

*Università degli Studi
di Brescia*



*Dipartimento di
Economia Aziendale*

Alberto FALINI

***LA CRISI D'IMPRESA E LE SUE CAUSE:
UN MODELLO INTERPRETATIVO***

Paper numero 125

Dicembre 2011

LA CRISI D'IMPRESA E LE SUE CAUSE:
UN MODELLO INTERPRETATIVO

di

Alberto FALINI
Associato di Economia e Gestione delle Imprese
Università degli Studi di Brescia

Indice

1. Introduzione.....	1
2. La definizione di crisi e declino nell'approccio classico	3
3. Il quadro teorico di riferimento sulle cause della crisi: la visione sistemica	5
4. Cause della crisi negli studi di <i>management</i>	7
5. Cause della crisi e <i>turnaround</i> : quale relazione?	14
6. Le cause della crisi: proposta di un modello interpretativo.....	17
7. Un esempio di applicazione del modello	27
8. Riflessioni conclusive.....	31
Bibliografia	33

1. Introduzione

Nel corso degli anni il fenomeno della crisi d'impresa è stato oggetto di numerosi studi nazionali ed internazionali che ne hanno indagato gli aspetti più rilevanti. I diversi orientamenti sviluppati risentono del momento storico e del luogo in cui essi originano, quali ad esempio le condizioni macroeconomiche e storiche del Paese, la cultura manageriale e gli strumenti messi a disposizione dal legislatore per gestire e risolvere le crisi (Della Corte, 1996). Un filone introdotto e sviluppato prevalentemente nei Paesi anglosassoni, ripreso anche in Italia, è relativo alla predizione della crisi d'impresa tramite l'adozione di metodologie statistiche uni-variate e multi-variate (es: Beaver, 1966; Altman, 1968, 1983, 1995, 2002; Alberici, 1975; Appetiti, 1984; Forestieri, 1986; Bijnen e Wijn, 1994). Altri autori si sono invece concentrati sulle modalità di gestione di questa delicata fase tramite le procedure concorsuali (es: Caprio, 1997; Floreani, 1997; Belcredi, 1997; Moliterni, Paci e Vallini, 2003; Falini, 2008). Un ulteriore importante filone di studi dirige l'attenzione sulla gestione della crisi finalizzata al «ritorno al valore», indagando dunque quel processo identificato con il termine *turnaround* (es: Slatter, 1984, 1999, 2003; Guatri, 1986, 1995; Robbins e Pearce, 1992; Chowdhury e Lang, 1996; Barker e Duhaime, 1997; Bertoli, 2000; Danovi, 2003; Danovi e Quagli, 2008, 2010; Gilson, 2010). Una rilevante parte della letteratura si è, infine, concentrata sull'analisi delle cause della crisi (es: Argenti, 1976; Coda, 1977, 1989; Slatter, 1984; Guatri, 1986, 1995; Hambrick e D'Aveni, 1988, 1992; Confalonieri, 1993; Sciarelli, 1996; Moliterni, 1999; Picicocchi, 2003; Bertoli, 2004), anche intese quale primo passo per giustificare la variabilità delle *performance* delle strategie di *turnaround* (Chowdhury, 2002). Le schematizzazioni proposte nell'ambito di tale prospettiva, pur se caratterizzate da un elevato grado di dettaglio, non consentono tuttavia di giungere ad un modello interpretativo applicabile a crisi sviluppatasi in tempi e contesti differenti. Tali studi si limitano, infatti, a rilevare le cause più comuni di crisi dell'impresa per giustificare i contenuti (operativi e/o strategici) del *turnaround* senza esplicitare il peso relativo di ciascun fattore, così trascurando un fondamentale elemento di complessità del fenomeno in esame. I contributi in parola, inoltre, se da un lato riconoscono l'influenza esercitata dalle determinanti della crisi sulla natura delle azioni correttive implementate, dall'altro non spiegano come tale influenza si manifesti nell'ambito delle singole realtà aziendali. Un tema centrale, che non trova adeguata esplicitazione negli studi di *management*, consiste infatti nell'identificazione e nella verifica dei molteplici collegamenti esistenti tra il contenuto delle strategie di *turnaround*, il contesto nel quale tali strategie sono realizzate ed il loro processo di implementazione, determinando il

passaggio dell'impresa dalle prime fasi del declino, coincidenti con il progressivo deterioramento delle *performance* aziendali, a quelle successive, sino al definitivo rilancio o, in alternativa, al fallimento (Pandit, 2000).

In questo quadro si colloca il presente studio, che si propone di offrire un contributo sul tema della crisi d'impresa attraverso l'elaborazione di uno strumento di valutazione dei diversi fattori che, con varia intensità, contribuiscono a determinare la crisi dell'impresa. L'applicazione *ex post* del modello permette di approfondire la relazione, trascurata da parte della letteratura, tra cause della crisi e azioni correttive, così da porre in luce le eventuali incongruenze tra le une e le altre. Il modello presentato può inoltre trovare utile applicazione nella fase diagnostica a supporto dei professionisti della crisi e dei *practicioners*; si tratta, infatti, di uno strumento che consente di identificare e rappresentare nel dettaglio le determinanti della crisi aziendale e il peso relativo di ciascun fattore, così da favorire la selezione delle strategie di intervento maggiormente efficaci.

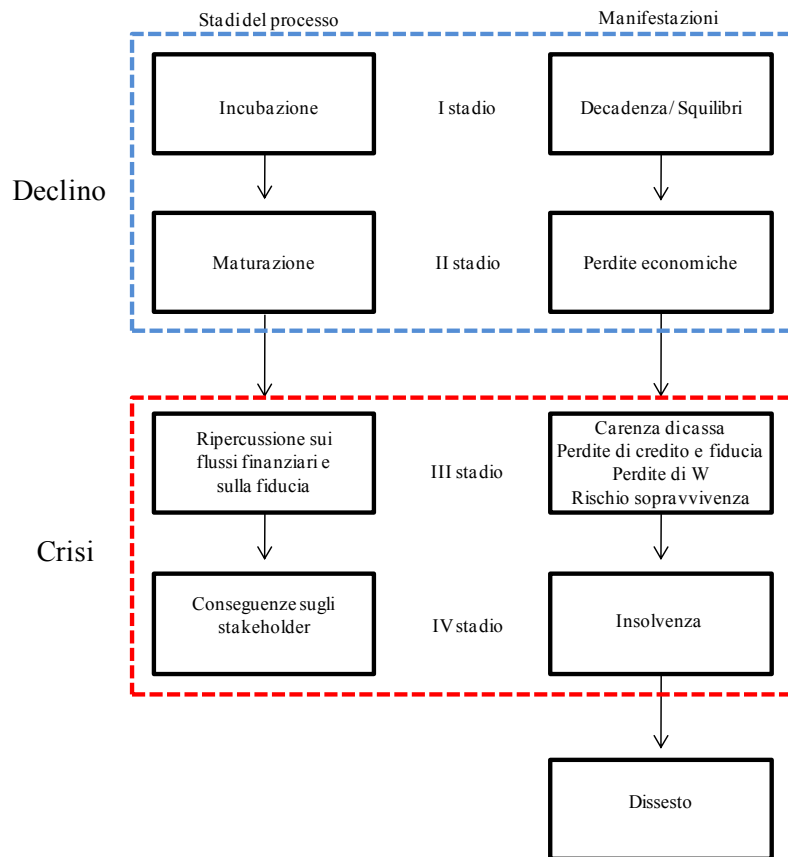
Per quanto concerne la struttura del presente contributo, dopo il paragrafo introduttivo, nel secondo paragrafo, senza alcuna pretesa di esaustività, si richiama la teoria classica sulla crisi e sul declino dell'impresa allo scopo di evidenziarne gli stadi e le manifestazioni. Di seguito (par. 3), si ricorda la teoria sistemica dell'impresa, la quale interpreta la crisi quale fenomeno complesso con evidenti ripercussioni sui sistemi rilevanti. Nel paragrafo 4 è sviluppata una ricognizione dei principali contributi teorici sul tema delle cause della crisi, corredata dalle evidenze empiriche emerse dagli studi nazionali ed internazionali. Il paragrafo 5 è dedicato all'interpretazione delle cause della crisi nell'ambito di uno schema concettuale più ampio, in grado di connettere i fattori all'origine delle difficoltà aziendali e, dunque, le diverse tipologie di crisi ad appropriate strategie di *turnaround*.

Richiamate, quindi, le principali teorie sull'argomento delle cause del declino e della crisi d'impresa, nel paragrafo 6 viene composta una sintesi dei diversi approcci mediante la proposta di un modello interpretativo del quale sono analizzati gli elementi costitutivi. Il paragrafo 7 presenta una verifica empirica del modello, mentre l'ultimo paragrafo (par. 8) è dedicato alle considerazioni finali sul modello ed alle sue possibili applicazioni.

2. La definizione di crisi e declino nell'approccio classico

Secondo l'approccio di Guatri (1995), il percorso di crisi può essere descritto come una sequenza di quattro stadi interdipendenti (Fig. 1), per ognuno dei quali si possono osservare specifiche manifestazioni.

Figura 1 - I quattro stadi del percorso di crisi



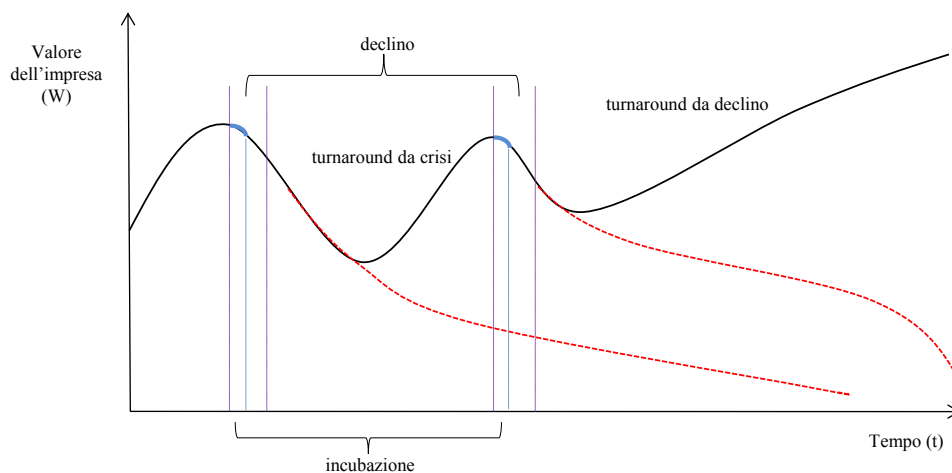
Fonte: Guatri (1995)

All'interno di tale percorso si individuano due fasi principali: il declino e la crisi. Gli stadi del declino sono costituiti dall'incubazione e dalla maturazione mentre quelli della crisi sono definiti dalle ripercussioni delle perdite sui flussi di cassa e dalla definitiva esplosione della crisi che lede in modo evidente tutti gli *stakeholder* dell'impresa.

Il declino rappresenta il momento in cui si manifestano i primi squilibri nonché le prime inefficienze. È la fase in cui la capacità reddituale dell'impresa inizia a essere erosa e l'immagine aziendale tende ad indebolirsi di fronte ai suoi *stakeholder*, contribuendo così a creare una

decadenza che può manifestarsi in un peggioramento tanto della qualità e dell'adeguatezza dei prodotti o dei servizi offerti, quanto nei rapporti con clienti e fornitori. In questa fase i flussi economici non assumono necessariamente segno negativo; si assiste tuttavia ad un loro sensibile decremento nel tempo. Questa condizione diviene sistematica ed irreversibile qualora non vengano prontamente posti in essere i necessari interventi correttivi. Nella fase di declino i vertici aziendali hanno, infatti, l'opportunità di porre rimedio alle cause delle inefficienze, arrestare il declino stesso e risanare l'impresa poiché tanto le perdite economiche quanto il decremento dei flussi non hanno raggiunto livelli tali da causare una situazione di insolvenza. Gli stadi del declino, come anticipato, sono costituiti dall'incubazione e dalla maturazione (Fig. 2). Il primo, incubazione, si manifesta tramite i segnali di decadenza e squilibrio già richiamati in precedenza. Se non vengono poste in atto le contromisure necessarie, circostanza frequente dato che spesso il *management* non si rende conto dello stato in cui verte l'organizzazione, le perdite economiche a livello di reddito R e conseguentemente di valore dell'impresa W saranno rilevanti. Lo stadio successivo, normalmente definito maturazione, segna il palesamento dei segnali di decadimento dell'impresa andando dunque a marcare quella linea di confine, tanto labile quanto difficilmente individuabile, tra il declino e la crisi. Il declino, infatti, può essere facilmente confuso con un normale passaggio fisiologico della vita d'impresa, con la differenza che, se non sono posti in atto i necessari correttivi, trasformerà questa fase nella realtà drammatica della crisi.

Figura 2 - Il percorso del declino



Fonte: propria elaborazione

La crisi *strictu sensu*, a sua volta, può essere definita come una degenerazione delle condizioni di declino che sfocia in uno stato di elevata instabilità causato da numerosi fattori tra cui rilevanti perdite economiche, squilibri nei flussi finanziari, diminuzione della capacità di accesso al credito, sino a giungere all'insolvenza, ovvero all'incapacità di adempiere alle proprie obbligazioni. La definizione di tale evento si fonda sulla Teoria del Valore, che postula quale obiettivo fondamentale per un'impresa l'aumento del valore del capitale economico. Questa rappresenta la condizione per assicurare la sopravvivenza di lungo periodo dell'impresa.

L'accrescimento del valore economico di un dato periodo può essere espresso come ΔW , inteso come la variazione del capitale economico W misurato, in via semplificata, con la nota formula R/i , dove R rappresenta il reddito annuo «normale» atteso ed i il tasso di capitalizzazione, assumendo di misurare il valore W attraverso il cosiddetto metodo reddituale puro. Intuitivamente, se l'impresa non riuscirà ad esprimere un ΔW positivo nel medio-lungo periodo, non avrà raggiunto i propri obiettivi e, dunque, la sua stessa sopravvivenza sarà inevitabilmente compromessa.

Si riscontra, dunque, la presenza di due variabili principali: i flussi di reddito atteso (o di cassa a seconda del metodo di valutazione adottato) ed il tasso di capitalizzazione i , legato ai rischi assunti dall'impresa. La perdita economica, affinché si determini una vera e propria crisi, deve essere tuttavia sistematica e irreversibile senza «interventi sanatori di ristrutturazione» (Guatri, 1995), escludendosi quindi le perdite dovute a componenti straordinarie o cicliche.

3. Il quadro teorico di riferimento sulle cause della crisi: la visione sistemica

Lo studio della crisi d'impresa può essere ricondotto all'approccio teorico dei «sistemi vitali» che interpreta la dinamica evolutiva dell'impresa alla luce della capacità di sviluppare relazioni positive con le molteplici entità che operano nell'ambiente di riferimento (Golinelli 2000, 2005). Secondo tale prospettiva l'impresa si presenta quale sistema, ovvero quale organizzazione composta in cui ogni componente svolge una specifica attività per il raggiungimento di un obiettivo. Tale sistema è da considerarsi aperto poiché la sua vitalità dipende dalla capacità di scambiare le risorse necessarie con i sistemi esterni (in altre parole con l'ambiente di riferimento) che necessariamente ne condizioneranno le traiettorie evolutive. L'impresa è, inoltre, costituita da elementi umani e tecnologico-produttivi che non possono essere analizzati distintamente poiché parte di un unico sistema il cui valore complessivo è superiore alla somma dei valori delle

single componenti. All'interno dell'impresa si individuano tuttavia due distinte componenti reciprocamente collegate: un organo di governo, cui spetta la lettura e la corretta interpretazione delle attese dei sovra-sistemi rilevanti, ovvero degli interlocutori esterni, e la struttura operativa che deve essere adeguata e progettata sulla base delle relazioni con i sovra-sistemi e sub-sistemi rilevanti. La finalità dell'impresa è data dunque dalla capacità di conseguire la propria sopravvivenza, ovvero di generare valore per i sovra-sistemi rilevanti mediante la creazione, il mantenimento e il miglioramento degli elementi che costituiscono fonti di vantaggio competitivo. Tale finalità è perseguita tramite il raggiungimento di una pluralità di obiettivi in funzione dei quali vengono attribuiti ruoli specifici alle differenti componenti strutturali dell'organizzazione. In particolare, l'organo di governo è chiamato a soddisfare due distinte condizioni: la consonanza¹ e la risonanza² con i sovra-sistemi e i sub-sistemi rilevanti in funzione dell'equilibrio intersistemico e la consonanza tra le componenti all'interno della struttura operativa in funzione dell'equilibrio strutturale. In tale prospettiva l'efficacia e l'efficienza dei processi di governo è data dalla capacità di individuare correttamente le aspettative prioritarie dell'ambiente di riferimento (sovra-sistemi e sub-sistemi) cui consegue la verifica della coerenza della struttura operativa.

In quest'ottica, la crisi è qualificabile come un processo degenerativo in cui si verifica una costante diminuzione della vitalità dell'impresa e di conseguenza della probabilità di sopravvivenza. Si possono quindi configurare quattro distinte situazioni: a) l'impresa è un sistema vitale in cui l'organo di governo legge correttamente il contesto, la struttura operativa è coerente con l'obiettivo di soddisfazione dei sovra-sistemi e sub-sistemi rilevanti e non si è quindi in una situazione di crisi; b) una crisi in capo all'organo di governo che non è più in grado di leggere il contesto vitale dell'impresa e orientare le scelte di struttura operativa; c) una crisi a causa della struttura operativa che opera a livelli non allineati alle *performance* dei concorrenti; d) l'impresa è inefficace/inefficiente sia a livello di organo di governo che a livello di struttura operativa e pertanto rappresenta un sistema non vitale (Piciocchi, 2003).

¹ La consonanza deve intendersi quale compatibilità tra sistemi, ovvero tra impresa e sub-sistemi e sovra-sistemi rilevanti. Tale consonanza è la caratteristica per cui i diversi sistemi possono rapportarsi tra di loro.

² In tale prospettiva il concetto di risonanza è da considerarsi quale uno sviluppo naturale della consonanza. Si tratta di una situazione di massima condivisione intersistemica in cui il grado di interconnessione tra sistemi è massimo ed in cui si è in presenza di una condivisione, ovvero di una sintonia sempre maggiore tra i sistemi interagenti.

L'accento posto sulla capacità di adattamento dell'impresa alle mutevoli caratteristiche dell'ambiente appare pienamente coerente con i costrutti teorici della tradizione aziendalistica italiana che interpreta l'impresa come un «complesso sistema di variabili strutturali (input), comportamentali (variabili intercorrenti) e risultanti (output) in continuo rapporto con l'ambiente» (Coda, 1989). Secondo tale approccio, ciò che determina la sopravvivenza dell'impresa è l'orientamento strategico di fondo. Le imprese migliori, infatti, sono governate con un orientamento di lungo periodo, mentre le imprese mediocri con un orientamento di breve periodo³.

L'approccio sistemico è accolto anche da Moliterni (1999), il quale introduce, ispirandosi a Fazzi (1982), un modello interpretativo che considera l'impresa costituita da tre assetti fondamentali: assetto proprietario, vertice imprenditoriale e sistema operativo. Tra tali assetti e tra gli elementi costituenti gli stessi si sviluppa un complesso sistema di interdipendenze, denominate coerenze, che racchiude l'insieme delle condizioni qualificanti «lo stato di buona salute» dell'impresa, dal quale partire per l'analisi delle condizioni di patologia. Nel momento in cui si ha la rottura di un rapporto di coerenza, gli effetti andranno a coinvolgere altri elementi, causando un complessivo processo degenerativo il cui estremo risultato è costituito dall'instaurarsi di uno stato di crisi, «quale conseguenza dell'evoluzione dell'incoerenza». Lo stato di crisi è quindi «il risultato di un processo ormai da tempo avviato sul quale non si è potuto o voluto intervenire». Al riguardo, Moliterni (1999) suddivide le crisi in endogene (crisi tra assetti, crisi proprietarie, crisi imprenditoriali, crisi operative) ed esogene (crisi competitive e crisi istituzionali). La crisi è quindi un «patologico processo degenerativo del divenire della gestione aziendale, non più svolgutesi in condizioni di economicità» (Andrei et Al., 1996). Per poter operare durevolmente in conformità ai fini perseguiti, l'impresa dovrebbe svolgere (nel tempo) l'attività in condizioni di autosufficienza economica, ovvero in uno stato di equilibrio tra fabbisogno di fattori e capacità di copertura di tale fabbisogno.

4. Cause della crisi negli studi di *management*

Prima di procedere ad una ricognizione della letteratura economico-aziendale sul tema delle determinanti della crisi d'impresa, appare opportuno sottolineare l'importanza della distinzione tra cause e sintomi della crisi. A tale riguardo, particolarmente esplicativa è l'analogia con il

³ Non si fa in merito riferimento ad una durata puramente temporale, ma al periodo di tempo nel quale permangono le condizioni favorevoli, ambientali e aziendali, che consentono la sopravvivenza dell'impresa.

processo di cura del paziente: la febbre e il mal di testa sono i sintomi di una malattia mentre la sua causa è l'infezione; se il medico si limitasse a curare i sintomi, l'infezione si aggraverebbe causando, nei casi più gravi, la morte del paziente (Slatter, 1999). Analogamente, una struttura finanziaria fragile e una redditività di segno negativo sono spesso i sintomi di una crisi dell'impresa e non le cause (Coda, 1975). Se il soggetto chiamato a circoscrivere le difficoltà aziendali (sia esso interno all'organizzazione o esterno ad essa) confondesse i sintomi con le cause, limitandosi a implementare interventi finalizzati a riportare in equilibrio i valori di bilancio senza rimuovere i fattori all'origine della traiettoria degenerativa, l'azione correttiva produrrebbe inevitabilmente effetti solo nel breve termine, determinando, nei casi più gravi, la degenerazione delle difficoltà aziendali in crisi irreversibile.

La letteratura economica in materia di crisi identifica nell'analisi delle sue cause uno dei principali filoni di studio. La complessità del fenomeno in esame trova espressione nell'eterogeneità degli approcci analitici e nel carattere multidimensionale e multidisciplinare dei costrutti teorici elaborati (Mellahi e Wilkinson, 2004).

Un primo filone di studi ha indagato il ruolo dei vertici aziendali (*Top Management Team*) nel processo di determinazione della crisi. In tale ambito, si individuano due differenti posizioni dottrinali. Da un lato, si collocano coloro che, rifacendosi ad un'interpretazione deterministica dell'agire d'impresa, pongono l'accento sulla rilevanza dei fattori ambientali quali cause della crisi che inevitabilmente sfuggono alla sfera di influenza del *management* (Burns e Stalker, 1961; Scott, 1992; Nelson, 1995; McGahan e Porter, 1997). All'estremo opposto si collocano i contributi teorici riconducibili all'approccio analitico soggettivo che individuano nelle azioni e nelle percezioni del *management* le uniche cause delle difficoltà aziendali (Starbuck et Al., 1978; Bibeault, 1982; Hambrick e Mason, 1984; Hambrick et Al., 1996).

La prospettiva deterministica è quella propria degli economisti industriali che si riconoscono nel paradigma struttura - condotta - *performance*, identificando nell'ambiente un sistema di vincoli ed opportunità capaci di condizionare l'orientamento strategico e, dunque, le *performance* delle imprese. Il mutamento delle variabili ambientali è sovente più rapido rispetto al cambiamento delle organizzazioni, per loro natura caratterizzate da un elevato grado di inerzia. In quest'ottica, sono i cambiamenti ambientali non prevedibili a determinare la crisi aziendale, in particolare le discontinuità tecnologiche, la sfavorevole evoluzione di variabili macroeconomiche (tassi di interesse, dinamica della domanda, prezzi dei fattori produttivi), i cambiamenti socio-demografici e i mutamenti normativi (Scott, 1992; Sheppard, 1995).

La rilevanza dei fattori esterni quali determinanti della crisi è posta in evidenza anche dai contributi riconducibili al filone di studi della c.d. ecologia organizzativa (Hannan e Freeman 1977; Baum e Singh, 1994) che si propone di comprendere come le reciproche interazioni tra organizzazioni appartenenti ad uno stesso contesto possano condizionare l'evoluzione delle imprese, determinandone il successo ovvero il fallimento. In particolare, nell'ambito di tale prospettiva teorica, sono individuati quattro fondamentali fattori cui riconnettere i fenomeni di crisi, ovvero: la densità della popolazione di riferimento, il ciclo di vita del settore, l'età dell'organizzazione e la dimensione aziendale (Mellahi e Wilkinson, 2004). In merito al primo fattore, si osserva come la densità della popolazione, corrispondente al numero di imprese attive in uno stesso settore, condizioni le opportunità di sopravvivenza dell'impresa attraverso l'impatto che essa produce sulla legittimazione istituzionale e sul grado di competizione (Khandualla, 1977; Covin e Slevin, 1989). Al crescere della densità, infatti, la popolazione acquisisce legittimazione istituzionale e a ciò corrisponde una maggiore capacità di accedere alle risorse scarse (un esempio rilevante in tal senso è rappresentato dai *cluster* tecnologici) che a sua volta determina una riduzione del tasso di mortalità delle imprese. Per contro, la maggiore densità della popolazione di riferimento tende a tradursi in elevati livelli di competizione che ostacolano la sopravvivenza delle imprese. La co-presenza di forze che agiscono in direzioni opposte giustifica l'«andamento ad U» della curva che connette la densità della popolazione al fallimento delle organizzazioni: i tassi di mortalità sono inizialmente elevati ma tendono a ridursi all'aumentare della densità per effetto della crescente legittimazione istituzionale; successivamente, l'impatto della competizione (alimentata da un ulteriore incremento del numero di imprese) risulta preponderante rispetto all'effetto prodotto dalla legittimazione e, di conseguenza, il tasso di mortalità tende a crescere. Il secondo fattore determinante è rappresentato dal ciclo di vita del settore, che evidenzia come la crisi costituisca un fenomeno connaturato all'agire d'impresa e al corretto funzionamento del mercato. A livello settoriale, si rilevano elevati tassi di mortalità delle imprese in corrispondenza delle fasi caratterizzate da saturazione della domanda, forti tensioni competitive, innovazioni tecnologiche «di rottura», etc.. Oltre ai fattori relativi alle caratteristiche del settore di appartenenza, gli studi riconducibili all'ecologia organizzativa identificano nell'età dell'organizzazione e nella dimensione aziendale le variabili in grado di spiegare il fallimento ovvero il successo delle organizzazioni. L'età dell'organizzazione è, infatti, di norma inversamente correlata al tasso di mortalità delle imprese. Più precisamente, le evidenze empiriche (Freeman, Carroll e Hannan, 1983; Singh, Tucker e House, 1986; Brudler e Schussler, 1990) supportano l'ipotesi secondo la quale le imprese

più giovani sarebbero esposte a un maggior rischio di crisi per effetto della c.d. *liability of newness* determinata da una pluralità di fattori riconducibili alla limitata esperienza, alla difficoltà di accedere alle risorse critiche e alla minore stabilità delle relazioni sviluppate con gli *stakeholder* di riferimento. Allo stesso modo la dimensione aziendale si presenta inversamente correlata al tasso di mortalità delle imprese. Le grandi imprese sarebbero pertanto esposte ad un rischio di fallimento inferiore rispetto alle imprese di minori dimensioni. Tale situazione sarebbe causata dalla superiore capacità di accesso al capitale e alle risorse più qualificate, nonché dal maggior potere di mercato e dalla minore dipendenza dal contesto ambientale di riferimento.

L'approccio deterministico, così come risulta dai postulati teorici formulati sia dagli strutturalisti che dagli studi riconducibili alla c.d. ecologia organizzativa, enfatizzando il peso dei fattori esterni, non è in grado di illustrare le ragioni per le quali le imprese appartenenti ad uno stesso settore registrino *performance* differenti pur essendo esposte alle stesse variabili ambientali. La prospettiva volontaristica cerca di dare risposta a tale interrogativo evidenziando come le crisi aziendali siano sempre riconducibili ad un'errata percezione delle variabili ambientali da parte del *management*. In questo quadro, un filone di studi estremamente rilevante nella ricerca delle cause della crisi è quello che focalizza l'attenzione sugli aspetti soggettivi legati al *Top Management Team*. Tale approccio ha indagato in particolar modo le caratteristiche dell'organo di governo più frequentemente associate al fallimento delle imprese. Si fa specifico riferimento alla composizione della compagine manageriale (Smith et Al., 1994; Amason e Sapienza, 1997), che incide sulla capacità dell'impresa di rispondere con tempestività alle istanze di cambiamento derivanti dalla variabilità del contesto di riferimento. A questo proposito, le evidenze empiriche sono discordanti: se da un lato *Top Management Team* eterogenei sotto il profilo del *background* culturale si rivelano maggiormente idonei in contesti turbolenti e complessi, dall'altro l'omogeneità del *management* facilita il completamento del processo decisionale che diviene fattore critico proprio nelle fasi di crisi (Murray, 1989; Hambrick et Al, 1996). Ulteriori fattori rilevanti sono, da un lato, la durata del mandato, nella misura in cui *Top Management Team* consolidati riducano progressivamente la loro capacità di recepire il cambiamento per effetto di una naturale tendenza a confermare modelli di comportamento consolidati, dall'altro le ipotesi di sostituzione che, in taluni casi (in particolare nelle imprese più piccole e in quelle più giovani), è causa di difficoltà e crisi, mentre in altre circostanze amplia le opportunità di sopravvivenza poiché consente all'organizzazione di affrontare il cambiamento riducendo i conflitti interni.

Gli studi successivi approfondiscono la relazione tra gli organi di *corporate governance* e la crisi d'impresa sostenendo come il processo di *turnaround* possa essere completato solo tramite la sostituzione integrale del *management* precedente, ritenuto quindi la principale determinante della crisi dell'impresa (Whetten, 1987) e come l'indipendenza della figura del CEO possa aiutare l'organizzazione a prevenire la crisi, agendo tempestivamente nel momento in cui tale situazione si palesa attraverso i primi sintomi (Lorsch, 1989; Daily e Dalton, 1994). A tal proposito Daily e Dalton (1994) sostengono che la presenza di amministratori indipendenti mitighi l'assunzione di rischi aggiuntivi da parte dell'impresa, accogliendo la concezione secondo cui amministratori con esperienze pregresse all'interno della comunità finanziaria dovrebbero rendere l'accesso al credito per le imprese più agevole e consentire di disporre di un livello di indebitamento mai superiore al punto di insostenibilità (Stearns e Mizruchi, 1993). Ulteriori due studi, aventi ad oggetto l'analisi di 100 imprese statunitensi, evidenziano come il deterioramento nella composizione del *Top Management Team* costituisca il fattore da cui origina la traiettoria degenerativa delle imprese (Hambrick e D'Aveni, 1988, 1992). In tali studi si sottolinea inoltre come l'accentramento dei poteri sia uno dei fattori di maggiore propensione alla crisi.

In termini generali, l'approccio volontaristico interpreta la «spirale del declino» in termini di resistenze al cambiamento che si producono allorché l'impresa confermi sistematicamente i comportamenti di successo del passato divenendo *path dependant*. Ciò, se da un lato amplia l'efficienza operativa, dall'altro riduce la capacità dell'organizzazione di rispondere adeguatamente alle istanze di cambiamento provenienti dal contesto di riferimento (Argenti, 1976).

A ben vedere, l'approccio dicotomico suesposto, che vede in netta contrapposizione la scuola deterministica e quella volontaristica, costituisce una rappresentazione semplicistica delle cause della crisi (Mellahi e Wilkinson 2004, Sheppard e Chowdhury 2005). Ad eccezione di casi estremi riconducibili, da un lato, a disastri ambientali o gravi crisi macroeconomiche e, dall'altro, a evidenti errori del *management* (sovente frutto di comportamenti illeciti), la gran parte delle crisi aziendali è ascrivibile a un insieme complesso di fattori, che contestualmente afferiscono all'ambiente, all'impresa e alle modalità di interazioni tra questa e il suo contesto di riferimento. L'evidenza empirica pare confermare tale ipotesi. Particolarmente rilevante al riguardo è lo studio sviluppato da Slatter (1984) su 40 imprese britanniche. L'autore individua tra i fattori più frequentemente associati alla crisi delle imprese oggetto d'indagine l'inadeguatezza del *management* e la debolezza del controllo finanziario (entrambe le cause della crisi risultano presenti con percentuali superiori al

70%). A questi elementi, tuttavia, l'autore aggiunge alcuni importanti fattori sia interni che esterni all'impresa, vale a dire l'inefficienza operativa, la scarsa competitività, le brusche variazioni nella domanda, i progetti rischiosi, i problemi ambientali, le acquisizioni errate e l'*overtrading* (che si manifesta in corrispondenza di una espansione tale da rendere il giro d'affari insostenibile rispetto alla capacità dell'impresa). L'innovazione dell'impostazione di Slatter rispetto agli orientamenti precedenti risiede nell'aver condotto per la prima volta negli studi di matrice aziendalistica un'analisi completa delle cause del declino dell'impresa (Della Corte, 1996).

Nella stessa direzione, lo studio sui processi di *turnaround* sviluppato da Slatter e Lovett (1999) rileva 13 fattori ricorrenti nelle situazioni della crisi d'impresa distinguendo tra cause endogene (10), ovvero originanti all'interno dei confini aziendali, e cause esogene (3), vale a dire esterne all'impresa. I 10 fattori endogeni, in particolare, sono riconducibili all'inadeguatezza del *management*, del controllo finanziario e della gestione della liquidità, a elevati costi, all'inefficienza della funzione marketing, alla situazione di *overtrading*, a strategie di espansione eccessive, ad acquisizioni errate, a politiche finanziarie e alla confusione della struttura organizzativa. I 3 fattori esogeni si riferiscono invece ai cambiamenti nella domanda di mercato, alla competizione e alla sfavorevole evoluzione di alcune macro-variabili quali i prezzi delle materie prime, l'andamento dei tassi d'interesse etc..

Per quanto concerne l'esperienza italiana, uno studio sviluppato dall'Università degli Studi di Parma (Andrei et Al. 1996) sulla totalità dei fallimenti aperti nel periodo 1971-1991 presso il Tribunale di Parma, conferma il carattere multidimensionale della crisi aziendale. Le cause della crisi sono suddivise in due categorie: fattori di ambiente e di mercato (settore/contexto economico-istituzionale nazionale) e attività e politiche assunte dalle aziende. Gli autori sostengono che la configurazione della crisi derivi però da un concatenarsi di elementi: difficilmente i soli fattori esogeni sono in grado di giustificare il dissesto dell'impresa. Di norma, essi producono effetti evidenti in contesti di squilibrio pregresso osservabile sia a livello di struttura patrimoniale che sotto il profilo della dinamica finanziaria. Contestualmente, gli squilibri finanziari generalmente non costituiscono la ragione principale delle crisi aziendali ma rappresentano una logica conseguenza delle condizioni di svolgimento della gestione che, non permettendo il raggiungimento dell'autosufficienza economica, producono effetti tali da pregiudicare il conseguimento dell'economicità.

A fronte della complessità del fenomeno oggetto di analisi, Guatri (1995) propone una classificazione oggettiva degli squilibri aziendali da cui discendono cinque principali tipologie di crisi: la crisi da inefficienza, che si

manifesta qualora l'impresa operi in condizioni di costi e rendimenti non in linea con la media di settore o con i suoi maggiori *competitors*⁴; la crisi da rigidità, che si verifica allorché l'impresa operi in condizioni di sovraccapacità produttiva e non risulti in grado di procedere ad un rapido adattamento alle condizioni vigenti a causa di una struttura di costi caratterizzata da un elevato grado di rigidità⁵; la crisi da decadimento dei prodotti, coincidente con una situazione di sostanziale inadeguatezza dell'offerta aziendale generata dalla incapacità dell'impresa di rinnovare tempestivamente il proprio mix di prodotti, dalla inadeguatezza dell'attività di marketing o dalla maggiore capacità innovativa dimostrata dai rivali; la crisi da incapacità di programmare, intesa in senso lato come incapacità di interpretare ed anticipare i cambiamenti ambientali così ostacolando il processo innovativo aziendale⁶ e infine la crisi da squilibri finanziari, generata da fattori istituzionali (quali, in particolare, la debolezza dei mercati finanziari), la limitata disponibilità di mezzi propri da parte del

⁴ La condizione di inefficienza relativa può riguardare qualsiasi funzione aziendale ed è genericamente riferibile a situazioni caratterizzate dal sostenimento di costi che generano risultati insoddisfacenti. Ad esempio, la condizione di inefficienza della funzione di produzione può essere determinata da fattori quali l'obsolescenza tecnologica, la limitata produttività delle risorse umane, un organico eccedente rispetto alle reali esigenze operative, l'impossibilità di raggiungere a livello di impianto la dimensione critica necessaria per un adeguato sfruttamento delle economie di scala, l'inadeguatezza degli investimenti dedicati alla ricerca per l'innovazione di processo e per la qualità, le incapacità organizzative, e così via.

⁵ La condizione di sovraccapacità produttiva può essere determinata dalla contrazione della domanda oppure da un ammontare di investimenti eccessivo rispetto alle reali opportunità di sfruttamento. La prima condizione (ovvero il decremento della domanda) si verifica in presenza di una perdita di quote di mercato da parte della singola impresa e/o di un'eccedenza produttiva a livello settoriale, a sua volta derivante da processi di concentrazione, da cambiamenti nei gusti dei consumatori, dall'affermazione di *competitors* internazionali, dalla presenza di elevate barriere all'uscita, da politiche manageriali tese alla crescita dimensionale, e così via. La seconda situazione, coincidente con la realizzazione di investimenti eccessivi, è sovente determinata da un'errata stima della dinamica della domanda.

⁶ Più precisamente, la capacità di programmazione si esprime attraverso la fissazione di obiettivi di sviluppo a medio-lungo termine e la continua verifica della coerenza tra questi e le risorse aziendali disponibili. Per quanto concerne gli errori di strategia, i più comuni sono relativi: a) al mantenimento di aree di *business* che distruggono valore; b) all'ingresso in nuove aree di affari che provocano una sostanziale diluizione delle competenze distinte aziendali e/o non sviluppano sinergie con le aree già presidiate; c) alla fissazione di obiettivi di sviluppo incoerenti rispetto alle risorse disponibili; d) al tentativo di aggredire nuovi mercati con investimenti iniziali eccessivi; e) alla fissazione di obiettivi eccedenti rispetto alle reali esigenze di sviluppo. Infine, l'assenza di un'adeguata spinta innovativa costituisce sempre causa di declino e crisi poiché determina un sostanziale indebolimento della capacità competitiva dell'impresa.

soggetto economico e la sua elevata (eccessiva) propensione al rischio (Richards, 1973).

Al di là delle singole variabili che la letteratura economica individua come principali determinanti delle crisi aziendali, gli studi più recenti pongono particolare enfasi sulla complessità del fenomeno oggetto di studio. Particolarmente rilevante al riguardo è la tesi che attribuisce al processo di crisi carattere specifico ed *entity-based* (Danovi e Indizio, 2008). Coerentemente con tale prospettiva analitica, il peso di ciascuna variabile deve essere misurato in funzione della sua capacità di causare un sostanziale e duraturo indebolimento dei fattori critici di successo e degli elementi su cui si fonda il vantaggio competitivo dell'impresa. Rileva inoltre sottolineare come la complessità connaturata ai processi di crisi trovi sovente espressione nella contestuale presenza di più fattori scatenanti che, alimentandosi reciprocamente, determinano il passaggio dalla fase degli equilibri economico-finanziari a quella dell'insolvenza e del dissesto.

Considerate tali premesse, la corretta identificazione ed interpretazione delle cause costituisce condizione necessaria ai fini della piena comprensione dell'intero processo di gestione della crisi aziendale.

5. Cause della crisi e *turnaround*: quale relazione?⁷

Lo studio delle cause della crisi assume significato prodromico rispetto alla elaborazione di strategie di ristrutturazione efficaci. Tale assunto risulta pienamente accolto dalla letteratura di *management* sin dai primi contributi in tema di *turnaround*: la corretta valutazione delle determinanti della crisi è all'origine della distinzione tra interventi operativi e interventi strategici (Schendel e Patton, 1976; Hofer, 1978). I primi costituiscono la risposta a crisi aziendali determinate da fattori prevalentemente interni e, quindi, più facilmente individuabili dal *management* e/o dalla proprietà. Si fa principalmente riferimento a inefficienze gestionali, errato utilizzo di risorse esistenti, carenze manageriali, etc.. A fronte di tali fattori, gli interventi di ristrutturazione operativa si pongono l'obiettivo di ricondurre l'impresa a condizioni di equilibrio finanziario, *in primis* attraverso un incremento del livello di efficienza. L'obiettivo di tali azioni, prevalentemente orientate al breve termine, consiste nell'attivazione di flussi di cassa aggiuntivi rispetto a quelli generati dalla gestione corrente (Hambrick e Schechter, 1983). Il *turnaround* strategico costituisce, per contro, l'opzione perseguibile qualora la crisi sia generata da fattori più complessi, più difficilmente prevedibili e controllabili dall'organo di governo. Si fa specifico riferimento ad una sfavorevole evoluzione delle interazioni tra il sistema impresa e il suo

⁷ Il presente paragrafo è opera di Stefania Primavera.

ambiente di riferimento generata da errori di posizionamento strategico, innovazioni tecnologiche e cambiamenti competitivi che determinino un indebolimento del vantaggio competitivo dell'impresa. In tale ipotesi, le azioni correttive dovrebbero condurre ad una riconfigurazione strategica e organizzativa finalizzata al pieno sfruttamento delle competenze distintive dell'impresa e/o all'acquisizione di nuove risorse-chiave allo scopo di rinnovare le fonti del vantaggio competitivo. Gli interventi strategici si concretizzano talvolta nel disinvestimento di *assets* e nell'abbandono delle Aree Strategiche d'Affari meno profittevoli o meno rilevanti dal punto di vista strategico allo scopo di realizzare una ri-focalizzazione sul *core business* aziendale. In altri casi, il ri-orientamento strategico impone la realizzazione di nuovi investimenti per accedere alle risorse necessarie per ristabilire una proficua relazione tra l'impresa e i suoi *stakeholder* rilevanti.

La distinzione tra *turnaround* operativo e *turnaround* strategico riflette la netta separazione, già evidenziata nel precedente paragrafo, tra crisi generate da fattori interni (che richiedono interventi operativi) e crisi determinate da fattori prevalentemente esterni (che giustificano le azioni strategiche) (Schendel e Patton, 1976). I contributi più recenti pongono invece maggiormente in evidenza il carattere multidimensionale dei processi di ristrutturazione, sottolineando i limiti interpretativi dell'approccio dicotomico suesposto. Tali studi, riconoscendo la complessità del *turnaround* aziendale quale prodotto della multidimensionalità delle cause della crisi, pongono in evidenza le complementarità tra le diverse azioni correttive, progressivamente ricomprese nell'ambito di modelli interpretativi ampi e complessi che definiscono il *turnaround* come processo articolato in una pluralità di fasi, ciascuna caratterizzata da specifici tratti operativi e strategico-organizzativi (Robbins e Pearce, 1992; Sudarsanam e Lai, 2001). La fase iniziale del *turnaround*, così come descritto nel modello a due stadi originariamente elaborato da Robbins e Pearce (1992), è rappresentata dal *retrenchment*, cui è attribuito l'obiettivo della stabilizzazione delle *performance* negative dell'impresa e della riattivazione dei flussi di cassa principalmente attraverso la riduzione dei costi e il disinvestimento di immobilizzazioni. Il *retrenchment* ha pertanto contenuto prevalentemente operativo e risulta finalizzato a correggere le inefficienze gestionali e a snellire assetti operativi e organizzativi particolarmente pesanti e ridondanti. Alla stabilizzazione delle *performance* segue una seconda fase di vero e proprio rilancio (*recovery*) che implica investimenti sistematici volti alla ricerca di nuove condizioni di equilibrio economico-finanziario attraverso una maggiore specializzazione nell'ambito delle originarie combinazioni prodotto-mercato oppure mediante il progressivo ampliamento delle aree di *business* e/o dei mercati serviti (Barker e Duhaime, 1997; Castrogiovanni e Bruton, 2000).

Pur riconoscendo l'estrema complessità del fenomeno della crisi, gli studi in precedenza descritti assumono valenza prescrittiva individuando la sequenza di azioni da compiere (prima *retrenchement*, poi *recovery*) per realizzare un *turnaround* efficace⁸. Ciò a prescindere dalla natura delle cause della crisi e dall'impatto prodotto da ciascun fattore sugli equilibri aziendali. A fronte di tali limiti esplicativi, un terzo filone di studi focalizza l'attenzione sul carattere idiosincratico della crisi e, dunque, del *turnaround* (Sheppard, 1995; Pretorius, 2008; Arend, 2008; Kazozcu, 2011). In questa prospettiva si colloca il lavoro di Chowdhury (2002), che definisce il *turnaround* come processo costituito da quattro fasi: il declino, durante il quale l'impresa manifesta un progressivo peggioramento delle *performance* sino al raggiungimento del *nadir* (punto in cui, a fronte del continuo decremento delle *performance*, termina la fase di declino ed hanno avvio le azioni correttive da parte del *Top Management*); la risposta dell'organizzazione costituisce infatti la seconda fase del processo ed assume caratteristiche specifiche a seconda della interrelazione tra le diverse variabili che connotano l'impresa (strategia, struttura, cultura, tecnologia, risorse umane); la terza fase è la transizione, che si sostanzia nel periodo necessario affinché le strategie di *turnaround* producano i propri effetti arrestando il trend negativo rilevabile attraverso l'osservazione dei risultati aziendali; infine, la quarta fase (*outcome*) ha inizio in corrispondenza del punto di *cut off* che distingue i casi di successo e, quindi, di definitivo rilancio dai casi di fallimento dell'organizzazione. Ai fini del presente lavoro, l'autore rileva come la crisi possa essere causata sia da fattori esterni (es. l'impresa opera in un *business* in declino caratterizzato da crescenti pressioni competitive) che da fattori interni (es. l'impresa subisce un progressivo depauperamento delle risorse chiave e per tale ragione sperimenta una contrazione prolungata delle *performance* pur a fronte di una positiva evoluzione delle dinamiche di settore). Tale distinzione impatta sulla gravità e sulla durata del declino ma non sempre risulta direttamente utilizzabile ai fini della scelta tra interventi operativi o strategici. Nella realtà, la libertà d'azione del *management* è infatti limitata da una pluralità di fattori quali, in particolare:

⁸ In realtà risulta piuttosto acceso il dibattito relativo ai contenuti di norma associati al *turnaround* nei casi di successo. Se nel modello di Robbins e Pearce la realizzazione del *retrenchement* costituisce condizione necessaria per implementare la successiva fase di *recovery*, altri autori sottolineano il rischio che i tagli e le azioni orientate all'efficienza generino un definitivo depauperamento delle risorse aziendali accelerando il declino e rendendo più grave la crisi (Barker e Mone, 1994; Castrogiovanni e Bruton, 2000).

- l'operatività dell'impresa (ad esempio, molti interventi di tipo strategico, quali i disinvestimenti e le strategie di rifocalizzazione, sono realizzabili solo dalle imprese *multi-business*);
- la rapidità e la gravità del declino (nelle prime fasi può risultare sufficiente attuare interventi operativi mentre nelle fasi avanzate le strategie di *retrenchement* e *recovery* possono essere implementate simultaneamente allo scopo di correggere rapidamente la traiettoria degenerativa);
- la capacità di influenza di alcune categorie di *stakeholder* (ad esempio banche o sindacati possono condizionare la selezione delle strategie di *turnaround*, definendone gli obiettivi prioritari e le modalità di implementazione)⁹.

Lo studio citato conferma il carattere *entity-based* della crisi e del *turnaround*: se da un lato la crisi è di norma causata da una molteplicità di fattori il cui impatto dipende anche dalle specifiche caratteristiche dell'impresa, dall'altro il progetto di ristrutturazione può essere caratterizzato da un diverso grado di ampiezza e profondità, potendo esso tradursi in un'azione circoscritta ad una o più aree funzionali oppure in un cambiamento più radicale, esteso alle aree d'affari e volto a ridefinire il portafoglio attività e il posizionamento competitivo dell'impresa, o ancora in una combinazione di interventi operativi e strategici. In questo quadro, la predisposizione di uno strumento atto a supportare il processo di identificazione e valutazione dei singoli fattori di crisi assume rilievo specifico sia ai fini del giudizio *ex-post* delle strategie di *turnaround* (valutabili in termini di coerenza rispetto alle cause della crisi), sia per il completamento della fase di diagnosi *ex-ante* allo scopo di supportare l'azione dei *manager* e dei professionisti nella fase di selezione degli interventi correttivi.

6. Le cause della crisi: proposta di un modello interpretativo

Sebbene numerosi autori abbiano studiato le cause della crisi, ciò che è mancato, se non in rari casi, è un tentativo di modellizzazione. In questa sede si propone una sintesi tra le diverse analisi emergenti dalla letteratura attraverso lo sviluppo di un modello interpretativo delle cause della crisi. I differenti approcci all'identificazione di dette cause non sono considerati in maniera antitetica e contrapposta ma si integrano per dare luce ad un unico

⁹ Ad esempio, qualora l'obiettivo strategico fosse il recupero di efficienza, l'azione sindacale potrebbe favorire la selezione di strategie correttive che prevedano l'investimento in nuove tecnologie anziché il taglio della forza lavoro.

modello in grado di accogliere e sintetizzare le differenti scuole di pensiero citate in precedenza.

Il presupposto alla base del modello è che un fenomeno complesso e articolato come la crisi d'impresa, alla stregua di una malattia infettiva, non possa essere semplicisticamente addebitato ad un unico fattore, salvo rari casi. Le tipicità dei fenomeni di declino e crisi trovano la propria spiegazione in una serie di elementi molto differenti tra di loro che intervengono, ciascuno con la propria influenza, sulla vitalità dell'impresa. Tra i diversi filoni illustrati in precedenza, un punto di partenza rilevante è costituito dal citato contributo di Slatter e Lovett (1999), i quali identificano 13 distinti possibili fattori all'origine del declino e della crisi delle imprese britanniche (Tab. 1). Una primissima distinzione viene effettuata tra gli elementi che originano all'interno dei confini dell'impresa (cause endogene) e quelli non riconducibili all'area di responsabilità dell'impresa (cause esogene), distinzione tra l'altro presente nel lavoro di Moliterni (1999).

Tabella 1 - Le cause della crisi

Cause endogene	Cause esogene
1) Inadeguatezza del <i>management</i>	11) Cambiamenti nella domanda
2) Inadeguatezza del controllo finanziario	12) Competizione
3) Inadeguatezza della gestione della liquidità	13) Sfavorevole evoluzione delle macro-variabili
4) Elevati costi	
5) Scarsa attività di marketing	
6) <i>Overtrading</i>	
7) Grandi progetti	
8) Acquisizioni	
9) Politiche finanziarie	
10) Inerzia organizzativa e confusione	

Fonte: Slatter, Lovett (1999)

L'impostazione di Slatter e Lovett (1999) accoglie e sintetizza gli approcci presenti nella letteratura economico-aziendale in merito alla crisi d'impresa. Se da un lato viene posta l'attenzione sulla componente del *Top Management Team*, dall'altro si evidenzia come errori sotto il profilo strategico possano condizionare l'attività d'impresa causandone prima le perdite economiche e successivamente l'insolvenza e il dissesto. I 13 fattori identificati da Slatter e Lovett (1999), opportunamente integrati e/o modificati, sono stati sintetizzati nel modello proposto in 5 macro-variabili riconducibili alle seguenti:

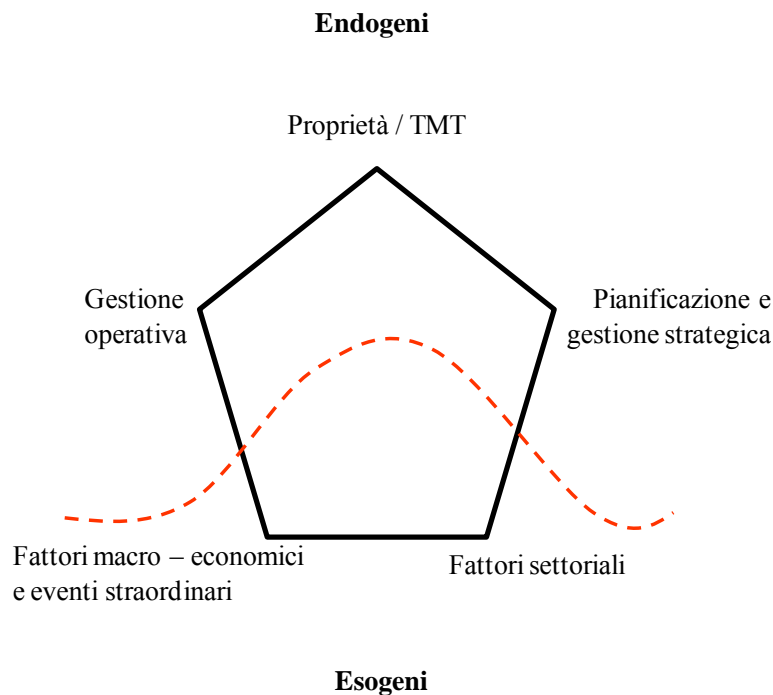
1. proprietà/*Top Management Team*;

2. pianificazione e gestione strategica;
3. gestione operativa;
4. fattori macro-economici ed eventi straordinari;
5. fattori settoriali.

Dette macro-variabili rappresentano anche il risultato della sintesi delle cause della crisi elaborate dalla letteratura economico-aziendale di riferimento. I singoli elementi individuati e citati in precedenza nella ricognizione bibliografica sono stati ricondotti a tali macro-variabili in base al criterio della pertinenza.

Da tale elaborazione è derivato un modello esplicativo, definito, in primissima approssimazione, «modello diamante»: le cinque macro-variabili sono state idealmente collocate ai vertici di un pentagono in modo da poter rappresentare graficamente l'area delle cause della crisi e indagare così la sua origine (Fig. 3). La linea di demarcazione tratteggiata separa l'area del pentagono in due sezioni differenti a seconda dell'origine della stessa, ovvero se endogena o esogena all'impresa.

Figura 3 - Il modello proposto



Fonte: propria elaborazione

Si procede nel seguito all'analisi delle singole macro-variabili di cui il modello si compone.

1) Proprietà/*Top Management Team*

La macro-variabile proprietà/*Top Management Team* è attinente alla responsabilità degli organi di governo dell'impresa. Nello specifico, la crisi origina in questa macro-variabile quando il *management*, la proprietà e gli organi di *governance* si rivelano inadeguati per gestire la complessità dell'impresa, o qualora perseguano obiettivi extra-aziendali. La distinzione in parola pone in evidenza le responsabilità umane nella crisi d'impresa. L'inadeguatezza, infatti, è funzione diretta delle caratteristiche professionali e personali delle persone preposte all'attività di coordinamento e direzione dell'impresa. Allo stesso modo si ricomprende all'interno di tale macro-variabile anche la non coerenza della struttura organizzativa: il riferimento, in particolare, riguarda i casi in cui vi sia un eccessivo accentramento di compiti in capo a pochi soggetti, fattispecie valutabile in relazione alla coerenza dell'assetto organizzativo dell'impresa con l'ambiente. A tale macro-variabile appartengono tutti quei comportamenti *moral hazard* o comunque perseguenti finalità in contrasto con la sopravvivenza dell'impresa stessa quali ad esempio operazioni straordinarie prive di razionalità economica, che spesso mascherano, tramite logiche di ristrutturazione, la volontà di sottrarre fondi o *assets* dall'impresa per il perseguimento di finalità extra-aziendali. Sebbene da un lato possa essere accolta la teoria di Argenti (1976), secondo cui le operazioni di finanza creativa sono da interpretare come l'ultimo estremo tentativo messo in atto dal *management* per il salvataggio dell'azienda, si vuole sottolineare come spesso si assista a comportamenti anomali che recano danno non solo agli *shareholder* ma all'intera collettività. La debolezza dei controlli interni, nel caso di assetti organizzativi complessi, si presenta quale ulteriore fattore di crisi: qualora i soggetti preposti al governo dovessero perseguire comportamenti opportunistici, infatti, l'organo di controllo interno dovrebbe intervenire prontamente. Si ricollegano, infine, a tale macro-variabile anche i casi in cui la proprietà o l'azionista di riferimento decida di dismettere il proprio investimento nell'impresa, dimostrando un sostanziale disinteresse nel voler dotare l'impresa delle strutture e delle risorse finanziarie adeguate a competere sul mercato. Di rilievo sono inoltre le situazioni in cui la crisi è scaturita dalle difficoltà di successione da una figura cardine, almeno nel capitalismo latino, quale quella dell'imprenditore-fondatore, alle generazioni successive.

2) Pianificazione e gestione strategica

La macro-variabile afferisce agli indirizzi e alle scelte strategiche effettuate. Un fattore di assoluta rilevanza è costituito dalla strategia economico-finanziaria in quanto essa «è la strategia di mantenimento della solvibilità aziendale, entro i binari tracciati da certi obiettivi e parametri di redditività, liquidità, solidità, sviluppo che essa stessa concorre a determinare» (Coda, 1989). A titolo di esempio, si consideri che le decisioni relative alle fonti di approvvigionamento e alla struttura finanziaria in senso lato, fattori specifici della strategia finanziaria, sono possibili cause di declino e di crisi. Allo stesso modo la scelta di ricorrere costantemente all'indebitamento finanziario per sostenere gli investimenti e lo sviluppo dell'impresa rende nei casi più gravi il peso degli oneri finanziari insostenibile. Una struttura delle fonti eccessivamente sbilanciata verso il debito può infine condizionare l'agire dell'impresa e, al tempo stesso, rischiare di rendere l'organizzazione troppo sensibile all'evoluzione di alcune variabili macro-economiche quali l'andamento dei tassi d'interesse che, in presenza di un innalzamento repentino, rendono l'onere dell'indebitamento eccessivo.

All'interno della presente macro-variabile sono comprese inoltre le politiche di sviluppo e le operazioni straordinarie. In merito al primo elemento si sottolinea come spesso le imprese di maggiori dimensioni tendano a privilegiare percorsi di crescita esogena tramite l'acquisizione di imprese. Nel momento in cui tale operazione non viene finanziata in maniera adeguata, o risulti essere troppo onerosa in rapporto ai relativi benefici, l'impresa acquirente potrebbe incontrare crescenti difficoltà sia dal punto di vista operativo che finanziario. Solitamente il fallimento di operazioni di espansione esterna è connesso a una debolezza nella funzione di pianificazione che sottostima l'impatto dell'operazione sulle dinamiche reddituali e finanziarie dell'impresa. Una volta completata l'acquisizione, dovrebbe seguire un processo d'integrazione delle diverse entità, senza il quale si manifesterebbero delle profonde inefficienze in grado di compromettere la capacità dell'impresa di produrre valore. In tale macro-variabile, inoltre, viene ricompresa anche l'inadeguatezza della funzione marketing quale causa della crisi, declinabile in diversi fattori tra cui la conoscenza del mercato, la mancanza di risposta nei confronti delle richieste dei consumatori, la scarsa efficienza del servizio post-vendita, l'insufficienza nello sviluppo del prodotto e la debolezza dell'attività commerciale e promozionale. La diretta conseguenza di tali fattori è il decadimento dei prodotti offerti che si rivelano inadeguati o scarsamente aderenti alle esigenze di mercato.

3) Gestione operativa

Un'impresa caratterizzata da una struttura dei costi operativi, sia fissi che variabili, più elevata rispetto a quella dei diretti rivali si trova sicuramente in una posizione di netto svantaggio competitivo. Nonostante l'impresa possa operare in un settore caratterizzato da una relativa insensibilità alle variazioni del prezzo, i margini risulteranno inferiori a quelli dei concorrenti e la dimensione dell'autofinanziamento sarà, dunque, minore rispetto ai *competitors*. Le difficoltà nella gestione operativa possono essere causate da diversi fattori tra cui si ricordano, in via esemplificativa, l'incapacità di sfruttare sinergie operative, economie di scala o economie di esperienza, l'eccessiva diversificazione (fonte di una moltiplicazione dei costi) e una struttura organizzativa inefficiente (gravata da elevata burocratizzazione delle procedure o dalla duplicazione delle funzioni connesse alle attività produttive). L'inefficienza dei processi operativi, inoltre, trova manifestazione nel *time to market* inadeguato, da intendersi quale un lasso temporale eccessivo tra la progettazione e la commercializzazione del prodotto, e nei processi produttivi, qualora vi siano elevati di scarti di produzione e resi.

4) Fattori macro-economici ed eventi straordinari

La macro-variabile comprende una serie di fattori esogeni all'impresa conseguenti all'andamento della congiuntura economica in genere, ad eventi di natura straordinaria, quali ad esempio gli attentati dell'11 Settembre 2001 o a calamità naturali, tra cui, ad esempio, alluvioni e terremoti. Tali accadimenti, come noto, hanno un notevole impatto sull'attività delle imprese e possono essere fattori determinanti nell'insorgere della crisi. Sono comprese inoltre le evoluzioni di alcune macro-variabili, i cambiamenti normativi e l'influenza degli attori sociali. Tali elementi si presentano esterni rispetto all'area di responsabilità dell'impresa la quale si limita a subirli in varia misura. Si consideri, ad esempio, l'impatto che può avere un aumento notevole nel prezzo del petrolio per un'impresa del settore plastico, o i disagi che possono causare le oscillazioni delle valute per i soggetti che operano prevalentemente all'estero. Allo stesso modo un cambiamento normativo, quale l'introduzione di una nuova tassa sulle attività produttive, in senso lato potrebbe causare un aggravio del peso fiscale per l'impresa e un significativo peggioramento dei suoi conti economici. Nel momento in cui si valuta la crisi di un'impresa occorre però considerare il relativo peso dei fattori e degli eventi citati in precedenza: a titolo esemplificativo è possibile affermare che, a seguito degli attentati terroristici dell'11 Settembre 2001, sia iniziato un periodo di crisi che ha duramente colpito le imprese operanti nel settore del turismo e dei trasporti, ma non è

ragionevole ricondurre a tale evento tutte le crisi d'impresa avvenute nei mesi ed anni immediatamente successivi. Salvo eventi eccezionali, infatti, i fattori compresi in tale macro-variabile si presentano spesso quali concause della crisi con peso relativamente contenuto.

5) Fattori settoriali

La macro-variabile comprende i fattori attribuibili all'andamento del settore di riferimento, esogeni quindi al campo di azione della singola impresa. Un calo generale della domanda del settore dovuto alla fase di maturità o declino del ciclo di vita o conseguenza di cambiamenti sociali può essere una causa rilevante di crisi d'impresa. Un declino a lungo termine della domanda di un particolare settore può essere causato da discontinuità tecnologiche che rendono i prodotti offerti obsoleti e non più aderenti ai gusti dei consumatori¹⁰. I cambiamenti nelle preferenze dei clienti dovrebbero quindi essere perennemente monitorati dalle imprese, seppur in taluni casi tale attività di osservazione si dimostri non sufficiente.

In altri casi il settore può causare gravi squilibri per un'impresa che non si sappia rapidamente adeguare alle mutate condizioni. Nel settore delle calze, ad esempio, si è scatenata un'intensa competizione di prezzo sul prodotto a seguito dell'entrata di nuovi concorrenti.

* * *

Quanto esposto pone in luce come ognuna delle cinque macro-variabili accolga al suo interno una serie di fattori specifici, sintetizzati nella tabella seguente (Tab. 2).

¹⁰ Un caso tipico è quello dell'industria dei telefoni cellulari: lo sviluppo e la diffusione della tecnologia *touch screen* ha rapidamente causato la marginalità di alcuni importanti *players* del mercato (Nokia e Motorola) che hanno prima visto le proprie quote ridursi progressivamente a favore di coloro che avevano prontamente accolto il *trend* di mercato (Samsung) o dei nuovi entranti (Apple) e in seguito sono stati costretti ad allearsi con altri soggetti (Nokia – Microsoft) o a cedere il ramo (Motorola ha venduto a Google il proprio ramo telefonia). Altri, invece, hanno dovuto riposizionare i propri prodotti concentrandosi su nicchie di mercato per garantire la sopravvivenza della società (R.I.M. Blackberry). L'esempio illustra come anche l'entrata di nuovi concorrenti o il superamento delle barriere all'entrata (avvenuta nel caso di Apple tramite l'introduzione di un nuovo standard nella telefonia) possa causare un rapido declino anche per quelle società che erano da sempre *leader* incontrastati.

Tabella 2 - Le cause della crisi

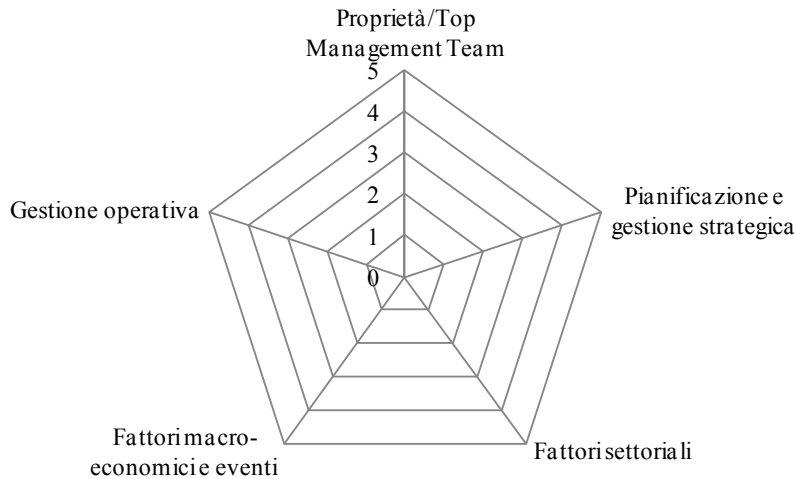
CAUSE ENDOGENE	
<i>Macro-variabile</i>	<i>Fattore specifico</i>
Proprietà/ <i>Top Management Team</i>	Eccessivo accentramento/conduzione padronale Debolezza dei controlli interni Comportamenti anomali/pregiudizievoli Disimpegno proprietà e/o <i>Top management</i>
Pianificazione e gestione strategica	Politiche di espansione errate Errori di marketing Strategia economico finanziaria errata Operazioni di finanza straordinaria Inadeguatezza dell'attività di pianificazione e programmazione
Gestione operativa	Struttura dei costi inadeguata Inefficienza dei processi produttivi e organizzativi
CAUSE ESOGENE	
<i>Macro-variabile</i>	<i>Fattore specifico</i>
Fattori macro-economici e eventi straordinari	Sfavorevole evoluzione delle macro-variabili Cambiamenti normativi Avvenimenti traumatici ed eventi straordinari
Fattori settoriali	Sfavorevole evoluzione della domanda globale Fase di maturità/declino del ciclo di vita del settore Discontinuità tecnologica Contesto competitivo

Fonte: propria elaborazione

Come precedentemente esposto, l'obiettivo del modello in parola consiste nel porre in immediata evidenza grafica le cause che hanno generato la crisi. La complessità del fenomeno comporta la necessità di comprendere il peso di ciascuna macro-variabile, al fine di capire quali possano essere considerate le vere e proprie determinanti della crisi e quali, invece, pur avendo contribuito alla stessa, risultino essere di minor rilievo. Per perseguire tale finalità a ciascuna macro-variabile, rappresentata da un distinto semiasse del pentagono (Fig. 4), è attribuito un punteggio definito da una scala compresa tra 0 e 5, il cui significato è di seguito illustrato:

- 0 = fattore del tutto assente;
- 1 = fattore presente, ma in misura trascurabile;
- 2 = ruolo di secondo piano;
- 3 = co-fattore che, in difetto di altre e maggiori cause, non avrebbe di per sé comportato una alterazione degli equilibri tale da innescare la crisi;
- 4 = fattore determinante;
- 5 = fattore principale nell'insorgere della crisi.

Figura 4 - Il modello del pentagono con scala di graduazione dell'impatto delle macro-variabili



Fonte: propria elaborazione

Il punteggio di ciascuna macro-variabile è, a sua volta, determinato dal punteggio attribuito ai singoli fattori specifici, sulla base di una scala di punteggi da 0 a 5, con significato identico a quello in precedenza esposto. In particolare, si procede con l'esame dei singoli fattori specifici (laddove siano disponibili informazioni al riguardo) e si attribuisce loro un punteggio in funzione del rilievo degli stessi sulla crisi. Il punteggio di sintesi assegnato ad ogni macro-variabile è costituito dal punteggio massimo registrato dai fattori specifici che la compongono. Si è preferito ricorrere al punteggio massimo, in luogo di una media (semplice o ponderata), sia per tener conto che per alcuni fattori specifici – nell'ottica di un analista esterno – possono essere indisponibili informazioni sia, soprattutto, perché ciò che determina la crisi è l'intensità (valore massimo) di un singolo fattore specifico e non già un valore, comunque mediato, della macro-variabile di riferimento (il quale risentirebbe di altri fattori specifici in ipotesi irrilevanti ai fini che qui si perseguono).

Al riguardo può essere utile il seguente esempio (Tab. 3). Nel caso riportato si è in presenza di un'impresa caratterizzata da un'eccessivo accentramento dei poteri in capo ad un'unica persona che, a causa della debolezza dei controlli interni, ha posto in essere operazioni pregiudizievoli al fine di perseguire finalità extra-statutarie. Nell'esempio il punteggio attribuito alla macro-variabile *Top Management Team* sarà pari a 5, ovvero

il valore massimo tra i punteggi attribuiti ai fattori specifici che la compongono.

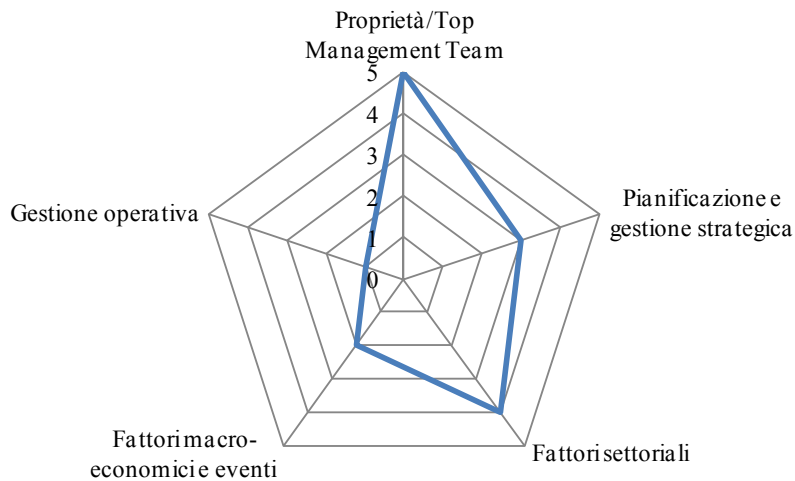
Tabella 3 - Esempio attribuzione punteggi alla macro-variabile Proprietà /Top Management Team

Voce	Punteggio
Eccessivo accentramento/conduzione padronale	5
Debolezza dei controlli interni	3
Disimpegno della proprietà	
Comportamenti anomali	3
PUNTEGGIO ASSEGNATO	5

Fonte: propria elaborazione

Una volta eseguite le operazioni descritte per ogni singola macro-variabile si giunge all'individuazione dell'area della crisi e delle sue determinanti. Di seguito è riportato il modello delle cause di crisi applicato al caso analizzato (Fig. 5), in cui è evidente che la crisi origina da difficoltà settoriali e dalla macro-variabile relativa alla proprietà/Top Management Team.

Figura 5 - Esempio modello con attribuzione punteggi



Fonte: propria elaborazione

Tramite l'assegnazione ad ogni macro-variabile di un punteggio e collegando i punti individuati lungo i semiassi è possibile rappresentare l'area della crisi e comprendere in maniera più intuitiva dove essa origini. Il modello si rivela, inoltre, adatto all'individuazione di un percorso evolutivo della crisi assegnando un punteggio maggiore (es. 5) alla macro-variabile che ha originato la crisi, e punteggi inferiori alle altre.

7. Un esempio di applicazione del modello¹¹

Al fine di comprendere la *ratio*, il funzionamento e le modalità di attribuzione dei punteggi nel modello proposto, si illustra un esempio di applicazione. Il caso che si descrive nel prosieguo è risultato di un'analisi esterna; per gli aspetti di cui non si dispone di informazioni, di conseguenza, non sarà effettuata la valutazione.

Il caso in esame è quello di Alfa S.p.A.¹², impresa attiva nel settore dell'informatica, specializzata nella produzione di schermi. Sotto la guida di Mario Alfa l'impresa vive un periodo di intensa crescita e di espansione a livello internazionale. Improvvisamente, nel corso dell'anno x, il fondatore muore e il comando dell'impresa passa in capo ai due figli. Il ricambio generazionale si ripercuote negativamente sull'impresa: gli eredi trascurano, infatti, la gestione aziendale concentrandosi su dispute di carattere personale e tale comportamento ha un'influenza negativa sui vertici dirigenziali, tanto che Renato Rossi, da anni direttore commerciale di Alfa S.p.A., decide di abbandonare l'impresa. Nel frattempo la stessa viene scissa in due distinti soggetti: la Alfa S.p.A., dedicata alla produzione di schermi conto terzi, e la Beta S.p.A., cui è attribuita attività di grafica.

Oltre alle difficoltà interne dovute alle divergenze tra gli eredi, l'intero mercato dell'informatica si trova ad attraversare un periodo di trasformazione, che si riflette nella crisi di numerosi operatori del settore. In particolare, Gamma, cliente che assicurava il 70% della produzione di Alfa S.p.A., decide di variare le proprie politiche di approvvigionamento privilegiando operatori a basso costo e annullando le commesse a favore di Alfa S.p.A..

I conti economici di Alfa S.p.A. palesano una situazione di stallo: i ricavi dell'esercizio x+2 derivano pressoché esclusivamente dalla vendita degli ultimi prodotti relativi alla commessa Gamma e si riducono a livelli minimi a partire dall'anno successivo. A fronte della drastica riduzione dell'attività produttiva, Alfa S.p.A. cerca sin dall'esercizio x+2 di contenere i costi fissi. Il costo del personale viene in parte attutito tramite il ricorso ad

¹¹ Il presente paragrafo è opera di Jessica Tanghetti e di Nicodemo Zavaglia.

¹² Il nome dell'impresa e dei soggetti citati sono di fantasia.

ammortizzatori sociali (Cassa Integrazione Guadagni). Nonostante tali sforzi, il risultato operativo si presenta negativo sia nell'esercizio x+3 che nell'esercizio x+4, con successiva dichiarazione di insolvenza.

Nel seguito si illustrano sinteticamente le macro-variabili costituenti il modello di analisi delle cause della crisi.

1) Proprietà/Top Management Team

L'impresa, prima della morte di Mario Alfa, attraversava un periodo di intensa crescita, che si è arrestato in concomitanza del decesso del fondatore. È quindi palese la presenza di una forte conduzione padronale e il relativo accentramento su tale figura (punteggio 4). Occorre però precisare che non è stata la morte di Mario Alfa a causare la crisi del gruppo, bensì il disimpegno della proprietà (punteggio 5) che, anziché dedicarsi alla gestione aziendale, si è concentrata su lotte di carattere personale.

La tabella 4 riassume i punteggi attribuiti alla macro-variabile in analisi, alla luce delle considerazioni suesposte.

Tabella 4 - Attribuzione punteggi alla macro-variabile Proprietà / Top Management Team per Alfa S.p.A.

Voce	Punteggio
Eccessivo accentramento/conduzione padronale	4
Debolezza dei controlli interni	
Disimpegno della proprietà	5
Comportamenti anomali	
PUNTEGGIO ASSEGNATO	5

Fonte: propria elaborazione

2) Pianificazione e gestione strategica

In un settore investito da notevoli cambiamenti in atto, quale quello dell'informatica, il *management* non ha saputo porre in essere una strategia adeguata alle mutate condizioni ambientali. Ciò si è tradotto nella difficoltà nell'acquisizione di commesse, soprattutto a fronte della perdita del principale committente.

In conseguenza delle mutate condizioni del settore, alcuni importanti *competitors* hanno optato per la dismissione dei propri rami di produzione, concentrandosi esclusivamente sull'attività di progettazione. Alfa S.p.A. ha tentato di seguire la medesima strategia, ponendo in atto diverse trattative, poi fallite anche a causa dei dissidi interni alla proprietà. La mancanza di pianificazione e programmazione, declinabile nella scarsa attenzione agli stimoli provenienti dal mercato, è risultata determinante (punteggio 4),

mentre l'operazione straordinaria di scorporo del ramo operativo non ha fatto altro che accelerare il declino dell'impresa, ma di per sé non ne ha causato la crisi (punteggio 3).

Per queste ragioni il prospetto relativo alla macro-variabile è stato completato come riportato nella tabella seguente (Tab. 5).

Tabella 5 - Attribuzione punteggi alla macro-variabile Pianificazione e gestione strategica per Alfa S.p.A.

Voce	Punteggio
Politiche di espansione errate	
Errori di marketing	
Strategia economico finanziaria errata	
Operazioni di finanza straordinaria	3
Inadeguatezza dell'attività di pianificazione e programmazione	4
PUNTEGGIO ASSEGNATO	4

Fonte: propria elaborazione

3) Gestione operativa

La riduzione dei ricavi, l'insostenibilità dei costi fissi e il risultato operativo negativo registrato negli anni $x+3$ e $x+4$ non possono essere considerati una causa, bensì una conseguenza di una crisi che origina altrove. Sulla base di tale considerazione, si attribuisce un punteggio pari a 2 alla struttura dei costi, in quanto tale fattore specifico ha contribuito a peggiorare una situazione già ampiamente compromessa (Tab. 6).

Tabella 6 - Attribuzione punteggi alla macro-variabile Gestione operativa per il caso Alfa S.p.A.

Voce	Punteggio
Struttura dei costi inadeguata	2
Inefficienza dei processi produttivi e organizzativi	
PUNTEGGIO ASSEGNATO	2

Fonte: propria elaborazione

4) Fattori macro-economici ed eventi straordinari

Nella crisi di Alfa S.p.A. non si riscontra alcun peso dei fattori macro-economici. Per queste ragioni non si è attribuito alcun punteggio a tale macro-variabile (Tab. 7).

Tabella 7 - Attribuzione punteggi alla macro-variabile Fattori macro-economici ed eventi straordinari per Alfa S.p.A.

Voce	Punteggio
Sfavorevole evoluzione delle macro-variabili	
Cambiamenti normativi	
Avvenimenti traumatici ed eventi straordinari	
PUNTEGGIO ASSEGNATO	0

Fonte: propria elaborazione

5) Fattori settoriali

Alfa S.p.A. ha indubbiamente risentito dei cambiamenti in atto nel settore dell'informatica, la cui principale conseguenza è rappresentata dalla perdita delle commesse del cliente Gamma. Alla luce di tali considerazioni si è attribuito un punteggio pari a 3 al contesto competitivo, pesantemente influenzato dalle scelte di approvvigionamento operate dai principali *players* e un punteggio di 2 alla sfavorevole evoluzione della domanda, nettamente in calo nel settore di appartenenza (Tab. 8).

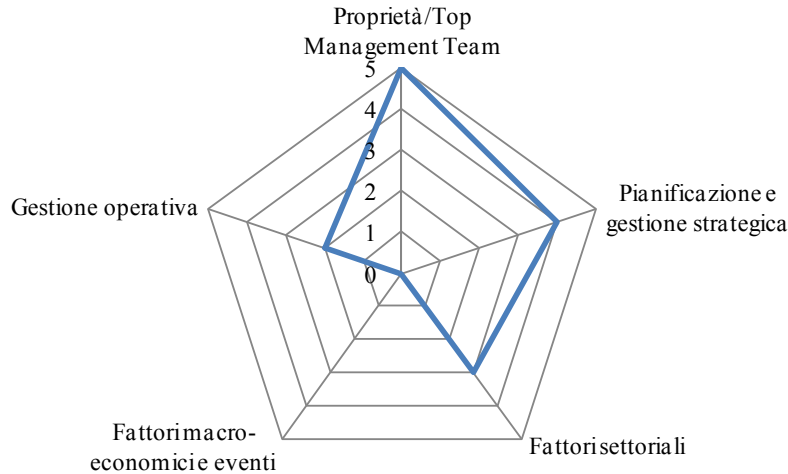
Tabella 8 - Attribuzione punteggi alla macro-variabile Fattori settoriali per Alfa S.p.A.

Voce	Punteggio
Sfavorevole evoluzione della domanda globale	2
Fase di maturità/declino del ciclo di vita del settore	
Discontinuità tecnologica	
Contesto competitivo	3
PUNTEGGIO ASSEGNATO	3

Fonte: propria elaborazione

Analizzate le singole macro-variabili, è possibile costruire il modello per Alfa S.p.A. (Fig. 6) collegando i diversi punti e individuando, così, l'area delle cause della crisi. Come evidente, la crisi del gruppo si presenta prevalentemente endogena e la principale responsabilità è da ricondurre alla proprietà/*Top Management Team*.

Figura 6 - Attribuzione del punteggio per Alfa S.p.A.



Fonte: propria elaborazione

8. Riflessioni conclusive

Il modello proposto si presenta quale raccordo tra le diverse prospettive di analisi che hanno indagato le cause della crisi d'impresa. Come anticipato in precedenza, la finalità ultima è rappresentata dalla definizione di un modello che consenta al lettore una rapida individuazione e comprensione delle ragioni alla base di un fenomeno complesso quale quello della crisi d'impresa.

Tale modello, che è stato illustrato sinteticamente, è in corso di verifica empirica in riferimento ad un campione di imprese assoggettate alla procedura di Amministrazione Straordinaria ex D.Lgs 270/1999 e ex D.L. 347/2003. Sulla base delle analisi sin qui sviluppate è possibile affermare che il modello presenta il pregio di consentire l'identificazione e la rappresentazione del contributo di ciascun fattore alla configurazione della crisi, da intendersi quale risultato di un concatenarsi di eventi, alla luce di un approccio sistemico.

Un ulteriore ambito di applicazione di tale modello, in corso di verifica, consiste nella rappresentazione delle cause di crisi in funzione del diverso grado di informazioni disponibili. Non è infrequente, infatti, la costruzione di modelli «diamanti» relativamente alla crisi di un'unica impresa, diversamente composti in funzione della disponibilità di informazioni, che

può essere completa, se derivante da un'analisi svolta internamente, o parziale, qualora l'analisi sia invece di natura esterna.

Bibliografia

- Alberici A. (1975), *Analisi dei Bilanci e Previsione delle Insolvenze*, Milano, Isedi.
- Altman E.I. (1968), "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", in *Journal of Finance*, September, pp. 589-609.
- Altman E.I. (1983), *Corporate Financial Distress*, New York, Wiley Interscience.
- Altman E.I., Hartzell J, Peck M. (1995), *Emerging Markets Corporate Bonds: A Scoring System*, New York, Salomon Brothers Inc.
- Altman E.I. (2002), "Revisiting Credit Scoring Models in a Basel 2 Environment", in M. ONG, *Credit Rating: Methodologies, Rationale and Default Risk*, London, London Risk Book.
- Amason A.C., Sapienza H.J. (1997), "The Effects of Top Management Team Size and Interraction Norms on Cognitive and Affective Conflict", in *Journal of Management*, vol. 23, n. 4, pp. 495-516.
- Andrei P., Bisaschi A., Fellegara A.M, Pezzani F., Zanichelli V. (1996), *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, Milano, Giuffrè.
- Appetiti S. (1984), "L'Utilizzo dell'Analisi Discriminatoria per la Previsione delle Insolvenze: Ipotesi e Test per un'Analisi Dinamica" in *Servizio Studi della Banca d'Italia*, Roma, Temi di Discussione.
- Arend R.J. (2008), "Differences in RBV Strategic Factors and the Need to Consider Opposing Factors in Turnaround Outcomes", in *Managerial and Decision Economics*, vol. 29, February, pp. 337-355.
- Argenti J. (1976), *Corporate Collapse: the Causes and Symptoms*, London, McGraw-Hill, London.
- Barker V.L., Mone M.A. (1994), "Retrenchment: Cause of Turnaround or Consequence of Decline?", in *Strategic Management Journal*, vol. 15, June, pp. 395-405.
- Barker V.L., Duhaime I.M. (1997), "Strategic Change in the Turnaround Process: Theory and Empirical Evidence", in *Strategic Management Journal*, vol. 18, January, pp. 13-38.
- Barnett W.P., Freeman J. (2001), "Too Much of a Good Thing? Product Proliferation and Organizational Failure", in *Organization Science*, Vol. 12, n. 5, September – October, pp. 539-558.
- Baum J.A.C., Singh V. (1994), *Evolutionary Dynamics of Organizations*, New York, Oxford University Press.
- Beaver W.H. (1966), "Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting: Selected Studies", in *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp. 71-111.

- Belcredi M. (1997), *Le ristrutturazioni stragiudiziali delle aziende in crisi in Italia nei primi anni '90*, Università Cattolica, Centro Studi Finanziari.
- Bertoli G. (2000), *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Milano, Egea.
- Bertoli G. (2004), *Anatomia di un dissesto*, Milano, Franco Angeli.
- Bianchi A. (2010), *Crisi di impresa e risanamento*, Milano, Ipsoa.
- Bibeault D.B. (1982), *Corporate Turnaround*, New York, McGraw Hill.
- Bijnen E.J., Wijn M.F.C.M. (1994), *Corporate Prediction Models, Ratios or Regression Analysis?*, Faculty of Economics of Tilburg University.
- Brudler J., Schussler R. (1990), "Organizational Mortality: the Liabilities of Newness and Adolescence" in *Administrative Science Quarterly*, vol. 35, n. 3, September, pp. 530-547.
- Burns T., Stalker G.M. (1961), *The Management of Innovation*, London, Tavistock Publication.
- Cameron K. et al. (1987), "Organizational dysfunctions of decline", in *Academy of Management Journal*, vol. 30, n. 1, March, pp. 126-138.
- Caprio L. (a cura di) (1997), *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica*, Milano, Mediocredito regionale Lombard.
- Castrogiovanni J., Bruton G.D. (2000), "Business Turnaround Process Following Acquisitions: Reconsidering the Role of Retrenchment", in *Journal of Business Research*, vol. 48, n. 1, April, pp. 25-34.
- Chowdhury S.D., Lang J.R. (1996), "Turnaround in Small Firms: an Assessment of Efficiency Strategies", in *Journal of Business Resource*, vol. 36, n. 2, June, pp. 169-178.
- Chowdhury S.D. (2002), "Turnarounds: a Stage Theory Perspective", in *Canadian Journal of Administrative Science*, vol. 19, n. 3, September, pp. 249-266.
- Coda V. (1975), "L'analisi economico-finanziaria di un dissesto" in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 5.
- Coda V. (1977), "Crisi d'impresa e comportamento direzionale", in AA.VV., *Crisi di impresa e sistemi di direzione*, Milano, Etas Libri.
- Coda V. (1989), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Torino, Utet.
- Confalonieri M. (1993), "Le cause dei dissesti aziendali", in *Finanza, Marketing e Produzione*, vol. 9.
- Covin J.G., Slevin D.P. (1989), "Strategic Management of Small Firms in Hostile and Benign Environments" in *Strategic Management Journal*, vol. 10, n. 1, January – February, pp. 75-87.

- Daily C.M., Dalton D.R. (1994), "Corporate Governance and the Bankrupt Firm: An Empirical Assessment" in *Strategic Management Journal*, vol. 15, n. 8, October, pp. 643-654.
- Danovi A. (2003), *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Milano, Giuffrè.
- Danovi A., Indizio G. (2008), "Verso una definizione di crisi e risanamento", in Danovi A., Quagli A., *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Milano, Ipsoa.
- Danovi A., Quagli A. (2008), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Milano, Ipsoa.
- Danovi A., Quagli A. (2010), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Milano, Ipsoa.
- Davis D. (1988), *How to Turn Round a Company, A Practical Guide to Company Rescue*, Cambridge, Director Books, Simon and Schuster.
- Della Corte V. (1996), "Analisi della bibliografia sulle crisi d'impresa", in Sciarelli S., *La crisi d'impresa*, Padova, Cedam.
- Falini A. (2008), *La straordinaria amministrazione*, Milano, Franco Angeli.
- Fazzi R. (1982), *Il governo d'impresa*, Milano, Giuffrè.
- Florenzi A. (1997), "L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi: un'analisi delle procedure dal 1979 al 1996", in Caprio L. (a cura di), *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi economica*, Milano, Mediocredito regionale Lombardo.
- Forestieri G. (1986), *La previsione delle insolvenze aziendali: profili teorici e analisi empiriche*, Milano, Giuffrè.
- Freeman J., Carroll G.R., Hannan M.T. (1983), "The liability of newness: age dependence in organizational death rates" in *American Sociological Review*, vol. 48, October, pp. 692-710.
- Gilson S. (2010), *Creating value through corporate restructuring*, Hoboken, Wiley Finance.
- Golinelli G.M. (2000), *La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, Padova, Cedam.
- Golinelli G.M. (2005), *L'approccio sistemico al governo dell'impresa, vol. I - L'impresa vitale*, Padova, Cedam.
- Guatri L. (1986), *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, Giuffrè.
- Guatri L. (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, Egea.

- Hambrick D.C., Schechter S.M. (1983), "Turnaround Strategies for Mature Industrial-Product Business Units", in *Academy of Management Journal*, vol. 23, n. 2, June, pp. 231-248.
- Hambrick D.C., Mason P. (1984), "Upper Echelons: the Organization as a Reflection of Top Managers", in *Academy of Management Review*, vol. 9, April, pp. 196-206.
- Hambrick D.C., D'Aveni R.A. (1988), "Large Corporate Failures as Downward Spirals", in *Administrative Science Quarterly*, vol. 33, n. 1, March, pp. 1-23.
- Hambrick D.C., D'Aveni R.A. (1992), "Top Team Deterioration As Part of the Downward Spiral of Large Corporate Bankruptcies", in *Management Science*, vol. 38, n. 10, October, pp. 1445-1466.
- Hambrick D.C., Cho T.S., Chen M.J. (1996), "The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves", in *Administrative Science Quarterly*, vol. 41, December, pp. 659-684.
- Hannan M.T., Freeman J. (1977), "The Population Ecology of Organizations", in *American Sociological Review*, vol. 82, n. 5, March, pp. 929-964.
- Hannan M.T., Freeman J. (1984), "Structural Inertia and Organizational Change", in *American Sociological Review*, vol. 49, n. 2, April, pp. 149-164.
- Hofer C.W. (1978), "Turnaround Strategies", in *The Journal of Business Strategy*, vol. 1, n. 1, January, pp. 19-31.
- Kazozcu S.B. (2011), "Role of Strategic Flexibility in the Chice of Turnaround Strategies: a Resource Based Approach", 7th International Strategic Management Conference, *Procedia Social and Behavioral Science*, vol. 24, pp. 444-459.
- Khandualla P.N. (1977), "Some top management styles, their context and performance" in *Organization and Administrative Science*, vol. 7, n. 4, pp. 21-51.
- Lorsch J.W. (1989), *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Boston, Harvard Business School Press.
- Maccoby (2000), "Narcissistic Leaders", in *Harvard Business Review*, January-February.
- Martellini M. (a cura di) (2006), *L'impresa. Economia e gestione*, Torino, Giappichelli.
- Mellahi K, Wilkinson A. (2004), "Organizational Failure: a Critique of Recent Research and a Proposed Integrative Framework", in *International Journal of Management Reviews*, vol. 5, n. 1, March, pp. 21-41.
- Mc Gahan A., Porter M. (1997), "How Much Does Industry Matter, Really?", in *Strategic Management Journal*, vol. 18 (Summer Special Issue), pp. 15-30.

- Moliterni R. (1999), *Dalla fisiologia alla crisi d'impresa: Diagnosi dei processi degenerativi e misure di prevenzione*, Verona, Cedam.
- Moliterni R., Paci A., Vallini C. (a cura di) (2003), *La gestione della crisi d'impresa nell'amministrazione straordinaria ex D.Lgs. 270/99*, Università degli Studi di Firenze.
- Murray A.I. (1989), "Top Management Group Heterogeneity and Firm Performance", in *Strategic Management Journal*, n. 10, pp. 125-141.
- Nelson R.R. (1995), "Recent Evolutionary Theorizing and Economic Change", in *Journal of Economic Literature*, vol. 33, March, pp. 45-49.
- Pandit N.R. (1998), "British Still Corporation: Probably the Biggest Turnaround Story in UK Industrial History", in *Strategic Change*, vol. 7, n. 2, pp. 65-79.
- Pandit N.R. (2000), "Some Recommendations for Improved Research on Corporate Turnaround" in *M@n@gement*, vol. 3, n. 2, pp. 31-68.
- Piocchi P. (2003), *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità*, Torino, Giappichelli Editore.
- Pretorius M. (2008), "When Porter's Generic Strategies are not Enough: Complementary Strategies for Turnaround Situations", in *Journal of Business Strategy*, vol. 29, n. 6, pp. 19-28.
- Reboa M. (1996), *Le dismissioni di unità aziendali nei processi di ristrutturazione*, Milano, Egea.
- Richards M.D. (1973), "An Exploratory study of strategic failure" in T.B. GREEN, D.F. RAY (a cura di), *Proceedings of the Academy of Management*, pp. 40-46.
- Robbins D.K., Pearce III J.A. (1992), "Turnaround: Retrenchment and Recovery", in *Strategic Management Journal*, vol. 13, May, pp. 287-309.
- Sciarelli S. (1996), *La crisi d'impresa: il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Padova, Cedam.
- Schendel D.G., Patton G.R. (1976), "Corporate Stagnation and Turnaround", in *Journal of Economics and Business*, vol. 28, n. 3, Spring-Summer, pp. 236-241.
- Schendel D.G., Patton G.R., Riggs J. (1978), "Corporate Turnaround Strategies: A study of profit decline and recovery" in *Journal of General Management*, vol. 3, pp. 3-11.
- Scott W.R. (1992), *Organizations: Rational, Natural and Open Systems*, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Sheppard J.P. (1995), "A Resource Dependence Approach to Organizational Failure" in *Social Science Research*, vol. 24, 1995, pp. 28-62.

- Sheppard J.P., Chowdhury S.D. (2005), "Riding the Wrong Wave: Organizational Failure as a Failed Turnaround", in *Long Range Planning*, vol. 38, pp. 239-260.
- Singh J.V., Tucker D.J., House R.J. (1986), "Organizational Legitimacy and the Liability of Newness" in *Administrative Science Quarterly*, vol. 31, n. 2, June, pp. 171-193.
- Slatter S. (1984), *Corporate Recovery*, Harmondsworth, Penguin books.
- Slatter S., Lovett D. (1999), *Corporate Turnaround*, Harmondsworth, Penguin books.
- Slatter S., Lovett D., Barlow L. (2003), *Leading Corporate Turnaround*, Chichester, Wiley.
- Smith K.G., Smith K.A., Olian J.D., Sims Jr. H.P., O'Bannon D.P., Scully J.A. (1994), "Top Management Team Demography and Process: the Role of Social Integration and Communication", in *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, n. 3, September, pp. 412-438.
- Starbuck W.H., Greve A., Hedberg B.L.T. (1978), "Responding to Crises", in *Journal of Business Administration*, n. 2, pp. 111-137.
- Stearns L.B., Mizruchi M.S. (1993), "Board composition and corporate financing: The impact of financial institution representation on borrowing", in *Academy of Management Journal*, vol. 36, n. 3, June, pp. 603-618.
- Sudarsanam S., Lai J. (2001), "Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis", in *British Journal of Management*, vol. 12, pp. 183-199.
- Whetten D. (1987), "Organizational growth and decline processes" in *Annual Review of Sociology*, vol. 13, pp. 335-358.

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA AZIENDALE

PAPERS PUBBLICATI DAL 2009 AL 2011*:

- 87- Sante MAIOLICA, *Il mezzanino finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato*, febbraio 2009.
- 88- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, *Brand extension, counterextension, cobranding*, febbraio 2009.
- 89- Luisa BOSETTI, *Corporate Governance and Internal Control: Evidence from Local Public Utilities*, febbraio 2009.
- 90- Roberto RUOZI, Pierpaolo FERRARI, *Il rischio di liquidità nelle banche: aspetti economici e profili regolamentari*, febbraio 2009.
- 91- Richard BAKER, Yuri BIONDI, Qiusheng ZHANG, *Should Merger Accounting be Reconsidered?: A Discussion Based on the Chinese Approach to Accounting for Business Combinations*, maggio 2009.
- 92- Giuseppe PROVENZANO, *Crisi finanziaria o crisi dell'economia reale?*, maggio 2009.
- 93- Arnaldo CANZIANI, *Le rivoluzioni zappiane— reddito, economia aziendale — agli inizi del secolo XXI*, giugno 2009.
- 94- Annalisa BALDISSERA, *Profili critici relativi al recesso nelle società a responsabilità limitata dopo la riforma del 2003*, luglio 2009.
- 95- Marco BERGAMASCHI, *Analisi ambientale della Cina e strategie di localizzazione delle imprese italiane*, novembre 2009.
- 96- Alberto FALINI, Stefania PRIMAVERA, *Processi di risanamento e finalità d'impresa nelle procedure di amministrazione straordinaria*, dicembre 2009.
- 97- Riccardo ASTORI, Luisa BOSETTI, *Crisi economica e modelli di corporate governance*, dicembre 2009.
- 98- Marco BERGAMASCHI, *Imitazione e concorrenza nell'abbigliamento di moda: un'interpretazione economico-aziendale della normativa vigente*, dicembre 2009.
- 99- Claudio TEODORI, Monica VENEZIANI, *Intangibile assets in annual reports: a disclosure index*, gennaio 2010.
- 100- Arnaldo CANZIANI, Renato CAMODECA, *Il Bilancio dello Stato nel pensiero degli aziendalisti italiani 1880-1970*, febbraio 2010.
- 101- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, Roberto GRAZIANO, *La determinazione del "Royalty Rate" negli accordi di licesing*, marzo 2010.
- 102- Antonio PORTERI, *La crisi, le banche e i mercati finanziari*, aprile 2010.
- 103- Elisabetta CORVI, *Emozioniamoci! L'imperativo del terzo millennio?*, maggio 2010.
- 104- Sergio ALBERTINI, Caterina MUZZI, *Innovation networking and SMEs: Open communities and absorptive capacity. Two case studies along a continuum in the innovative process*, ottobre 2010.
- 105- Guido ABATE, *Lo sviluppo e le prospettive delle SGR immobiliari italiane*, ottobre 2010.
- 106- Ilaria GREZZINI, *Il bilancio d'esercizio e la fiscalità asincrona: norme civilistiche, eterointegrazione, Ias*, ottobre 2010.
- 107- Ilaria GREZZINI, *Finanziamento dell'economia e <partite incagliate>: la Comit 1933-1935 nella perizia di Gino Zappa*, ottobre 2010.
- 108- Mario MAZZOLENI, Elisa CHIAF, Davide GIACOMINI, *Le cooperative mutualistiche tra eccellenza economica e sociale*, novembre 2010.
- 109- Annalisa ZANOLA, *The Annual Report: an Interdisciplinary Approach to a „Contaminated" New Genre*, novembre 2010.

* Serie depositata a norma di legge. L'elenco completo dei paper è disponibile al seguente indirizzo internet <http://www.unibs.it/dipartimenti/economia-aziendale>

- 110- Elisa CHIAF, *Le imprese sociali di inserimento lavorativo e la creazione di valore: uno studio di casi*, dicembre 2010.
- 111- Francesca GENNARI, Luisa BOSETTI, *La governance delle agenzie di rating: prime considerazioni alla luce delle riforme*, dicembre 2010.
- 112- Roberto RUOZI, Pierpaolo FERRARI, *Verso la “deglobalizzazione” del sistema bancario internazionale?*, dicembre 2010.
- 113- Paolo BOGARELLI, *L'apprezzamento dell'economicità nelle cooperative sociali: il caso della cooperativa di Bessimo*, dicembre 2010.
- 114- Annalisa BALDISSERA, *Continuità d'impresa e soci recedenti nella S.r.l.: convenienze antitetiche delle aziende di produzione e familiari*, dicembre 2010.
- 115- Sonia Rachele PIOTTI, *On the Trail of the Vocabulary of Mathematical Science in Early Modern English*, giugno 2011.
- 116- Alberto MAZZOLENI, Elisa GIACOSA, *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi: la recente esperienza italiana*, giugno 2011.
- 117- Isabel COSTANZI, *Paul Karl Feyerabend (1924- 1994) filosofo della scienza*, settembre 2011.
- 118- Valentina COSTA, Carlo GOBEO, *Introduzione a Paul K. Feyerabend*, settembre 2011
- 119- Giuseppina GANDINI, Luisa BOSETTI, *Orientamento al mercato e sostenibilità futura nelle aziende di pubblica utilità*, dicembre 2011.
- 120- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, *Celebrity endorsement, brand extension, brand loyalty*, dicembre 2011.
- 121- Anna CODINI, *Strategie di servitization e valore per il cliente: una proposta metodologica*, dicembre 2011.
- 122- Arnaldo CANZIANI, *I Consigli di Amministrazione delle Società per Azioni fra mitologie romantiche e patologie sempiternie*, dicembre 2011.
- 123- Arnaldo CANZIANI, *What after the Tsunami of 2007-2008: recovery, inflation, stagflation?*, dicembre 2011.
- 124- Annalisa BALDISSERA, Federico MANFRIN, *La valutazione della partecipazione del socio recedente da società di capitali: incertezze, arbitrarietà, patologie*, dicembre 2011.

*Università degli Studi di Brescia
Dipartimento di Economia Aziendale
Contrada Santa Chiara, 50 - 25122 Brescia
tel. 030.2988.551-552-553-554 - fax 030.295814
e-mail: segeaz@eco.unibs.it*