengono indicate dall'ufficio statistico della regione veneto⁸ al 31/12/23.

⁸ https://statistica.regione.veneto.it/banche_dati_economia_impresе.jsp

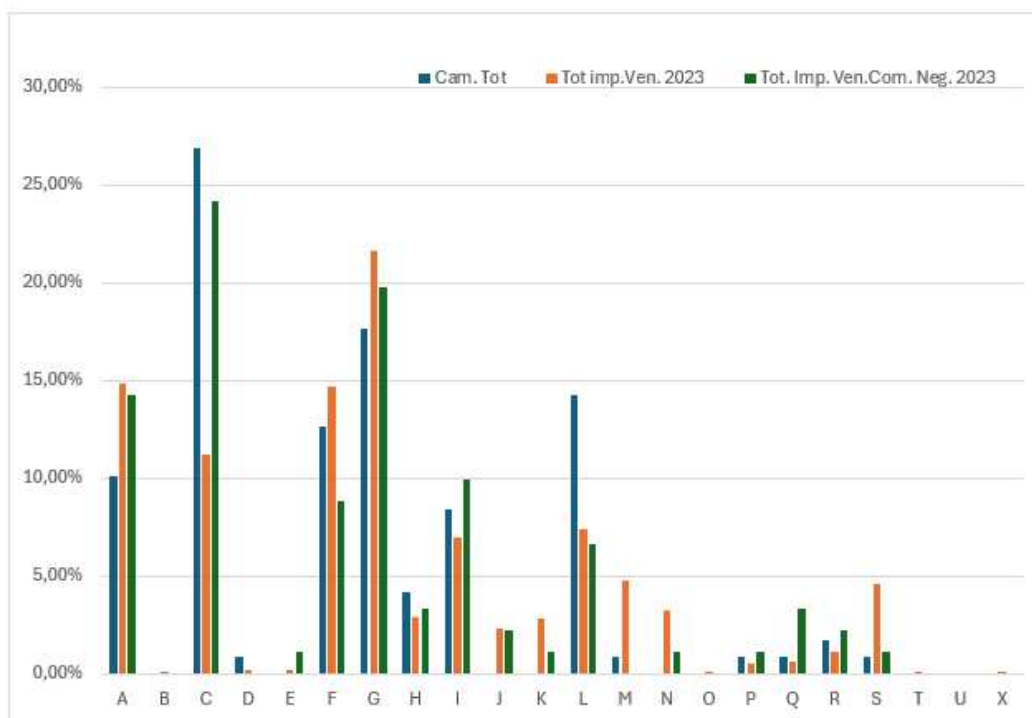


Tabella 11: Confronto imprese nel campione con le imprese nel Veneto.

Si osserva come il campione totale a nostra disposizione abbastanza rappresentativo del tessuto imprenditoriale in Veneto e anche molto simile con le istanze presentate al 31/12/2023.

La fase successiva dell'analisi si concentra sui dati di bilancio di queste 119 imprese, tuttavia dobbiamo fare delle considerazioni introduttive: non è stato possibile ottenere i dati di bilancio di tutte le imprese che appartengono ai dati che ci sono stati forniti. Questo è possibile per vari motivi, per esempio che non tutte le imprese sono necessariamente tenute alla redazione di un bilancio, oppure questi non sono stati depositati regolarmente per via dell'entrata in procedura o per ulteriori sviluppi legati alla crisi/insolvenza dell'impresa. L'assenza di alcuni bilanci non è una tematica nuova, infatti anche le precedenti ricerche hanno sostenuto la stessa problematica.

All'interno del campione sono presenti 95 imprese della quale è stato possibile rinvenire almeno uno o più bilanci, pertanto, si presenta una suddivisione delle imprese in base alla disponibilità dei dati. Inoltre, si decide di analizzare tutti i settori senza focalizzarsi su uno solo di essi al fine di massimizzare la dimensione del campione.

| Anno | N° Bilanci | % Bilanci |
|--------|------------|-----------|
| 2015 | 1 | 0,17% |
| 2016 | 80 | 13,22% |
| 2017 | 83 | 13,72% |
| 2018 | 85 | 14,05% |
| 2019 | 89 | 14,71% |
| 2020 | 89 | 14,71% |
| 2021 | 93 | 15,37% |
| 2022 | 79 | 13,06% |
| 2023 | 6 | 0,99% |
| Totale | 605 | 100% |

Tabella 12: Suddivisione delle imprese per anni di bilancio.

La suddivisione evidenzia alcune particolarità: in primo luogo ci si aspetterebbe di osservare 95 bilanci per ogni anno, questo non avviene a causa di bilanci mancanti⁹. Il numero di bilanci disponibili non è costante nel tempo, fatta eccezione per gli anni 2018 e 2019. In generale, il campione di dati raccolti potrebbe essere maggiormente bilanciato, tuttavia disponiamo di una buona numerosità tra il 2016 e il 2022. Infatti, la percentuale dei bilanci disponibili tra gli anni 2016 e 2022 non scende mai al disotto del 83%¹⁰ ed è particolarmente alta per quanto riguarda gli anni dal 2019 al 2021 (rispettivamente 94%,94% e 98%) questo ci consente di avere una visione storica abbastanza accurata delle imprese appartenenti al campione.

Procediamo ad esporre come le 95 imprese si caratterizzano tenendo in considerazione il settore di appartenenza. Si osserva come non siano disponibili bilanci per le società che appartengono al settore agricolo (A), le quali rappresentano il 10,08% delle imprese facenti richiesta di immissione nella procedura.

⁹ Inoltre, per un'impresa che ha presentato istanza di composizione negoziata, è disponibile un solo bilancio risalente al 2015 per questo viene indicata una sola osservazione in quell'anno.

¹⁰ Si calcola come: numero di bilanci disponibile per l'anno di riferimento diviso numero totale di imprese presenti nel campione.

Nel seguente grafico si vuole mostrare le differenze (delta Δ) tra il nostro campione di bilanci e le istanze giunte al 31/12/2023.

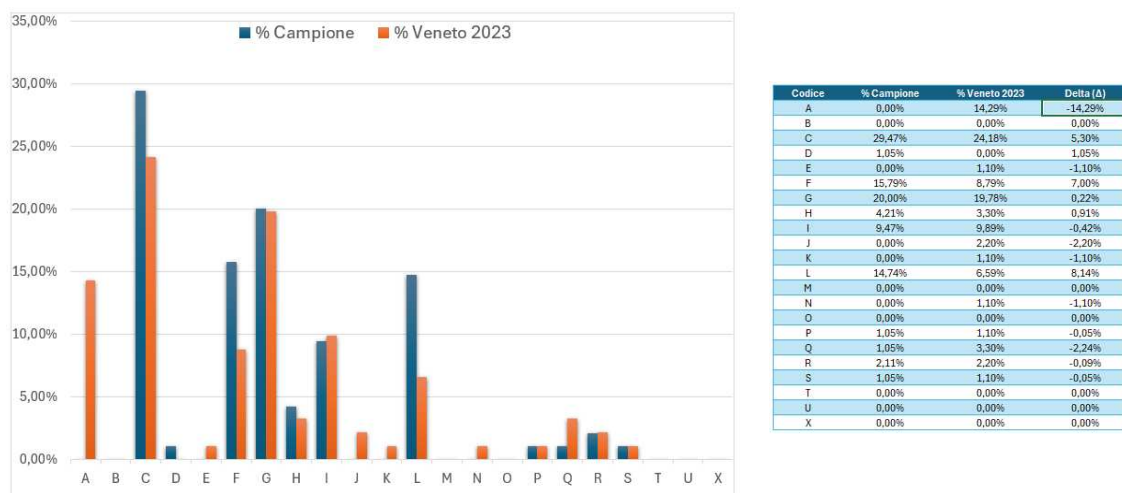


Tabella 13: Delta tra i bilanci del campione e la imprese aderenti alla composizione negoziata

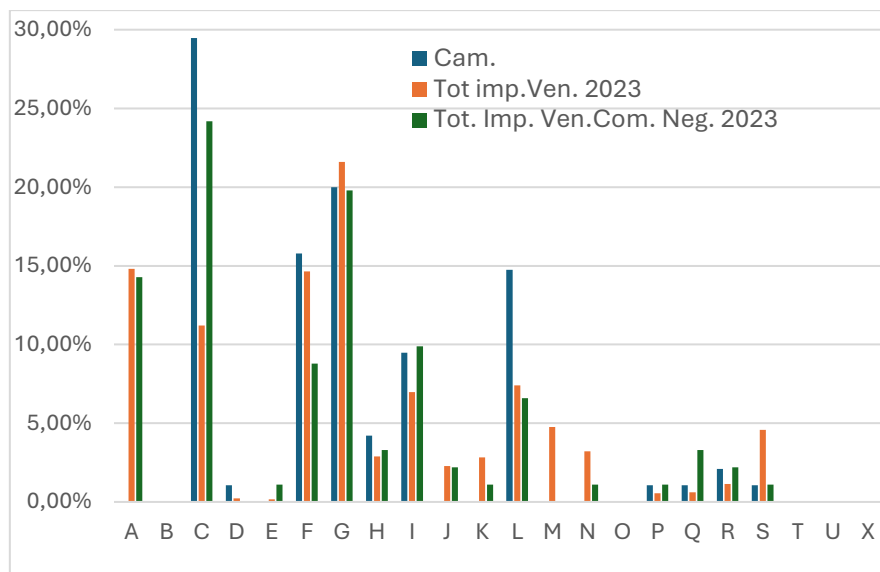
La prima differenza fondamentale risiede dal fatto che il nostro campione non contiene alcuna osservazione relativa ad imprese agricole (A) che invece rappresenta una quota non trascurabile delle imprese che hanno richiesto la composizione negoziata in Veneto.

È possibile osservare che nel campione da noi esposto vi è una maggiore presenza di istanze provenienti da imprese appartenenti al settore delle Attività Immobiliari (L) dove il delta, differenziale, di istanze è oltre l'8%. Appaiono anche maggiormente rappresentati il settore delle costruzioni (F) dove il delta è il 7%. Si possono appurare anche variazioni nei settori delle attività manifatturiere(C) 5,29%. Nei restati settori si presentano variazioni di lieve entità.

Può essere più istruttivo anche, concentrarci sulla totalità delle imprese nel territorio veneto. Per verificare come il nostro campione si adatta alla realtà territoriale di riferimento. I dati sono stati raccolti dall'unità statistica della regione veneto e sono riferiti all'anno 2023¹¹ come nell'esempio in tabella 9.

Il nostro obiettivo è capire se il nostro campione può essere considerato rappresentativo della regione e per quali settori di attività.

¹¹https://statistica.regione.veneto.it/banche_dati_economia_impese.jsp



| Codice | Cam. | Tot imp.Ven. 2023 | Tot. Imp. Ven.Com. Neg. 2023 | Camp. - Tot. Imp. Ven. 2023 | Camp. - Tot. Imp. Ven. Com. Neg. 2023 |
|--------|--------|-------------------|------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|
| A | 0.00% | 14.81% | 14.29% | -14.81% | -14.29% |
| B | 0.00% | 0.05% | 0.00% | -0.05% | 0.00% |
| C | 29.47% | 11.20% | 24.18% | 18.27% | 5.30% |
| D | 1.05% | 0.22% | 0.00% | 0.84% | 1.05% |
| E | 0.00% | 0.17% | 1.10% | -0.17% | -1.10% |
| F | 15.79% | 14.65% | 8.79% | 1.14% | 7.00% |
| G | 20.00% | 21.61% | 19.78% | -1.61% | 0.22% |
| H | 4.21% | 2.88% | 3.30% | 1.33% | 0.91% |
| I | 9.47% | 6.98% | 9.89% | 2.50% | -0.42% |
| J | 0.00% | 2.29% | 2.20% | -2.29% | -2.20% |
| K | 0.00% | 2.83% | 1.10% | -2.83% | -1.10% |
| L | 14.74% | 7.41% | 6.59% | 7.33% | 8.14% |
| M | 0.00% | 4.76% | 0.00% | -4.76% | 0.00% |
| N | 0.00% | 3.22% | 1.10% | -3.22% | -1.10% |
| O | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| P | 1.05% | 0.54% | 1.10% | 0.51% | -0.05% |
| Q | 1.05% | 0.62% | 3.30% | 0.43% | -2.24% |
| R | 2.11% | 1.15% | 2.20% | 0.96% | -0.09% |
| S | 1.05% | 4.58% | 1.10% | -3.53% | -0.05% |
| T | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| U | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| X | 0.00% | 0.04% | 0.00% | -0.04% | 0.00% |

Tabella 14: Confronto tra il Campione, la totalità delle imprese in Veneto e quelle che hanno presentato istanza

Il grafico e la tabella 12 possono dimostrare che il nostro campione nel complesso è abbastanza rappresentativo dell'economia Veneta, l'unico settore importante che non viene adeguatamente rappresentato è il settore relativo all'Agricoltura, silvicoltura e pesca (A).

Un modo funzionale di rappresentare le imprese appartenenti al nostro campione è suddividerle in classi in base alle dimensioni. Al pari della pubblicazione di Brentari et al. (2023), per la suddivisione utilizziamo i criteri che sono contenuti nella raccomandazione 2003/361/CE. All'interno del documento possiamo trovare indicazioni su come classificare le imprese, distinguendole in: micro, piccole, medie e grandi. Nella tabella 13 vengono rappresentati i criteri indicati.

| Categoria | Numero di Dipendenti | Fatturato Annuo |
|-----------------|----------------------|----------------------|
| Micro impresa | Meno di 10 | ≤ 2 milioni di euro |
| Piccola impresa | Meno di 50 | ≤ 10 milioni di euro |
| Media impresa | Meno di 250 | ≤ 50 milioni di euro |
| Grande impresa | 250 o più | > 50 milioni di euro |

Tabella 15: Criteri per la divisione in classi del campione

Per effettuare la suddivisione è indispensabile possedere il fatturato annuo e il numero di dipendenti per questo motivo le imprese per la quale non si hanno i dati di bilancio verranno escluse da questa analisi.

Qualora il numero di dipendenti non fosse disponibile o fosse in contrasto con il fatturato allora quest'ultimo verrà considerato come criterio preferenziale per la classificazione.

La nostra suddivisione va fatta con un riferimento temporale, in quanto è possibile che in base a questi criteri ci possano essere delle imprese che nel corso del tempo varino di dimensioni. Si decide di utilizzare il bilancio corrispondente alla data di entrata in composizione negoziata, se questo dovesse mancare, allora verrà utilizzato come riferimento l'ultimo bilancio disponibile.

All'interno del campione le imprese si presentano suddivise nel seguente modo: 40 imprese vengono considerate Micro, 27 vengono considerate piccole imprese, 19 di media dimensione e 8 di grande dimensione, per un totale di 94 osservazioni.¹²

4.3 Ipotesi di ricerca e metodologia

Le domande di ricerca sono relative alla verifica della capacità predittiva del modello degli IDC utilizzando i bilanci delle imprese appena esposti.

¹² Una impresa è stata esclusa perché non siamo a conoscenza della data di ingresso in composizione negoziata e perché abbiamo a disposizione un unico bilancio risalente al 2015

Ipotesi di ricerca 1: Gli IDC quante volte hanno segnalato la presenza di crisi all'interno del nostro campione? In base ai risultati indicati al paragrafo 4.1 ipotizziamo di ottenere una scarsa capacità segnaletica, coerentemente con le altre pubblicazioni.

Per rispondere alla domanda utilizziamo i dati di bilancio delle imprese e procediamo al calcolo degli IDC utilizzando i bilanci. Per fare questo tipo di analisi si possono definire vari approcci, si potrebbe pensare di prendere i bilanci nell'anno della crisi, oppure si potrebbe andare a verificare con un differimento temporale maggiore. Secondo una analisi preliminare dei dati, la mediana degli indici mostra che gli IDC cominciando a mostrare cambiamenti significativi tre anni prima della crisi. Quindi considerando l'anno 0 quello della crisi, si potrebbe pensare di svolgere le analisi per gli anni -3, -2, -1 e 0 per vedere quante volte le soglie vengono superate durante gli anni. La possibilità di svolgere questa analisi si presta bene qualora si utilizzi un campione completo e bilanciato, nella nostra analisi suggeriamo una logica differente. Se supponiamo il corretto funzionamento degli indici, è lecito aspettarci che qualora l'impresa sia già in crisi questi debbano essere tutti "accesi", tale ragionamento ci appare coerente poiché questi sono nati allo scopo di dare indizi al management circa le condizioni dell'impresa al momento della valutazione. Per questo motivo facciamo coincidere la data di ingresso in composizione negoziata con la data in cui l'impresa è da considerarsi in crisi e la nominiamo come anno 0 e utilizziamo questo anno per testare la capacità segnaletica degli indici¹³.

Ipotesi di ricerca 2: Gli IDC sono in grado di spiegare la variabile della crisi e le variazioni del PN? Dagli studi analizzati non emergono evidenze se gli IDC siano effettivamente in grado di spiegare la crisi, per tanto, le aspettative circa questa domanda sono incerte. Questa domanda è importante perché ci permette di non utilizzare le soglie che fanno scattare i segnali d'allarme, ma consente di esaminare gli effetti degli IDC indipendentemente dalle soglie.

Il sistema interpretativo creato dal CNDCEC, esposto al capitolo 2.2, indica che la prima variabile di interesse da monitorare sia Il PN, qualora questo sia negativo allora la crisi

¹³ Qualora l'anno 0 non fosse disponibile a bilancio, si utilizzeranno i dati di bilancio maggiormente aggiornati prima della crisi.

viene presunta, qualora sia positivo allora si deve ricorrere al DSCR¹⁴ e solo se questo sia considerato inattendibile o non calcolabile, si deve ricorrere agli IDC. I dati che abbiamo presentato al capitolo 3.3 e 3.4, suggeriscono che anche attualmente, nonostante le previsioni dell'Art 3 CCII, il 63% delle imprese non sono in grado di compilare correttamente il test pratico, sulla base di questo dato è realistico ipotizzare che non sarebbero nemmeno in grado di fornire un DSCR calcolato accuratamente e per questo gli IDC sarebbero il metodo più utilizzato in chiave preventiva. Considerano che la definizione di crisi è squisitamente di tipo finanziario, ci si aspetta che gli IDC non siano in grado di anticipare la crisi vista come progressivo deterioramento del PN in quanto, la logica nella loro creazione è di anticipare una crisi definita come "finanziaria". Tuttavia, nel nostro campione osserviamo che la mediana del PN rispetto all'anno di crisi comincia ad abbassarsi lievemente dall'anno -3 e -2 mentre subisce una forte riduzione nell'anno -1. Verificheremo se queste variazioni possono essere spiegate dagli IDC.

Per effettuare i test utilizzeremo i dati aggregati sotto forma di panel, tale tipo di dataset non è stato mai utilizzato dalle precedenti pubblicazioni, ci consentirà di utilizzare al meglio i dati disponibili che possono peccare di numerosità. La tecnica statistica utilizzata sarà la regressione ad effetti fissi.

Ipotesi di ricerca 3: Gli IDC sono utili per creare un modello predittivo per l'insolvenza aziendale senza utilizzare le soglie? Non ci sono evidenze in letteratura per dare una risposta a questo tipo di analisi, tuttavia ipotizziamo una risposta negativa. Tale ipotesi è sostenuta dal fatto che le evidenze indicano una scarsa capacità degli indici di segnalare la crisi in ottica preventiva. Per dare una risposta completa verrà utilizzato il modello logistico, le soglie non verranno utilizzate per determinare la crisi, poiché queste verranno testate dalla domanda 1, verranno utilizzati gli IDC calcolati nell'anno di ingresso nella composizione negoziata come variabili appartenenti ad imprese in crisi, mentre si utilizzeranno gli stessi indici nell'anno antecedente, come variabili di imprese non in crisi, così da potere verificare a prescindere dalle soglie la capacità discriminativa degli IDC.

¹⁴ Nota come il DSCR deve essere prospettico coerente con le aspettative dell'impresa.

4.4 I risultati

Ipotesi di ricerca 1:

Per verificare le ipotesi vengono riportate le tabelle 16 e 17:

| Totale | PN | IDSDOF | IDAP | IDRLA | IDL | IDIPT | Segnale di Allarme |
|--------|-----|--------|------|-------|------|-------|--------------------|
| Acceso | 47% | 39% | 53% | 85% | 0% | 26% | 0% |
| Spento | 53% | 61% | 47% | 15% | 100% | 74% | 100% |

Tabella 16: Controllo efficacia IDC

Osserviamo che al momento della presentazione di istanza di accesso alla CN, il segnale di allarme non indica a nessuna delle imprese la sussistenza di una crisi in atto. Questo risulta coerente con le evidenze empiriche proposte nel presente capitolo. La tabella 16 comprende nel calcolo tutte le 94 imprese presenti nel campione di bilanci, l'incapacità degli IDC di segnalare la crisi sarebbe più grave nelle imprese che hanno un $PN > 0$ (ovvero il 53% del campione), poiché secondo lo schema di utilizzo gli IDC sarebbero l'ultimo presidio per verificare la sussistenza di crisi. Proseguiamo con la riesamina delle sole imprese che presentavano un $PN > 0$.

| Se $PN > 0$ | IDSDOF | IDAP | IDRLA | IDL | IDIPT | Segnale di Allarme |
|-------------|--------|------|-------|------|-------|--------------------|
| Acceso | 38% | 24% | 84% | 0% | 20% | 0% |
| Spento | 62% | 76% | 16% | 100% | 80% | 100% |

Tabella 17: Controllo efficacia IDC su $PN > 0$

Osserviamo che anche in questo caso non ci sono segnali d'allarme, inoltre è evidente come la percentuale degli indici che sono "accesi" sia inferiore a quella del campione che comprende anche le imprese con $PN < 0$ per la quale teoricamente gli IDC non sono necessari, in quanto la crisi sarebbe già presunta.

Le tabelle organizzate in questo modo ci permettono di fare delle riflessioni ulteriori sui singoli Indici. Innanzitutto, occorre precisare che l'indice IDIPT è presente una certa difficoltà di calcolo, i valori mancanti corrispondono a circa il 27% su tutto il campione. Nonostante ciò, quando il valore risultava mancante è stato ipotizzato che il segnale d'allarme fosse spento, se si facesse il contrario i risultati sul segnale di allarme resterebbero inalterati e non verrebbe segnalata comunque la crisi. Questa problematica

è stata ravvisata anche all'interno dello studio condotto da Brentari et al. (2023), infatti gli autori hanno deciso di non rappresentare questa variabile all'interno dei loro risultati.

Notiamo come l'indice IDL sia totalmente inefficace. Ricordiamo la modalità di calcolo è data da: $\frac{\text{Attivo Circolante} + \text{Ratei e risconti attivi}}{\text{Passivo a breve termine} + \text{Ratei e risconti passivi}}$ la relativa interpretazione è che un aumento di questo indice è da interpretarsi in modo positivo infatti significherebbe che l'impresa sta migliorando la sua capacità di fare fronte alle passività di breve termine con le componenti più liquide dell'attivo. In prima analisi, l'andamento della mediana dall'IDL in prima analisi suggerisce un certo peggioramento dello stesso prima della crisi e quindi coerente con la definizione.

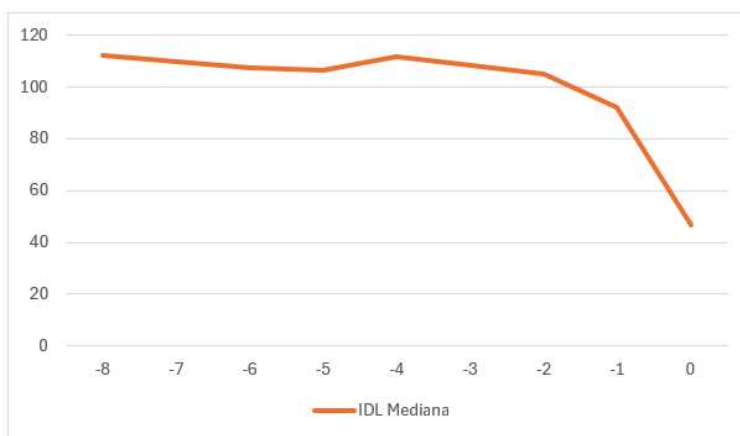


Tabella 18: Andamento mediana IDL

Nonostante l'andamento della mediana suggerisca correttamente che prima delle crisi vi sia una riduzione dell'indice si osserva anche che se la crisi è originata dalla incapacità di vendere i prodotti, il magazzino all'interno dell'Attivo circolante potrebbe gonfiare in modo esagerato l'indice, non facendolo mai ricadere all'interno della soglia. Questa interpretazione appare più sensata avendo riferimento ai settori che vedono un elevato utilizzo del magazzino. A prescindere da questo ragionamento, l'IDL ha mostrato scarsa capacità predittiva anche a settori dove il magazzino non è presente o comunque non costituisce parte considerevole nell'attivo circolante. Inoltre, l'incremento del magazzino è da considerarsi un segnale di crisi, tuttavia tale aumento nell'IDL, indicherebbe un segnale positivo. Queste considerazioni ci portano a concludere che per questo indice è presente un probabile errore di calcolo relativo alle soglie settoriali e si presume che per rendere l'indice più efficace questo debba essere depurato del magazzino.

Per quanto riguarda IDAP e IDSOF osserviamo che la percentuale di accensione per le imprese con $PN > 0$ sono inferiori a quelle ottenute sulla totalità del campione. L'unico indice che si accende con una certa frequenza è IDRLA, tale indice registra una frequenza maggiore rispetto agli altri anche nello studio di Brentari et al. (2023). Per questi motivi i risultati sul controllo delle accensioni dei segnali nel campione sono concordi e coerenti con la letteratura esistente, nel confermare la scarsa capacità segnaletica degli IDC nel loro utilizzo.

Ipotesi di ricerca 2:

Viene proposta una regressione su dati Panel ad effetti fissi, per approfondire la relazione tra la Crisi e gli IDC. Il modello viene descritto dalla seguente equazione:

$$Crisi_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 IDSOF_{1it} + \beta_2 IDAP_{2it} + \beta_3 IDRLA_{3it} + \beta_4 IDL_{4it} + \beta_5 IDIPT_{5it} + c_i + u_{it}$$

Utilizziamo gli effetti fissi perché il nostro dataset è formato da più unità, ossia le imprese, analizzate per più periodi temporali, ossia i bilanci. La particolarità di questa regressione è che gli effetti fissi individuali costanti, ossia le caratteristiche proprie di ogni impresa, ricadono all'interno del termine c_i che normalmente non viene osservato. Questo consente di osservare le variazioni che intercorrono nei 5 indici.¹⁵

Il nostro modello vede la variabile Crisi descritta da una variabile binaria 0 quando la crisi non si verifica e 1 quando la crisi è in atto. Consideriamo l'anno di ingresso in CN come l'anno della crisi mentre gli anni precedenti sono considerati anni in cui la crisi non è presente e indicati con 0. Al fine di eseguire correttamente la regressione abbiamo utilizzato il software Gretl e impostato l'anno di bilancio come riferimento temporale¹⁶ e un codice univoco¹⁷ per ogni impresa al fine di catalogare i dati in formato panel.

In alternativa si potrebbe pensare di utilizzare una regressione logistica sui dati così proposti, tuttavia le osservazioni presentano un forte sbilanciamento verso bilanci di imprese non in crisi, questo potrebbe portare delle distorsioni nelle analisi. Inoltre, questo test si pone l'obiettivo di osservare se e come gli IDL influenzino la crisi, in questo

¹⁵ Per maggiori informazioni vedesi: Hill et al. (2013), *Principi di econometria*, Zanichelli, Bologna. Capitolo 15.

¹⁶ L'anno 0 sarà l'anno della crisi l'anno 1 sarà un anno prima della crisi e così fino a rappresentare l'ultimo bilancio disponibile.

¹⁷ Banalmente da 1 a 94, la prima impresa sarà 1 la seconda 2 e così via.

ambito è stato dimostrato che non vi sono differenze che possano alterare drasticamente il segno dell'effetto marginale¹⁸ e quindi anche se i risultati non sono interpretabili come delle probabilità si ritiene il test coerente con le finalità. Il risultato in figura 12 è ottenuto utilizzando standard error robusti:

Modello 1: Effetti fissi, usando 433 osservazioni
 Incluse 89 unità cross section
 Lunghezza serie storiche: minimo 1, massimo 9
 Variabile dipendente: Crisi
 Errori standard robusti (HAC)

| | Coefficiente | Errore Std. | rapporto <i>t</i> | p-value |
|-----------------------|---------------|------------------------|-------------------|---------|
| const | 0,119764 | 0,0118198 | 10,13 | 0,0000 |
| IDSDOF | -0,000213860 | 4,22030e-005 | -5,067 | 0,0000 |
| IDAP | -0,000274685 | 0,000379503 | -0,7238 | 0,4711 |
| IDRLA | -0,00169507 | 0,000745681 | -2,273 | 0,0254 |
| IDL | -3,96094e-005 | 4,05211e-005 | -0,9775 | 0,3310 |
| IDIPT | 0,00488009 | 0,000937313 | 5,206 | 0,0000 |
| Media var. dipendente | 0,156682 | SQM var. dipendente | 0,363920 | |
| Somma quadr. residui | 47,72598 | E.S. della regressione | 0,375213 | |
| LSDV R^2 | 0,167748 | R^2 intra-gruppi | 0,108197 | |
| Log-verosimiglianza | -136,9612 | Criterio di Akaike | 461,9224 | |
| Criterio di Schwarz | 844,5717 | Hannan-Quinn | 612,9767 | |
| $\hat{\rho}$ | -0,101405 | Durbin-Watson | 1,781429 | |

Test congiunto sui regressori –
 Statistica test: $F(5, 88) = 15,6513$
 con p-value = $P(F(5, 88) > 15,6513) = 5,34576e-11$
 Test robusto per la differenza delle intercette di gruppo –
 Ipotesi nulla: i gruppi hanno un'intercetta comune
 Statistica test: Welch $F(88, 86, 9) = 7,64822$
 con p-value = $P(F(88, 86, 9) > 7,64822) = 6,72984e-19$

Figura 12: Test di Impatto degli IDC sulla Crisi.

Osserviamo come IDSDOF, IDRLA e IDPT siano significativi per il modello con i seguenti effetti: IDSDOF e IDRLA hanno un effetto negativo sulla crisi; quindi, se tali indici aumentano la probabilità che l'impresa sia in crisi diminuisce; invece, IDPT ha un effetto positivo quindi un aumento di tale indice aumenta la probabilità che l'impresa sia in crisi. Le evidenze sono coerenti con l'interpretazione del significato degli indici. In base alle discussioni del punto precedente la non significatività di IDL non ci sorprende come risultato. L'IDAP che misura l'adeguatezza del patrimonio potrebbe non soddisfare le aspettative, il grado di patrimonializzazione sembrerebbe non influenzare la possibilità che un'impresa presenti istanza di composizione negoziata. Fallini e Postiglione (2021) hanno sottolineato come l'indice di adeguatezza patrimoniale sia stato utile al fine di non segnalare falsi positivi nel modello con le soglie, ma che la sua percentuale di accensione

¹⁸ Hill et al. (2013), *Principi di econometria*, Zanichelli, Bologna. Capitolo 16. Pag. 661,662.

nel loro campione è piuttosto ridotta e questo è coerente con i risultati riportati dalla tabella 16.

Il risultato relativo all'IDAP deve essere interpretato con attenzione, se la definizione di crisi è quella "finanziaria" il risultato che l'adeguatezza patrimoniale non sia utile a discriminare una impresa in crisi da una che non lo è, può essere valutato coerente con il quadro teorico esposto. Inoltre, il riferimento alla patrimonializzazione potrebbe essere ridondante visto che il primo controllo che l'impresa deve fare è proprio quello relativo al PN.

Alla luce di ciò sarebbe da chiedersi perché sia stato inserito tra gli indici che dovrebbero spiegare una crisi finanziaria e non patrimoniale. Il motivo dell'inserimento potrebbe essere dato dalla previsione ex Art 13 CCII, che, come riportato al capitolo 2.2 obbligava il CNDCEC ad utilizzare, almeno, alcuni indici che poi si sono concretizzati con il IDAP e IDSDOF.

Come ulteriore controllo, per capire se e come gli IDC siano in grado di catturare le variazioni del patrimonio netto viene proposto un altro test. La variabile dipendente sarà il PN, mentre le variabili indipendenti saranno il set di indici. Considerando che si vuole osservare se gli IDC possano spiegare le variazioni del PN occorre calcolare la differenza prima del PN. Tale variabile viene chiamata ΔPN_{it} ed è composta da $PN_{it} - PN_{it-1}$. Il modello proposto è il seguente:

$$\Delta PN_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 IDSO_{1it} + \beta_2 IDAP_{2it} + \beta_3 IDRLA_{3it} + \beta_4 IDL_{4it} + \beta_5 IDIPT_{5it} + c_i + u_{it}$$

La tecnica utilizzata è sempre la regressione su dati panel con errori standard robusti.

I risultati vengono proposti nella figura 10.

Modello 2: Effetti fissi, usando 363 osservazioni
 Includere 89 unità cross section
 Lunghezza serie storiche: minimo 1, massimo 8
 Variabile dipendente: ΔPN
 Errori standard robusti (HAC)

| | Coefficiente | Errore Std. | rapporto t | p-value |
|-----------------------|--------------|------------------------|--------------|---------|
| const | 386817, | 294541, | 1,313 | 0,1925 |
| IDSDOF | 6298,56 | 1083,49 | 5,813 | 0,0000 |
| IDAP | 35692,9 | 11268,1 | 3,168 | 0,0021 |
| IDRLA | -9004,70 | 42968,1 | -0,2096 | 0,8345 |
| IDL | -849,320 | 1051,46 | -0,8078 | 0,4214 |
| IDIPT | 24036,7 | 23999,2 | 1,002 | 0,3193 |
| Media var. dipendente | 1195914 | SQM var. dipendente | 9628273 | |
| Somma quadr. residui | 2,35e+16 | E.S. della regressione | 9343848 | |
| LSDV R^2 | 0,302089 | R^2 intra-gruppi | 0,044344 | |
| Log-verosimiglianza | -6286,914 | Criterio di Akaike | 12761,83 | |
| Criterio di Schwarz | 13127,90 | Hannan-Quinn | 12907,34 | |
| $\hat{\rho}$ | 0,129719 | Durbin-Watson | 1,178922 | |

Test congiunto sui regressori –
 Statistica test: $F(5, 88) = 19,7488$
 con p-value = $P(F(5, 88) > 19,7488) = 3,80108e-13$
 Test robusto per la differenza delle intercette di gruppo –
 Ipotesi nulla: i gruppi hanno un'intercetta comune
 Statistica test: Welch $F(88, 71, 1) = 35,0349$
 con p-value = $P(F(88, 71, 1) > 35,0349) = 3,15251e-37$

Figura 13: Impatto IDC sulla Variazione di PN

I risultati indicano che solo IDSDOF e IDAP hanno un impatto positivo su ΔPN , quindi all'aumento di questi indici vi è un incremento positivo del PN. Tuttavia, una parte dei risultati ottenuti è incoerente con la struttura logica con la quale sono creati gli indici, senza una apparente spiegazione. Un incremento dell'indice di sostenibilità degli oneri finanziari (IDSDOF) è da interpretarsi negativamente, i risultati suggeriscono il contrario in termini di variazioni sul patrimonio.

In questo test l'impatto di IDSDOF ha un coefficiente differente da quanto ci si aspetta. Si potrebbe argomentare che le variazioni del patrimonio netto, non sono spiegate da indici che nascono come interpreti di una crisi di tipo finanziario, se tale affermazione è vera allora non si spiega perché il legislatore abbia inizialmente obbligato il CNDCEC ad utilizzare un indice come il IDAP. Inoltre, si potrebbe argomentare che secondo i dati, quando aumentano i debiti previdenziali e tributari le imprese tendono ad incrementare il loro patrimonio.

La significatività e il coefficiente dell'indice di adeguatezza patrimoniale (IDAP) è coerente con le aspettative; invece, l'interpretazione dei risultati di IDSDOF potrebbe essere oggetto di approfondimenti.

Osservando gli errori standard piuttosto elevati si potrebbe sospettare la presenza di collinearità tra le variabili esplicative. Per identificare la presenza di collinearità

utilizziamo la matrice di correlazione delle variabili, i risultati non suggeriscono la presenza di collinearità. Un ulteriore test che si può effettuare per verificare la collinearità è quello delle regressioni ausiliarie. Per farlo si stimano cinque regressioni in cui ogni variabile indipendente del modello originale viene utilizzata come variabile dipendente, mentre le restanti fungono da variabili esplicative. L' R^2 ottenuto da queste regressioni fornisce un'indicazione della possibile collinearità tra le variabili esplicative nel modello originale. Dai risultati non emergono segnali di collinearità. Solo per gli indici IDAP e IDRLA, l' R^2 delle regressioni è di poco superiore al 50%, tuttavia, secondo il test valori inferiori all'80% non sono preoccupanti, per questo si conclude che la collinearità non è presente e non ha influenzato i risultati.¹⁹

Ipotesi di ricerca 3:

In questa fase si è cercato di verificare se gli IDC possano essere utilizzati in un modello di previsione della crisi, senza utilizzare le soglie. Utilizzeremo, la tecnica della regressione logistica multinomiale sui nostri dati utilizzando le stesse imprese descritte precedentemente, con delle piccole variazioni. La variabile Crisi solitamente viene rappresentata numericamente con 1 nel bilancio dell'impresa che in quell'anno aveva fatto il suo ingresso in CN, 0 nel bilancio dell'impresa se questa non aveva fatto il suo ingresso in CN (o altre procedure). Così facendo considerando che si disponevano di più bilanci per ogni impresa è stato possibile verificare come gli IDL abbiano influenzato la variabile "Crisi"; tuttavia, se si vuole creare un modello che restituisca le probabilità di essere in Crisi o meno, avere un campione così sbilanciato può essere problematico, per cercare di limitare questo problema si ricerca una soluzione semplice per bilanciare il dataset. Un metodo che si può adattare al nostro caso è quello di bilanciare correttamente i dati avendo lo stesso numero di imprese sane e in crisi²⁰, utilizzando due bilanci per ogni impresa, uno relativo all'anno in cui vi è stato l'ingresso in CN dove la crisi sarà indicata con 1, mentre l'altro bilancio sarà dell'anno prima dell'entrata in CN e sarà indicato con 0.

¹⁹Tale test è consigliato nel testo: Hill et al. (2013), *Principi di econometria*, Zanichelli, Bologna. Capitolo 15. Pag. 263.

²⁰Hosmer, D.W. e Lameshow, S. (2000), *Applied Logistic Regression*, Wiley & Sons, USA. Pag: 135,136 e 137.

In letteratura non sono mai stati fatti test sugli IDC di questo tipo, ma la regressione logistica è largamente utilizzata per la stima delle PD di imprese non quotate²¹. Sulla base dei risultati esposti nella domanda 1 e domanda 2, ci aspettiamo che il modello abbia una scarsa capacità di discriminare correttamente le imprese che sono in crisi da quelle che invece non lo sono. In figura 11 si espongono i risultati:

Modello 2: Logit, usando 137 osservazioni
Variabile dipendente: Crisi
Errori standard QML

| | Coefficiente | Errore Std. | z | p-value |
|-----------------------|--------------|---------------------|---------|-----------|
| const | 0,0271348 | 0,226598 | 0,1197 | 0,9047 |
| IDSDOF | -0,00337485 | 0,00511947 | -0,6592 | 0,5098 |
| IDAP | -0,00636128 | 0,00787155 | -0,8081 | 0,4190 |
| IDRLA | -0,00802404 | 0,0103383 | -0,7761 | 0,4377 |
| IDL | -0,000548132 | 0,000679605 | -0,8065 | 0,4199 |
| IDIPT | 0,00155019 | 0,00796179 | 0,1947 | 0,8456 |
| Media var. dipendente | 0,496350 | SQM var. dipendente | | 0,501821 |
| R^2 di McFadden | 0,039421 | R^2 corretto | | -0,023765 |
| Log-verosimiglianza | -91,21417 | Criterio di Akaike | | 194,4283 |
| Criterio di Schwarz | 211,9482 | Hannan-Quinn | | 201,5480 |

Numero dei casi 'previsti correttamente' = 85 (62,0 per cento)

Test del rapporto di verosimiglianza: $\chi^2(5) = 7,487$ [0,1869]

| | Previsto | |
|-------------|----------|----|
| | 0 | 1 |
| Effettivo 0 | 50 | 19 |
| 1 | 33 | 35 |

Figura 14: Risultati modello Logit con IDC

Il modello così esposto evidenzia come nessun IDC sia considerato significativo; infatti, osserviamo che non ci sono $p - value < 0,5$. La scarsa capacità esplicativa del modello è anche mostrata dal test di rapporto di verosimiglianza che indica un $p - value > 0,5$. La matrice di confusione conferma la scarsa predisposizione del modello a catturare la crisi aziendale. Le previsioni non sono affidabili per determinare se un'impresa è in crisi oppure meno. Il modello è stato testato con errori standard robusti per mitigare l'eteroschedasticità ed il test per la collinearità *VIF*, non individua problematiche di collinearità tra le variabili esplicative. Tali risultati sono in linea con le ipotesi iniziali.

²¹ Vedesi Capitolo 1 revisione della letteratura.

Contributo

Il test delle ipotesi vede risultati concordi con la letteratura presente sull'argomento e amplia tali conclusioni in differenti contesti.

Avendo riferimento alle conclusioni ottenute dalla prima ipotesi, il presente lavoro di ricerca si inserisce ad ampliare i risultati ottenuti da Fallini e Postiglione (2021), Arcari e Grechi (2021), confermando come lo strumento d'allerta utilizzato con le soglie si riveli inefficace, specie quando dovrebbe rappresentare l'ultimo presidio per indagare lo stato di crisi. L'utilizzo dei test effettuati al fine di confutare o confermare le ipotesi 2 e 3 confermano e ampliano i risultati relativi all'efficacia degli IDC inseriti in modelli predittivi e di calcolo della PD per le imprese non quotate, confermando la loro inefficacia anche senza l'utilizzo delle soglie, questo amplia i risultati esposti da Brentari et al. (2023) che suggeriva ulteriori test su campioni differenti.

Limitazioni

Il presente lavoro non è esente da limitazioni. La dimensione del campione e la mancanza di alcuni dati, in particolare, negli anni a ridosso la crisi, potrebbe avere reso i nostri risultati meno precisi. Si ricorda che in caso di assenza del bilancio dell'anno in crisi si è utilizzato il bilancio immediatamente precedente, questo tipo di assunzione potrebbe essere considerata troppo limitante.

Ricerche future

Altri lavori potrebbero estendere i risultati ottenuti, utilizzando un numero maggiore di dati e/o con tecniche statistiche più sofisticate, al fine di ottenere risultati maggiormente precisi. Ulteriori ricerche potrebbero indagare con maggiore quantità di dati l'efficacia degli IDC nello spiegare ulteriori variabili come il DSCR, che è stato escluso dalle analisi poiché siamo stati impossibilitati al calcolo prospettico come era inteso dal CNDCEC. Inoltre, potrebbe essere dedicata maggiore attenzione all'indice IDSDOF in relazione alle variazioni del patrimonio netto.

La tesi ha più volte citato i costi che le imprese avrebbero dovuto sostenere per attuare tale meccanismo preventivo, seppure si possa concludere che in relazione agli IDC tali costi potrebbero essere superiori ai benefici, questo lavoro trascura completamente l'analisi costi-benefici di adottare un assetto organizzativo in grado di calcolare, indici,

che se efficaci possono segnalare anomalie alle imprese. Ulteriori ricerche potrebbero approfondire tale tematica di assoluta rilevanza, poiché anche qualora il legislatore dovesse adottare indici adeguati, la loro applicabilità dovrebbe essere condizionata al fatto che possano portare benefici attesi, maggiori dei costi sostenuti per il monitoraggio.

Conclusioni

Il lavoro di ricerca e l'esposizione anche dei capitoli precedenti enfatizza come le imprese abbiano la necessità di essere sensibilizzate alla tematica della crisi, avendo attenzione alla prevenzione attuando assetti organizzativi adeguati. I dati relativi alla sottoscrizione del test pratico da presentare allegato alla istanza di ingresso in CN, confermano che solo il 37% delle imprese sono in grado di fornire tali informazioni, altro fatto rilevante è che si osserva come il 53% delle imprese dopo un'infruttuosa CN non attuino nessun tipo di misura prevista dal CCII per fronteggiare la crisi restando in un limbo con possibili conseguenze per i creditori. Questo non sarebbe stato possibile se si fosse mantenuta la previsione normativa per cui l'OCRI avrebbe potuto dichiarare la liquidazione giudiziale dell'impresa. Tali risultati mettono in luce come si è ancora lontani dal potere affermare che le imprese prestino adeguata attenzione alla prevenzione della crisi.

Infine, tramite un campione di dati di imprese in CN, si è confermato come gli IDC pre-riforma del CCII ideati dal CNDCEC, siano uno strumento inefficace, per quanto siano stati creati con le migliori intenzioni, per questo motivo si valuta la loro rimozione dell'apparato normativo italiano corretta.

Considerata la scarsa attenzione da parte delle imprese, in tema di prevenzione, la tesi individua la necessità di strumenti pratici, efficaci e possibilmente economici che possono essere messi a disposizione delle imprese per prevenire le crisi.

La sfida maggiore per il futuro è insita nel creare strumenti con tali caratteristiche che vengano percepiti come strumenti necessari e quindi utilizzati attivamente dalle imprese.

Fonti

Bibliografia

- Acharya, V. V., Crosignani, M., Eisert, T., & Eufinger, C. (2024). Zombie Credit and (Dis-) Inflation: Evidence from Europe. *The Journal of Finance*, 79(3), 1883-1929.
- Adnan Aziz, M., & Dar, H. A. (2006). Predicting corporate bankruptcy: where we stand?. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 6(1), 18-33.
- Alaka, H., Oyedele, L., Owolabi, H., Akinade, O., Bilal, M., & Ajayi, S. (2018). A big data analytics approach for construction firms failure prediction models. *IEEE Transactions on Engineering Management*, 66(4), 689-698.
- Alderson, M. J., & Betker, B. L. (1995). Liquidation costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 39(1), 45-69.
- Alberti, A., M. (2023). L'interesse dei creditori e la continuazione dell'attività nel codice della crisi e dell'insolvenza: Un'analisi trasversale, in *Ristrutturazioni aziendali*, 30 marzo.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609.x
- Altman, E. I., Hotchkiss, E., & Wang, W. (2019). Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy: analyze leveraged finance, distressed debt, and bankruptcy. *John Wiley & Sons*.
- Andreani, E. (2023). Adeguate assetti Ex art 2086 C.C., Valutazione creditizia ed evoluzione della relazione banca impresa, in *Ristrutturazioni Aziendali*. 24 ottobre.
- Ashraf, S., GS Félix, E., & Serrasqueiro, Z. (2019). Do traditional financial distress prediction models predict the early warning signs of financial distress?. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 55.
- BARKER III, V. L., & Duhaime, I. M. (1997). Strategic change in the turnaround process: Theory and empirical evidence. *Strategic management journal*, 18(1), 13-38.
- Beaver, W., H. (1968). Alternative Accounting Measures As Predictors of Failure. in, *The Accounting Review*, Published by: *American Accounting Association*.
- Bellovary, J., L., Giacomino, E. D., Micheal, D. A. (2007), A Review of Bankruptcy Prediction Studies: 1930 to Present, in *Journal of Financial Education*, Vol. 33 (WINTER 2007).

Berger, A. N., & Udell, G. F. (2002). Small business credit availability and relationship lending: The importance of bank organisational structure. *The economic journal*, 112(477), F32-F53.

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of business*, 351-381.

Blazy, R., Chopard, B., Fimayer, A., & Guigou, J. D. (2011). Employment preservation vs. creditors' repayment under bankruptcy law: The French dilemma?. *International Review of Law and Economics*, 31(2), 126-141.

Blazy, R., Martel, J., & Nigam, N. (2014). The choice between informal and formal restructuring: The case of French banks facing distressed SMEs. *Journal of Banking & Finance*, 44, 248-263.

BOUBAKER, Sabri, et al. (2020), Does corporate social responsibility reduce financial distress risk?. in *Economic Modelling*, 91: 835-851.

Cantoni, E. (2007), La capacità segnaletica degli indici di bilancio riscontri empirici in condizioni di disequilibrio gestionale, *Franco Angeli*, Milano, ISBN: 9788846488329

Carter, R., & Auken, H. V. (2006). Small firm bankruptcy. *Journal of Small Business Management*, 44(4), 493-512.

Chowdhury, S. D., & Lang, J. R. (1996). Turnaround in small firms: An assessment of efficiency strategies. *Journal of Business Research*, 36(2), 169-178.

Coats, P. K., & Fant, L. F. (1993). Recognizing financial distress patterns using a neural network tool. *Financial management*, 142-155.

Cocco, L. M., Cavezzali, E., Rigoni, U., & Simion, G. (2024). How does soft information on the causes of default affect debt renegotiation? The Italian evidence. *Annals of Finance*, 20(1), 45-89.

Collett, N., Pandit, N. R., & Saarikko, J. (2014). Success and failure in turnaround attempts. An analysis of SMEs within the Finnish Restructuring of Enterprises Act. *Entrepreneurship & Regional Development*, 26(1-2), 123-141.

Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili (CNDCEC), Assetti Organizzativi, Amministrativi e contabili: Check-List Operative, 25 luglio 2023

Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili (CNDCEC), Crisi d'impresa gli indici dell'allerta, 20 ottobre 2019.

Cornée, S. (2019). The relevance of soft information for predicting small business credit default: Evidence from a social bank. *Journal of Small Business Management*, 57(3), 699-719.

Denis, D. K., & Rodgers, K. J. (2007). Duration, outcome, and post-reorganization performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1), 101-118.

European Banking Authority (2020) Guidelines on loan origination and monitoring, 29 Maggio.

European Banking Authority (2018) Guidelines on management of non-performing and forborne exposures, 31 ottobre

Falini, A., & Postiglione, M. (2021). L'efficacia degli indicatori settoriali di allerta previsti dal nuovo Codice della Crisi. *Impresa Progetto*, 2.

Francis, D. J., Desai, A. B. (2005), Situational and organizational determinants of turnaround, *Management Decision* Vol. 43 No. 9, 2005 pp. 1203-1224. DOI/ISBN: DOI 10.1108/00251740510626272

Garcia, J. (2022). Bankruptcy prediction using synthetic sampling. *Machine Learning with Applications*, 9, 100343.

García, J.C., Herrero, B. (2020), Female directors, capital structure, and financial distress, *Journal of Business Research* 136 (2021) 592–601. DOI/ISBN: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.07.061> Received 12 November 2020; Received in revised form

García Lara, J. M., Osma, B. G., & Neophytou, E. (2009). Earnings quality in ex-post failed firms. *Accounting and business research*, 39(2), 119-138.

Giacomelli, S. I. L. V. I. A., Mocetti, S. A. U. R. O., & Rodano, G. I. A. C. O. M. O. (2021). Fallimenti d'impresa in epoca Covid. *Note COVID-19*, 27.

Giacosa, E., & Mazzoleni, A. (2018). I modelli di previsione dell'insolvenza aziendale. Efficacia predittiva, limiti e prospettive di utilizzo (Vol. 1, pp. 1-173). Giappichelli.

- Gilson, S. C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of financial Economics*, 25(2), 241-262.
- Gilson, S. C., John, K., & Lang, L. H. (1990). Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of financial economics*, 27(2), 315-353.
- GOBBI, G., PALAZZO, F., & SEGURA, A. (2020). Le misure di sostegno finanziario alle imprese post-covid-19 e le loro implicazioni di medio termine. Banca d'Italia, *Note Covid-19*, 15.
- Grunert, J., Norden, L., & Weber, M. (2005). The role of non-financial factors in internal credit ratings. *Journal of banking & finance*, 29(2), 509-531.
- Hall, G. (1992). Reasons for insolvency amongst small firms—A review and fresh evidence. *Small Business Economics*, 4, 237-250.
- Hill, R. C., Griffiths, W. E., & Lim, G. C. (2013). *Principi di econometria*. Zanichelli.
- Hillegeist, S. A., Keating, E. K., Cram, D. P., & Lundstedt, K. G. (2004). Assessing the probability of bankruptcy. *Review of accounting studies*, 9, 5-34.
- Hosmer Jr, D. W., Lemeshow, S., & Sturdivant, R. X. (2013). *Applied logistic regression*. John Wiley & Sons.
- Irrera, M. (2020). Le misure di allerta ai tempi del coronavirus. Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali.
- Irrera, M. (2020). Le procedure concorsuali al tempo del coronavirus: alcune proposte.
- Jodjana, J. J., Nathaniel, S., Rinaningsih, R., & Pranoto, T. (2021). The effect of board and ownership structure on the possibility of financial distress. *Journal of Accounting and Investment*, 22(3), 602-624.
- Kahl, M. (2002). Economic distress, financial distress, and dynamic liquidation. *The Journal of Finance*, 57(1), 135-168.
- Kim, H., Cho, H., & Ryu, D. (2022). Corporate bankruptcy prediction using machine learning methodologies with a focus on sequential data. *Computational Economics*, 59(3), 1231-1249.

- Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. (2015). Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. *Journal of corporate finance*, 33, 19-33.
- Lian, Y. (2017). Financial distress and customer-supplier relationships. *Journal of Corporate Finance*, 43, 397-406.
- Liang, D., Tsai, C. F., & Wu, H. T. (2015). The effect of feature selection on financial distress prediction. *Knowledge-Based Systems*, 73, 289-297.
- Liou, D. K. (2007). Macroeconomic Variables and Financial Distress. *Journal of Accounting, Business & Management*, 14.
- Lolli, A., & Paolucci, M. G. (2020). L'adeguatezza degli assetti nel codice della crisi dell'impresa. *Crisi d'Impresa e insolvenza*.
- López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S., & Torre-Olmo, B. (2015). Investment decisions of companies in financial distress. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(3), 174-187.
- Madrid-Guijarro, A., García-Pérez-de-Lema, D., & Van Auken, H. (2011). An analysis of non-financial factors associated with financial distress. *Entrepreneurship and Regional Development*, 23(3-4), 159-186.
- Mallinguh, E. B., & Zéman, Z. (2020). Financial distress, prediction, and strategies by firms: A systematic review of literature. *Periodica Polytechnica Social and Management Sciences*, 28(2), 162-176.
- Manente, D. (2022), Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, *Wolters Kluwer*. ISBN: 978-88-1338-080-9
- Marzo, G., & Variano, S. (2022). La valutazione delle aziende in crisi.
- Mossman, C. E., Bell, G. Swartz, M., Turtle, H. (1998), An empirical comparison of bankruptcy models, *EFA Finance Eastern Association The Review Financial The Financial Review* 33 (1998) 35-5.
- Naccarato, F. (2017). Tecnica di finanziamento d'impresa. *Giappichelli Editore*.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial Ratios and The Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*.

- Orlando, T., & Rodano, G. (2022). L'impatto Del Covid-19 Sui Fallimenti E Le Uscite Dal Mercato Delle Imprese Italiane. *Banca d'Italia*.
- Pacchi, S. (2021). Le misure urgenti in materia di crisi d'impresa e di risanamento aziendale ovvero i cambi di cultura sono sempre difficili. *Ristrutt. aziend*, 9.
- Pelosi, M., Rodano, G., & Sette, E. (2021). Zombie firms and the take-up of support measures during Covid-19. *Bank of Italy Occasional Paper*, (650).
- Pindado, J., & Rodrigues, L. (2005). Determinants of financial distress costs. *Financial Markets and Portfolio Management*, 19(4), 34
- Prosperi, S. (2003). Il governo economico della crisi aziendale. *Giuffrè*.
- QUAGLI, A. (2021). Sulla necessaria rimodulazione nel codice della crisi degli indicatori e indici della crisi. *Ristrutt. aziend*, 28.
- Risaliti, G., Migliori, S., Ianni, L., Baldissera, A. (2023), Le parole della crisi: capitolo 1 La crisi e l'insolvenza, *Franco Angeli*. DOI/ISBN: 978-8835139577
- Riva, P. A. T. R. I. Z. I. A., Danovi, A., Comoli, M., & Garelli, A. (2020). Gli attori della governance coinvolti nelle fasi dell'allerta e gli indici della crisi secondo il nuovo CCI. *Giurisprudenza commerciale*, (3), 594-628.
- Robbins, K.D., Pearce, J., A. (1992), TURNAROUND: RETRENCHMENT AND RECOVERY, *Strategic Management Journal*, May, 1992, Vol. 13, No. 4, pp. 287-309.
- Shetty, S., Musa, M., & Brédart, X. (2022). Bankruptcy prediction using machine learning techniques. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(1), 35.
- Smith, M., & Graves, C. (2005). Corporate turnaround and financial distress. *Managerial Auditing Journal*, 20(3), 304-320.
- Sottoriva, C. (2012). Crisi e declino dell'impresa. Interventi di turnaround e modelli previsionali. *Giuffrè Editore*.
- Sudarsanam, S., & Lai, J. (2001). Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, 12(3), 183-199.
- Sui Pheng, L., Ho, D. K., & Soon Ann, Y. (1999). Crisis management: a survey of property development firms. *Property Management*, 17(3), 231-251.

- Thornhill, S., & Amit, R. (2003). Learning about failure: Bankruptcy, firm age, and the resource-based view. *Organization science*, 14(5), 497-509.
- Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of financial economics*, 13(1), 137-151.
- Uchida, H., Udell, G. F., & Yamori, N. (2012). Loan officers and relationship lending to SMEs. *Journal of Financial Intermediation*, 21(1), 97-122.
- Urbani, A. (2022). La disciplina sulle moratorie e sulle garanzie pubbliche dei finanziamenti bancari tra COVID e post-COVID. *Banca Impresa Società*, 41(2), 157-180.
- Varetto, F. (1998). Genetic algorithms applications in the analysis of insolvency risk. *Journal of Banking & Finance*, 22(10-11), 1421-1439.
- Wang, J., & Bai, T. (2024). How digitalization affects the effectiveness of turnaround actions for firms in decline. *Long Range Planning*, 57(1), 102140.
- Weiss, L. A. (1990). Bankruptcy resolution: Direct costs and violation of priority of claims. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 285-314.
- Wood, A. P., & Jackson, R. H. (2013). The performance of insolvency prediction and credit risk models in the uk: a comparative study.
- Zanoletti, M. (2023) Adeguate assetti organizzativi, amministrativi e contabili dell'impresa. Il nuovo approccio imposto dal (nuovo) Art. 3 c. 3 e 4 C.C.I.L., in *Ristrutturazioni Aziendali*, 4 novembre.
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting research*, 59-82.

Sitografia

CRIBS - <https://www.cribis.com/it/approfondimenti/liquidazioni-giudiziali-dati-aziende-italiane/>

IPSOA - <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2023/09/05/adeguati-assetti-organizzativi-crisi-impresa-criticita-piccole-medie-aziende>

La stampa - <https://finanza.lastampa.it/News/2024/02/26/liquidazioni-giudiziali-in-italia-+7percento-rispetto-a-dicembre-2022/MTczXzlwMjQtMDItMjZfVExC>

Revilaw - https://www.revilaw.it/2021/08/10/il-tribunale-di-milano-interpreta-il-nuovo-articolo-2477-comma-5-c-c-su-sindaci-e-revisori/?utm_source=chatgpt.com