

L'efficacia degli indicatori finanziari nella previsione della crisi di impresa: evidenze nel settore retail

Prof. Di Donato Francesca

RELATORE

Prof. Fabi Tommaso

CORRELATORE

Pipolo Morena

Matr.781471

CANDIDATO

Indice

Introduzione.....	4
Capitolo 1: Crisi d'impresa e analisi finanziaria nel settore retail	8
1.1 Definizione di crisi di e principali cause	8
1.1.1 <i>Inquadramento teorico e normativo del concetto di crisi</i>	<i>9</i>
1.1.2 <i>Fattori interni ed esterni della crisi</i>	<i>12</i>
1.1.3 <i>L'importanza della previsione della crisi di impresa</i>	<i>14</i>
1.1.4 <i>Indicatori precursori</i>	<i>18</i>
1.2 Il settore retail: caratteristiche e vulnerabilità.....	20
1.2.1. <i>Evoluzione storica e configurazione attuale del comparto</i>	<i>20</i>
1.2.2. <i>Fattori di rischio e digitalizzazione.....</i>	<i>23</i>
1.2.3. <i>Il retail come ambito di osservazione privilegiato per l'analisi della crisi.....</i>	<i>25</i>
1.3 Il ruolo dell'analisi finanziaria nella prevenzione	26
1.3.1. <i>Indicatori di bilancio e il loro significato.....</i>	<i>28</i>
1.3.2. <i>Indicatori di solidità: sostenibilità del capitale nel lungo periodo.....</i>	<i>29</i>
1.3.3. <i>Indicatori di liquidità: equilibrio nel breve termine</i>	<i>31</i>
1.3.4. <i>Indicatori di redditività: performance aziendale e generazione di valore</i>	<i>33</i>
1.4 Altri approcci previsionali e modelli di analisi	34
Capitolo 2: Costruzione e analisi del campione.....	38
2.1 Obiettivi e domande chiave	38
2.2. Costruzione del campione.....	39
2.2.1. <i>Presentazione delle aziende</i>	<i>41</i>
2.3. Approccio statistico e strumenti di analisi	48
2.3.1. <i>Indicatori selezionati e metodologia di calcolo</i>	<i>49</i>
2.3.2. <i>Risultati dell'analisi descrittiva: calcolo e confronto tra imprese</i>	<i>50</i>
2.3.3. <i>Prime osservazioni preliminari</i>	<i>58</i>
Capitolo 3: Analisi statistica comparata e modelli predittivi	60
3.1 Introduzione metodologica	60
3.2 Analisi inferenziale.....	61
3.2.1. <i>Test di significatività per gruppi</i>	<i>63</i>
3.2.2. <i>Analisi delle correlazioni</i>	<i>67</i>
3.3 Regressione logistica	70
3.3.1 <i>Analisi ROC: valutazione della capacità discriminante degli indicatori</i>	<i>76</i>

3.4 Valutazione complessiva delle evidenze statistiche	79
Capitolo 4: Conclusioni e Prospettive Future	82
4.1 Presentazione dei risultati	82
4.2 Evidenze empiriche e implicazioni per la prevenzione della crisi.....	85
4.2.1 Risposte ai quesiti di ricerca: evidenze empiriche.....	85
4.2.2 Ricadute operative e implicazioni manageriali.....	86
4.3 Limiti dello studio e possibili sviluppi futuri.....	88
4.4 Considerazioni finali	89
Bibliografia	91
Sitografia	92

Introduzione

Negli ultimi anni, il concetto di crisi d'impresa ha assunto una rilevanza crescente nel panorama economico e normativo italiano, ponendosi al centro del dibattito tra studiosi, professionisti e policy maker. Le turbolenze macroeconomiche, la crescente complessità gestionale e l'accelerazione dei cicli di trasformazione settoriale hanno reso evidente la necessità di strumenti in grado di intercettare tempestivamente segnali di squilibrio, prima che questi si traducano in fenomeni irreversibili di insolvenza. In questo scenario, la crisi non è più interpretata come evento isolato e improvviso, ma come processo graduale, frutto di una serie di disfunzioni e inefficienze che si manifestano con dinamiche temporali e sintomi progressivi. Da ciò discende la necessità di adottare un approccio diagnostico e preventivo, che consenta di cogliere con anticipo i segnali premonitori¹ e intervenire con misure correttive mirate. In questo contesto, gli indicatori di bilancio assumono un ruolo cruciale, in quanto strumenti potenzialmente capaci di evidenziare anomalie significative nel comportamento delle principali grandezze aziendali. Il presente lavoro si propone, infatti, di indagare il potenziale predittivo degli indicatori di bilancio nella rilevazione precoce delle crisi d'impresa, tentando di rispondere a tre domande guida che hanno orientato l'intero percorso di ricerca:

- *Quali indicatori si rivelano più efficaci nel segnalare per tempo una potenziale perdita di equilibrio economico-finanziario?*
- *Vi sono aree gestionali particolarmente vulnerabili che tendono ad anticipare il deterioramento complessivo della performance?*
- *È possibile individuare schemi ricorrenti o pattern evolutivi nei dati contabili che precedono il manifestarsi della crisi?*

La scelta del settore retail come soggetto dell'analisi è guidata dalla forte presenza del comparto nell'economia globale², con un impatto significativo sulla crescita economica, sull'occupazione e sui consumi delle famiglie. Tuttavia, negli ultimi anni, l'avvento dell'e-commerce e la digitalizzazione dei processi di vendita hanno radicalmente modificato le abitudini di consumo, spostando progressivamente la domanda dai punti

¹ S. Onesti, "Crisi d'impresa: segnali, indicatori e strumenti di prevenzione", in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 3/2021.

² Secondo i dati del report *Global Retail Market Size & Forecast* (Fortune Business Insights, 2023), il valore del mercato retail globale è stato stimato in oltre 30 trilioni di dollari, con una crescita attesa a circa 59 trilioni entro il 2032.

vendita fisici alle piattaforme online³. A ciò si aggiungono le crescenti pressioni inflazionistiche, i cambiamenti nelle catene di approvvigionamento globali e l'inasprirsi della competizione, elementi che hanno contribuito ad accrescere l'incertezza e la volatilità del settore. Alcuni marchi storici hanno visto crollare il proprio valore, incapaci di gestire i cambiamenti strutturali e di innovare modelli di business obsoleti, mentre altri hanno sfruttato la crisi come un'opportunità per rafforzarsi, adottando strategie più flessibili e competitive. In questo contesto, la capacità di individuare con tempestività i segnali di difficoltà finanziaria è diventata una necessità non solo per le aziende stesse, ma anche per gli investitori, gli istituti di credito e le autorità di regolamentazione, che mirano a prevenire fenomeni di instabilità e insolvenza nel mercato.

Nel primo capitolo, l'elaborato affronta una ricognizione teorico-dottrinale sul tema della crisi d'impresa, analizzando le sue principali determinanti, i segnali precursori e gli strumenti normativi introdotti per favorirne la prevenzione. Dopo aver discusso le differenze tra crisi economica, patrimoniale e finanziaria, viene approfondito il ruolo degli indicatori finanziari e si evidenzia come il flusso di cassa, la struttura patrimoniale e la capacità reddituale siano grandezze capaci, se monitorate con continuità, di anticipare situazioni critiche e orientare le decisioni strategiche in modo tempestivo. Il capitolo prosegue con un focus sul settore retail, mettendone in luce le peculiarità strutturali e i fattori di vulnerabilità. Viene ricostruita l'evoluzione storica del comparto, fino ad arrivare all'attuale fase del cosiddetto Retail 4.0, dominato da logiche omnicanale, innovazione digitale e modelli *customer-centric*. L'esigenza di adattarsi a cicli di consumo sempre più rapidi, unita alla pressione competitiva esercitata da player globali e digitali, ha reso il comparto fortemente esposto a rischi di squilibrio. In questo contesto, il mancato aggiornamento delle strategie commerciali, la rigidità dei costi fissi e un utilizzo inefficiente delle leve finanziarie possono accelerare il deterioramento della performance aziendale. Nel prosieguo del primo capitolo, l'attenzione si concentra sul ruolo dell'analisi finanziaria nella prevenzione della crisi. Dopo aver descritto i principali indicatori di bilancio, si analizzano quegli indici ritenuti più significativi nella letteratura e nei documenti ufficiali, evidenziando le soglie critiche previste e le modalità di utilizzo nei sistemi di allerta. L'analisi viene integrata da una rassegna dei modelli previsionali

³ Kotler, P., Stigliano, G., *Retail 4.0. 10 regole per l'era digitale*, Mondadori Elcta, Milano, 2018.

più noti (Z-score di Altman, M-score di Beneish, modelli di regressione logistica), allo scopo di offrire una panoramica sui diversi approcci alla diagnosi precoce della crisi.

Il secondo capitolo ha un'impostazione metodologica ed empirica. Dopo aver esplicitato le domande di ricerca, viene descritto il processo di costruzione del campione: otto imprese italiane operanti nel retail, di cui quattro in equilibrio economico-finanziario e quattro che hanno manifestato crisi conclamata o segnali rilevanti di deterioramento. Per ciascuna impresa vengono raccolti i dati di bilancio riferiti all'esercizio antecedente alla crisi (o al più recente disponibile per le imprese sane), allo scopo di valutare l'efficacia predittiva degli indicatori. L'omogeneità settoriale, giuridica e dimensionale del campione è finalizzata a ridurre i bias interpretativi e a isolare l'effetto delle variabili economico-finanziarie sullo stato di salute dell'impresa. La seconda parte del capitolo presenta i risultati dell'analisi descrittiva, articolata per categorie di indicatori. Attraverso il calcolo degli indicatori e tabelle riepilogative, si osservano differenze sistematiche tra le due tipologie di imprese, con particolare enfasi su parametri quali Quick Ratio, ROI, indebitamento finanziario e cash flow operativo. Questi primi risultati suggeriscono la presenza di pattern ricorrenti nei bilanci delle imprese in crisi, confermando la validità dell'approccio utilizzato.

Il terzo capitolo approfondisce tali evidenze mediante l'impiego di strumenti statistici avanzati. Viene condotta un'analisi inferenziale per verificare la significatività delle differenze tra i due gruppi, seguita da una regressione logistica per costruire un modello predittivo della crisi. L'accuratezza dei risultati è infine testata attraverso l'analisi delle curve ROC, che misurano la capacità discriminante dei singoli indicatori.

Tale elaborato vuole risaltare la concezione che oggi più che mai la tempestività dell'intervento rappresenta un vantaggio competitivo: aziende in grado di rilevare per tempo i primi segnali di squilibrio possono attivare tempestivamente processi di ristrutturazione o di riconversione strategica, salvaguardando la propria posizione sul mercato e la continuità operativa. La diagnosi precoce della crisi diventa un'esigenza gestionale e un dovere etico, soprattutto nei confronti degli stakeholder interni ed esterni all'impresa.

Lo studio si propone, dunque, di evidenziare il ruolo chiave degli indicatori di bilancio nella diagnosi precoce delle difficoltà aziendali. La costruzione di un sistema di allerta

fondato su dati oggettivi, chiari e tempestivi, può contribuire a prevenire il fallimento di realtà produttive e commerciali ancora recuperabili, preservando valore economico e sociale.

Capitolo 1: Crisi d'impresa e analisi finanziaria nel settore retail

1.1 Definizione di crisi di e principali cause

La crisi aziendale è definita come “quel processo degenerativo che rende la gestione aziendale non più in grado di seguire condizioni di economicità a causa di fenomeni di squilibrio o di inefficienza di origine interna o esterna che determinano la produzione di perdite di varia entità che, a loro volta, possono determinare l'insolvenza che costituisce più che la causa, l'effetto, la manifestazione ultima del dissesto”¹.

Non si tratta, dunque, di una condizione statica o improvvisa, ma di un fenomeno dinamico e progressivo, il cui sviluppo è spesso il risultato di scelte gestionali errate, mancanze nella governance o ritardi nell'intercettare segnali di allarme. La letteratura più recente insiste, infatti, sulla centralità dell'ascolto proattivo dei segnali interni come chiave per prevenire la degenerazione della crisi in un vero e proprio stato di insolvenza². La crisi non nasce quasi mai da una singola causa isolata, al contrario, è frutto della convergenza di più fattori, spesso interdipendenti, che agiscono nel tempo in modo silente ma progressivo, compromettendo gli equilibri su cui si fonda la continuità aziendale.

Alla luce della complessità che contraddistingue i sistemi aziendali, risulta riduttivo – se non fuorviante – ricondurre la crisi a un'unica causa scatenante. Comprendere l'origine dei problemi significa invece analizzare l'insieme delle circostanze che hanno concorso al deterioramento dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa, così da individuare i fattori patologici e intervenire in modo mirato. In assenza di questa consapevolezza, anche i più sofisticati strumenti giuridici e organizzativi si rivelano inefficaci. Una corretta comprensione della crisi passa dunque dall'analisi critica delle sue determinanti, siano esse riconducibili a fattori endogeni, come errori nella gestione o debolezze strutturali, o a fattori esogeni, come shock esterni o cambiamenti nel contesto competitivo. Tale analisi rappresenta il primo passo verso la costruzione di un sistema di

¹ L. Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè Editore, 1986.

² CNDCEC (Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili), *Crisi d'impresa e strumenti di allerta*, 2019.

prevenzione efficace, in grado di riconoscere tempestivamente i segnali di allarme e di guidare l'impresa verso un percorso di risanamento sostenibile.

1.1.1 Inquadramento teorico e normativo del concetto di crisi

Nell'attuale contesto economico, il concetto di crisi d'impresa ha assunto una rilevanza sempre maggiore, tanto nella letteratura aziendalistica quanto nell'ambito normativo.

Il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, introdotto con il D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, definisce la crisi come "lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate"³. Questa formulazione segna un passaggio rilevante rispetto al passato: la crisi non è più letta unicamente come manifestazione patologica, ma come situazione potenziale, misurabile attraverso grandezze finanziarie previsionali e, dunque, anticipabile.

Dal punto di vista teorico, la crisi d'impresa è spesso associata esclusivamente all'insolvenza, ovvero all'impossibilità dell'azienda di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni⁴. Tuttavia, la dottrina ha progressivamente adottato un'ottica processuale e multidimensionale, in cui la crisi è vista come un fenomeno evolutivo, suddivisibile in fasi successive, ciascuna con caratteristiche e implicazioni gestionali differenti.

Secondo Guatri, è possibile, dunque, distinguere quattro principali stadi del deterioramento aziendale⁵:

La prima fase è rappresentata dal declino: si tratta della fase iniziale, spesso silenziosa, in cui l'impresa comincia a perdere efficienza e redditività. Il valore del capitale economico tende a ridursi e le performance operative risultano compromesse, pur rimanendo in un'area di possibile recupero. È un momento in cui l'intervento manageriale, se tempestivo, può invertire la traiettoria.

La seconda fase si manifesta attraverso la crisi in senso stretto: si verifica quando agli squilibri economici si sommano tensioni finanziarie e patrimoniali più marcate, generando instabilità gestionale e perdita di fiducia da parte degli stakeholder. Le azioni

³ CCII, Art.2, lett. a.

⁴ CCII, Art.2, lett. b.

⁵ L. Guatri, Crisi e risanamento delle imprese, Giuffrè Editore, 1986.

correttive richieste in questa fase non possono più limitarsi ad aggiustamenti marginali, ma devono riguardare la struttura dell'impresa.

Successivamente, si arriva ad una situazione di insolvenza: essa rappresenta lo stadio in cui l'impresa è oggettivamente impossibilitata a far fronte alle obbligazioni esigibili. Il risanamento risulta più complesso, richiede strumenti straordinari e spesso è subordinato all'intervento di terzi, come banche, investitori o organi giudiziari.

L'ultimo stadio possibile è rappresentato dal dissesto: costituisce la fase terminale, in cui il valore dell'attivo non è più sufficiente a coprire il passivo. L'impresa ha cessato di essere economicamente sostenibile e il ricorso a strumenti liquidatori diventa l'unica via percorribile.

Questa sequenza evidenzia come la crisi sia una dimensione progressiva e reversibile solo nelle fasi iniziali, e pone l'accento sulla necessità di attivare strumenti di rilevazione precoce in grado di intercettare tempestivamente segnali di squilibrio. L'impresa, per mantenere la propria continuità, deve infatti saper valutare se e quando si colloca in una situazione di crisi, attraverso una lettura attenta e integrata dei dati economico-finanziari, organizzativi e strategici.

A ulteriore conferma della natura composita e stratificata della crisi, la letteratura aziendalistica distingue tradizionalmente tra crisi economica e crisi finanziaria, pur riconoscendo che le due dimensioni sono spesso interconnesse⁶. La crisi economica si manifesta quando l'impresa non è più in grado di produrre valore in modo efficiente, ossia quando i ricavi generati dall'attività caratteristica risultano inferiori ai costi sostenuti per la produzione. In altri termini, l'impresa opera in perdita e non è in grado di sostenere nel lungo periodo il proprio ciclo economico, erodendo progressivamente il capitale.

La crisi finanziaria, invece, riguarda lo squilibrio nella struttura delle fonti di finanziamento: si verifica quando l'impresa non riesce a far fronte puntualmente alle obbligazioni in scadenza, a causa dell'inadeguatezza dei flussi di cassa disponibili o di un eccessivo ricorso a capitale di terzi. In questo caso, anche un'attività apparentemente redditizia può trovarsi in crisi qualora le entrate monetarie non siano sufficientemente liquide o coordinate temporalmente rispetto alle uscite.

⁶ Airoldi G., Brunetti G., Coda V., L'economia aziendale, 1994.

In molti casi, la crisi si presenta in forma ibrida, coinvolgendo simultaneamente la sfera economica e quella finanziaria.

In questa prospettiva, si può affermare che la solidità di un'impresa dipenda dalla sua capacità di preservare nel tempo un duplice equilibrio: da un lato, l'*equilibrio economico*, inteso come la capacità di generare ricavi almeno pari ai costi operativi, assicurando la continuità della produzione di valore; dall'altro, l'*equilibrio finanziario*, che comprende sia la sostenibilità degli impegni monetari nel breve termine, attraverso una corretta gestione della liquidità, sia l'adeguatezza della struttura del passivo rispetto agli investimenti, in funzione della solidità patrimoniale nel lungo termine.

Il venir meno di uno solo di questi equilibri può costituire il primo segnale di deterioramento della gestione aziendale. Tuttavia, quando più equilibri risultano compromessi contemporaneamente, il rischio di crisi diventa sistemico e difficilmente reversibile senza interventi strutturali. È dunque fondamentale che l'impresa sia in grado di presidiare e monitorare costantemente tali equilibri, anche attraverso l'impiego di indicatori finanziari sintetici e di sistemi di allerta preventiva, in linea con le indicazioni introdotte dal Codice della Crisi.

Una volta chiarita la distinzione tra le diverse dimensioni di equilibrio e le forme di crisi, diventa fondamentale comprendere quale delle due dimensioni, economico o finanziaria, comincia effettivamente a deteriorare per primo lo stato di salute di un'impresa. Sebbene in condizioni di piena efficienza aziendale ci si attenda che utili e flussi di cassa siano entrambi positivi e coerenti con la crescita del business, è generalmente il flusso di cassa operativo a mostrare per primo segnali di tensione. Ciò avviene perché, a differenza dell'utile, che può essere influenzato da scelte discrezionali di bilancio (ad esempio attraverso accantonamenti, svalutazioni o rivalutazioni), la dinamica della cassa riflette in modo immediato e tangibile le reali condizioni di sostenibilità finanziaria dell'impresa. Il deterioramento del cash flow rappresenta spesso il primo campanello d'allarme di uno squilibrio in atto, specialmente se accompagnato da una gestione inefficiente del circolante netto operativo, che tende ad assorbire liquidità in modo silente ma progressivo. È per questo motivo che, nella logica della prevenzione, l'attenzione deve essere focalizzata in primo luogo sull'analisi dei flussi di cassa, intesi non solo nella loro componente operativa, ma anche attraverso una lettura integrata del rendiconto finanziario nella sua totalità, in rapporto all'evoluzione del modello di business.

Monitorare costantemente la dinamica dei flussi consente di cogliere tempestivamente segnali di squilibrio, prima ancora che questi si riflettano nel conto economico o nella situazione patrimoniale, e rappresenta uno strumento essenziale per l'attivazione di misure correttive rapide ed efficaci.

1.1.2 Fattori interni ed esterni della crisi

La crisi d'impresa è, nella maggior parte dei casi, il risultato di un insieme articolato e progressivo di disfunzioni e squilibri che interessano più dimensioni della gestione. Le origini di tali disfunzioni possono essere rintracciate sia all'interno dell'impresa – nelle sue scelte strategiche, organizzative e operative – sia nell'ambiente esterno, che può esercitare pressioni e mutamenti spesso non controllabili né prevedibili.

Le *cause interne* sono riconducibili alla sfera gestionale dell'impresa e derivano da errori, inefficienze o mancanze nella programmazione, nell'organizzazione o nel controllo. Tra le più comuni riscontriamo l'inadeguatezza del management, scelte strategiche incoerenti, insufficiente presidio dei mercati di riferimento, politiche di espansione non sostenibili, inefficienze nella gestione operativa o nella struttura dei costi, debolezza dei sistemi di controllo, eccessiva rigidità strutturale, o ancora situazioni di conflittualità interna o governance disfunzionale. In alcuni casi, il manifestarsi di condotte scorrette o fraudolente, così come una sottovalutazione dei rischi o investimenti non ponderati, possono aggravare ulteriormente lo stato di vulnerabilità aziendale.

Come già detto, l'impresa essendo interpretata come un sistema complesso e dinamico, costituito da variabili strutturali, comportamentali e risultanti, continuamente in interazione con l'ambiente⁷, è sensibile alle sue influenze. Tra le *cause esterne*, che si collocano al di fuori del perimetro decisionale dell'impresa e derivano da mutamenti ambientali, normativi, economici o tecnologici, si annoverano l'andamento sfavorevole del ciclo economico, l'instabilità geopolitica, le modifiche normative improvvise, l'emergere di nuovi competitor, i cambiamenti nella domanda, le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime e i processi di obsolescenza tecnologica.

Tra gli studi sui fattori esterni che incidono sullo stato di salute di un'impresa, annoveriamo il paradigma dell'"ecologia organizzativa"⁸ il quale ha posto in evidenza

⁷ Coda V., L'orientamento strategico dell'impresa, Torino, Utet, 1988.

⁸ Hannan, Michael T., et al. Ecologia organizzativa: per una teoria evoluzionista dell'organizzazione. Etaslibri, 1993.

come fattori quali la densità del settore, il ciclo di vita dell'industria, l'età e la dimensione dell'impresa possano influenzarne significativamente la capacità di adattamento e sopravvivenza.

Altri contributi accademici forniscono una mappatura sistematica delle principali determinanti della crisi, sia interne che esterne, come quello di Slatter e Lovett⁹, i quali identificano 13 fattori ricorrenti all'origine delle situazioni della crisi d'impresa distinguendo tra 10 cause endogene e 3 cause esogene all'impresa.

I 10 fattori endogeni vengono ricondotti all'inadeguatezza del management, del controllo finanziario e della gestione della liquidità, a elevati costi, all'inefficienza della funzione marketing, alla situazione di overtrading¹⁰, 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. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, le crisi aziendali non sono riconducibili a una singola causa isolata, bensì a una combinazione di fattori che si influenzano reciprocamente, dando luogo a un deterioramento progressivo della gestione. Ancora, Guatri¹¹ ha proposto una classificazione delle principali tipologie di crisi aziendali in funzione alle cause che provocano, distinguendo tra: la *crisi da inefficienza* (incapacità di produrre a costi competitivi), la *crisi da rigidità strutturale* (impossibilità di adattarsi ai mutamenti ambientali), la *crisi da decadimento dell'offerta* (obsolescenza dei prodotti e scarsa innovazione), la *crisi da inadeguata capacità previsionale* (incapacità di anticipare i cambiamenti del contesto) e la *crisi da squilibri finanziari*, spesso legata alla debolezza patrimoniale e all'eccessiva esposizione verso il capitale di debito. È importante, infine, distinguere tra cause e sintomi della crisi. Come osservato da Coda¹², la perdita di redditività o la tensione finanziaria rappresentano spesso esiti visibili di un disagio gestionale più profondo, non necessariamente le sue radici. Confondere i sintomi con le cause può portare a interventi superficiali o correttivi di breve periodo, senza risolvere i reali fattori scatenanti. Solo un'analisi critica, sistemica e multidimensionale consente di

⁹ Slatter S., Lovett D., Corporate Turnaround, Second edition, Penguin books, 1999.

¹⁰ L'overtrading si riferisce all'acquisto e alla vendita eccessivi di azioni da parte di un broker o di un singolo trader. Entrambe sono situazioni completamente diverse e hanno implicazioni molto diverse. (<https://www.investopedia.com/terms/o/overtrading.asp>)

¹¹ L. GUATRI, Turnaround. Declino, crisi e ritorno al volere, EGEA, Milano, 1995.

¹² Coda V., L'analisi economico-finanziaria di un dissesto in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 5, 1975.

comprendere l'origine della traiettoria degenerativa e di delineare un piano di risanamento sostenibile nel tempo.

1.1.3 L'importanza della previsione della crisi di impresa

In uno scenario in cui l'azienda può essere definita come un istituto economico destinato a perdurare¹³, dove l'equilibrio economico rappresenta tanto il fine quanto il presupposto della sua esistenza¹⁴, la crisi d'impresa si configura come un evento che incide direttamente sulla stessa natura dell'azienda. In assenza di condizioni che garantiscano la continuità aziendale, infatti, viene meno la possibilità di considerare l'impresa come entità economica in senso proprio, compromettendone la sopravvivenza e l'esistenza stessa.

Il principio di continuità aziendale, noto anche come *going concern*, si configura, infatti, come uno dei pilastri fondamentali non solo dell'ordinamento contabile, ma dell'intero sistema di gestione aziendale. Esso presuppone che l'impresa sia in grado di proseguire regolarmente la propria attività operativa per un orizzonte temporale prevedibile. Tale principio orienta la redazione del bilancio d'esercizio¹⁵, ma ha anche profonde implicazioni nelle decisioni strategiche, finanziarie e operative dell'impresa. Nel momento in cui viene meno la continuità, le implicazioni sono rilevanti: dal punto di vista contabile, diventa necessaria l'adozione di criteri valutativi diversi¹⁶, come il valore di realizzo o di liquidazione; dal punto di vista gestionale, l'impresa avrà la necessità di rivedere la sostenibilità dei piani industriali e delle proprie scelte operative. Il venir meno della continuità aziendale, dunque, non è solo un indicatore di crisi, ma un fattore che ne aggrava la portata, ponendo l'impresa in una posizione di estrema fragilità. Proprio per questo, la valutazione della continuità rappresenta uno snodo cruciale nell'ambito dei processi di prevenzione della crisi. Essa non può essere ridotta a una semplice analisi contabile, bensì richiede un esame più ampio, che coinvolga l'efficienza operativa dell'azienda, la sua capacità di generare flussi di cassa prospettici, la solidità patrimoniale e l'adeguatezza della struttura organizzativa e gestionale. In questo senso, il principio di continuità si lega strettamente al concetto di prevenzione, diventando un

¹³ Zappa Gino, *Le produzioni nell'economia delle imprese*: tomo secondo, Giuffrè, 1957.

¹⁴ Quagli, Alberto, Katia Corsi, and Sara Trucco, *Bilancio ed informativa economico-sociale*, Vol. 4. G Giappichelli Editore, 2021.

¹⁵ IAS 1, Nella redazione del bilancio, la direzione deve valutare la capacità dell'entità di continuare a operare come un'entità in funzionamento (*going concern*).

¹⁶ art. 2423-bis, comma 1, n. 1, c.c.: "La valutazione delle voci deve essere fatta nella prospettiva della continuazione dell'attività dell'impresa".

indicatore anticipatore dello stato di salute aziendale e uno strumento essenziale nella rilevazione di segnali premonitori di crisi.

La concezione stessa della crisi d'impresa ha conosciuto una significativa evoluzione sotto il profilo giuridico e aziendale, culminata nell'emanazione del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Tale intervento normativo ha introdotto un approccio maggiormente moderno e proattivo, abbandonando la tradizionale visione dell'imprenditore in difficoltà come un "fallito" o un soggetto da sanzionare e riconoscendo, invece, le crisi aziendali come eventi fisiologici all'interno di un contesto economico sempre più interconnesso, complesso e altamente competitivo. L'obiettivo principale non è più quello di punire l'insorgere della crisi, ma di prevenirla, ponendo al centro del sistema l'adozione di strumenti di allerta precoce e di intervento tempestivo. L'attenzione si concentra, dunque, sull'individuazione di segnali predittivi che consentano di attivare misure correttive prima che la crisi raggiunga uno stadio irreversibile e conduca alla cessazione dell'attività.

È altresì necessario riconoscere che, per quanto un'attività economica possa essere gestita in modo razionale ed efficiente, ogni impresa opera comunque in un contesto caratterizzato inevitabilmente da incertezza e limitata prevedibilità degli eventi futuri¹⁷. Il destino di un'impresa, infatti, non dipende esclusivamente dalle decisioni gestionali interne, ma è influenzato da una molteplicità di variabili esogene che possono alterare radicalmente l'equilibrio economico-finanziario anche delle realtà imprenditoriali più solide. Ciò non significa che tutte le imprese siano esposte agli stessi rischi in egual misura; la qualità della gestione gioca un ruolo determinante nella capacità dell'azienda di adattamento a contesti avversi. Una governance efficace, un'adeguata struttura patrimoniale, un'accurata pianificazione finanziaria e una solida redditività operativa costituiscono infatti elementi fondamentali per accrescere la resilienza dell'impresa. Un'azienda gestita in modo oculato e consapevole è maggiormente in grado di percepire con anticipo i segnali di squilibrio e di adottare tempestivamente strategie correttive e di reazione, riducendo sensibilmente la probabilità che la crisi subisca un'evoluzione negativa irreversibile.

¹⁷ DELL'ATTI, Alberto, et al. La gestione delle crisi aziendali: cause, strategie e piani di risanamento. 2023.

Una struttura solida, sotto il profilo economico, patrimoniale e finanziario, consente infatti all'impresa di attingere ad una "riserva di resilienza"¹⁸, utile per affrontare eventuali squilibri temporanei in una delle sue aree funzionali.

Alla luce di queste considerazioni, appare evidente l'importanza di comprendere quali siano le leve gestionali e le configurazioni aziendali che favoriscono la tenuta dell'impresa in contesti di turbolenza. L'analisi delle dinamiche che precedono la crisi, attraverso lo studio delle relazioni tra solidità finanziaria, capacità di adattamento e indicatori economici, si rivela dunque essenziale per comprendere quali siano i comportamenti più virtuosi che un'entità economica può adottare in un ambiente sempre più esposto a rischi quotidiani e imprevedibili. L'identificazione di tali dinamiche non solo consente di rafforzare le strategie di prevenzione e gestione della crisi, ma permette anche di contribuire allo sviluppo di una cultura imprenditoriale più consapevole e orientata alla sostenibilità.

Bisogna considerare che l'esigenza di regolamentare la crisi non risponde solo a esigenze interne all'impresa, ma ad un interesse pubblico generale dovuto al rilievo delle imprese nel sistema economico, sia come fonte di ricchezza per la collettività, sia per la maggiore capacità di propagarsi dell'insolvenza dell'imprenditore rispetto a quella del debitore comune. Infatti, all'imprenditore, che organizza i fattori della produzione e colloca sul mercato beni e servizi, fanno capo una pluralità di rapporti. Ne discende l'esistenza di un interesse pubblico alla regolazione della crisi dell'impresa¹⁹.

Riprendendo la definizione dell'art. 2 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, la crisi è definita come lo "stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta attraverso l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a coprire le obbligazioni nei dodici mesi successivi". Si deduce, dunque, che se la **crisi** rappresenta una condizione potenzialmente reversibile, **l'insolvenza** segna uno stadio già avanzato e irreversibile della difficoltà aziendale. La crisi, al contrario, si configura come una fase in cui è ancora possibile adottare misure correttive e strategie di risanamento finalizzate

¹⁸ Gli studiosi Hamel, G., & Välikangas, L. nel "The Quest for Resilience, Harvard Business Review" (2003) definiscono la resilienza come "la capacità di un'impresa di adattarsi rapidamente ai cambiamenti senza compromettere la propria coerenza strutturale e strategica".

¹⁹ Di Amato Sergio, Diritto della crisi d'impresa, Aggiornato al D.lgs. 13 settembre 2024, n.136, Terza Edizione, Giuffrè Editore, 2024.

al ripristino dell'equilibrio economico-finanziario dell'azienda, evitando così il definitivo tracollo e la conseguente liquidazione.

È quindi fondamentale considerare che, se già la crisi rappresenta un momento in cui è ancora possibile intervenire per risanare l'azienda, esistono persino fasi precedenti di difficoltà, come la precrisi o la cosiddetta “crisi intima” (paragonabile al già citato “declino”) durante le quali un intervento tempestivo può aumentare significativamente le probabilità di recupero. Tuttavia, queste fasi iniziali di difficoltà non si manifestano con sintomi eclatanti, ma emergono principalmente da segnali interni all'azienda, celandosi in variazioni nei flussi finanziari, nella redditività o nei rapporti con fornitori e clienti. Si tratta di segnali spesso difficili da rilevare dall'esterno e visibili solo attraverso un'attenta analisi interna e un sistema di controllo gestionale efficace.

In tale contesto, diventa essenziale che l'impresa si doti di una struttura solida, non solo dal punto di vista organizzativo, ma anche sotto il profilo finanziario e contabile. Un sistema aziendale ben strutturato deve poggiare su assetti adeguati e meccanismi di monitoraggio continuo, che permettano di cogliere per tempo gli indizi di un possibile squilibrio economico o finanziario. Strumenti come budget previsionali, analisi dei flussi di cassa, sistemi di allerta precoce, piani industriali aggiornati o i sistemi di reporting interno consentono di individuare tempestivamente segnali di crisi, per anticipare le difficoltà e adottare interventi correttivi. È in tale ottica che il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza ha introdotto l'obbligo per gli imprenditori di dotarsi di “*adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili*”²⁰ per garantire la continuità aziendale e prevenire situazioni di dissesto, rafforzando così il concetto di responsabilità imprenditoriale. Si tratta di un cambiamento significativo, che sposta l'attenzione da una logica reattiva a una visione preventiva e strutturata. Il nuovo approccio normativo non rappresenta una mera imposizione formale, ma costituisce un cambiamento culturale profondo: si afferma il principio secondo cui il dovere di vigilare sulla solidità economico-finanziaria dell'impresa è parte integrante della funzione imprenditoriale e non una responsabilità da esercitare solo in caso di difficoltà manifesta. L'introduzione dell'obbligo di dotazione di adeguati assetti comporta che il controllo della crisi diventi un processo continuo e strutturato, non relegato ad una fase

²⁰ art. 2086 c.c., comma 1.

emergenziale. Gli assetti, infatti, devono essere calibrati in funzione della complessità aziendale, della dimensione e della natura dell'attività svolta²¹, e devono garantire non solo la correttezza contabile, ma anche una visione prospettica della gestione e della capacità dell'impresa di affrontare le sfide future. Il cambiamento introdotto comporta, inoltre, che il dovere di istituire adeguati assetti all'interno del sistema aziendale sia un prerequisito indispensabile per la stessa nozione di imprenditore.²² Dunque, è possibile evincere come la nuova dottrina ponga l'accento sulla necessità di integrare l'attività di monitoraggio finanziario con una visione strategica di lungo termine. Solo attraverso una governance consapevole, sostenuta da un assetto informativo solido e da una cultura di impresa orientata alla prevenzione del rischio, è possibile intercettare per tempo i segnali di crisi e salvaguardare la continuità aziendale. La previsione e la prevenzione della crisi non sono più viste come una prerogativa delle grandi imprese, ma come una responsabilità diffusa, che riguarda tutte le realtà imprenditoriali e rappresenta, oggi, un presupposto essenziale per la sopravvivenza nel mercato.

1.1.4 Indicatori precursori

Uno degli aspetti più innovativi introdotti dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza è l'enfasi posta sulla prevenzione delle difficoltà aziendali attraverso l'impiego di strumenti di allerta precoce. In questa prospettiva, il legislatore ha attribuito una centralità inedita agli **indicatori economico-finanziari** in grado di intercettare tempestivamente segnali di squilibrio che, se trascurati, possono evolvere in situazioni di crisi irreversibile.

Il fulcro di questo sistema risiede nella capacità dell'impresa di valutare con proiezione futura la sostenibilità della propria struttura finanziaria, al fine di monitorare la tenuta dell'equilibrio monetario e la continuità aziendale. Secondo quanto disposto dal CCII, la crisi si manifesta in presenza di squilibri reddituali, patrimoniali e finanziari tali da compromettere la capacità di onorare regolarmente le obbligazioni nei successivi sei mesi. Pertanto, non è sufficiente rilevare gli esiti contabili consuntivi, ma diviene necessario adottare una logica prospettica, fondata su strumenti come il budget di tesoreria e il rendiconto finanziario previsionale.

²¹ art. 2086 c.c., comma 2.

²² DELL'ATTI, Alberto, et al. La gestione delle crisi aziendali: cause, strategie e piani di risanamento. 2023.

Per poter stimare attendibilmente l'evoluzione della liquidità, è imprescindibile disporre di piani economici e patrimoniali previsionali, dai quali derivare l'andamento atteso dei flussi di cassa. Solo in tal modo è possibile anticipare eventuali tensioni e agire in via preventiva, evitando che uno squilibrio finanziario si trasformi in una crisi strutturale.

Secondo quanto individuato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (CNDCEC), il *Debt Service Coverage Ratio (DSCR)* rappresenta il principale indicatore di allerta di primo livello. Esso misura il rapporto tra i flussi di cassa disponibili nei successivi sei mesi e gli impegni di rimborso del debito in scadenza nello stesso periodo. Un valore inferiore a 1 segnala un potenziale rischio di insolvenza, evidenziando l'incapacità dell'impresa di far fronte autonomamente ai propri debiti finanziari. Allo stesso modo, la presenza di un *patrimonio netto negativo o inferiore al minimo legale* costituisce un ulteriore segnale di compromissione della stabilità aziendale, potenzialmente lesiva della continuità operativa.

Nel caso in cui uno di questi due indicatori superi le soglie previste o sia impossibile stimare i flussi di cassa dei successivi 6 mesi per il DSCR è richiesto il calcolo di cinque indici settoriali, individuati sempre dal CNDCEC e aggiornati con periodicità triennale in funzione delle classificazioni ISTAT per ciascuna tipologia di attività economica. Tali indici, che devono essere considerati congiuntamente, mirano a misurare la *sostenibilità degli oneri finanziari* (espressa dal rapporto tra oneri finanziari e ricavi netti), *l'adeguatezza patrimoniale* (intesa come rapporto tra patrimonio netto e debiti totali), *il ritorno liquido dell'attivo* (calcolato come rapporto tra cash flow e totale attivo), *l'indice di liquidità* (dato dal rapporto tra attività correnti e passività correnti), *l'indebitamento tributario e previdenziale* (misurato in funzione del totale attivo).

SETTORE	ONERI FINANZIARI / RICAVI	PATRIMONIO NETTO / MEZZI TERZI	ATTIVO A BREVE / PASSIVO A BREVE	CASHFLOW / ATTIVO	DEB. TRIB. PREV / ATTIVO
(A) Agricoltura silvicoltura e pesca	2,8%	9,4%	92,1%	0,3%	5,6%
(B) Estrazione (C) Manifattura (D) Produzione energia/gas	3,0%	7,6%	93,7%	0,5%	4,9%
(E) Fornitura acqua reti fognarie e rifiuti (D) Trasmissione energia/gas	2,6%	6,7%	84,2%	1,9%	6,5%
(F41) Costruzione di edifici	3,8%	4,9%	108,0%	0,4%	3,8%
(F42) Ingegneria civile (F43) Costruzioni specializzate	2,8%	5,3%	101,1%	1,4%	5,3%
(G45) Commercio autoveicoli (G46) Comm ingrosso (D) Distr. energia/gas	2,1%	6,3%	101,4%	0,6%	2,9%
(G47) Commercio al dettaglio (I56) Bar ristoranti	1,5%	4,2%	89,8%	1,0%	7,8%
(H) Trasporto e magazzinaggio (I55) Hotel	1,5%	4,2%	86,0%	1,4%	10,2%
(JMN) Servizi alle imprese B2B	1,8%	5,2%	95,4%	1,7%	11,9%
(PQRS) Servizi alle persone	2,7%	2,3%	69,8%	0,5%	14,6%

Tabella 1 – I 5 indicatori emanati dal CNDCEC suddivisi per settore

Fonte: <https://sistemidallerta.eu/7-indicatori-della-crisi-d-impresa/>

Le imprese possono, però, adottare indici personalizzati, motivandone l'adozione nella nota integrativa al bilancio e ottenendo l'attestazione di un professionista indipendente. Inoltre, anche la presenza di ritardi reiterati e significativi nei pagamenti, come debiti scaduti da almeno 60 giorni per un ammontare superiore alla metà delle retribuzioni mensili o debiti verso fornitori scaduti da almeno 120 giorni superiori a quelli non scaduti, costituisce un ulteriore indicatore di crisi.

Secondo quanto appena citato, si rafforza la concezione che la pianificazione finanziaria assuma un ruolo strategico nella gestione del rischio di crisi. L'elaborazione sistematica di budget di tesoreria e la periodica verifica dei principali indicatori consentono di implementare un sistema di monitoraggio continuo, in grado di attivare meccanismi di allerta interna e guidare l'adozione tempestiva di interventi correttivi. Tali strumenti si inseriscono pienamente nella logica degli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili, previsti dall'art. 2086 c.c., e rappresentano un presidio imprescindibile per la tutela della continuità aziendale.

1.2 Il settore retail: caratteristiche e vulnerabilità

1.2.1. Evoluzione storica e configurazione attuale del comparto

Il settore retail, o commercio al dettaglio, rappresenta la fase finale della filiera distributiva, in cui beni e servizi vengono venduti direttamente al consumatore finale.

Tradizionalmente associato a negozi fisici e mercati locali, il settore retail ha conosciuto una profonda evoluzione nel tempo, scandita da tappe fondamentali che ne hanno trasformato i modelli organizzativi, distributivi e tecnologici. Da un modello iniziale fondato su piccole botteghe a conduzione familiare, si è progressivamente affermato un sistema articolato e globalizzato, con la presenza di catene internazionali, grandi centri commerciali e, più recentemente, piattaforme digitali. L'evoluzione del comparto può essere efficacemente sintetizzata attraverso la suddivisione in quattro principali fasi storiche, ognuna delle quali ha segnato un cambio di paradigma nella relazione tra impresa e consumatore.

Il *Retail 1.0*, sorto nei primi decenni del Novecento, segna il passaggio dalla vendita assistita alla libera scelta, grazie alla diffusione dei primi supermercati, che hanno permesso ai clienti di selezionare autonomamente i prodotti dagli scaffali. Negli anni Sessanta, con la nascita dei grandi ipermercati e centri commerciali, si afferma il *Retail 2.0*, contraddistinto dal modello “*everything under one roof*”²³, che garantisce al consumatore una vasta offerta in un unico luogo fisico. L'inizio degli anni 2000 introduce il *Retail 3.0*, fortemente influenzato dalla digitalizzazione e dall'ascesa dell'e-commerce, con l'ingresso di player come Amazon che rivoluzionano i modelli di consumo, logistica e distribuzione. Ad oggi, si assiste all'avvento del *Retail 4.0*, una fase caratterizzata dall'integrazione tra canali fisici e digitali e dall'adozione di tecnologie avanzate – tra cui intelligenza artificiale, big data e Internet of Things – che consentono una personalizzazione sempre più spinta dell'esperienza di acquisto. È l'era dell'*omnicanalità*, in cui le imprese sono chiamate a presidiare contemporaneamente molteplici touchpoint, offrendo al consumatore un'esperienza fluida, coerente e interattiva lungo tutto il percorso d'acquisto.²⁴

Il settore retail si caratterizza, dunque, per un'elevata eterogeneità, includendo una vasta gamma di operatori di diversa dimensione e natura, dai piccoli esercizi indipendenti alle grandi catene multinazionali, che operano attraverso molteplici formati distributivi e canali, sia fisici che digitali. Esso costituisce l'ultimo anello della catena del valore, fungendo da canale diretto attraverso cui beni e servizi giungono al consumatore finale,

²³ Keller, Kevin Lane, and Philip Kotler. "Holistic marketing: a broad, integrated perspective to marketing management." Does marketing need reform?: Fresh perspectives on the future. Routledge, 2015.

²⁴ Har, Loh Li, et al., Revolution of retail industry: from perspective of retail 1.0 to 4.0., *Procedia Computer Science* 200, 2022

e rivestendo un ruolo determinante nel generare valore economico, occupazione e innovazione.

Caratteristica distintiva del comparto è la sua elevata esposizione alla variabilità della domanda e ai comportamenti dei consumatori. La natura fortemente *consumer-driven* del settore comporta una stretta dipendenza da fattori esogeni, quali le condizioni macroeconomiche, i livelli di fiducia dei consumatori, l'andamento del potere d'acquisto e le tendenze culturali e sociali. Le decisioni di spesa delle famiglie si riflettono in modo pressoché immediato sull'andamento delle vendite retail, rendendo il settore estremamente sensibile ai cicli economici. Tale dipendenza impone alle aziende retail una grande reattività e capacità di adattamento ai mutamenti della domanda, richiedendo un continuo aggiornamento delle strategie di offerta, pricing, marketing e gestione del canale.

Negli ultimi due decenni, il settore ha attraversato una fase di profonda trasformazione, sospinto da trend globali quali la crescente digitalizzazione, l'evoluzione delle abitudini di acquisto, la sostenibilità e l'aumento della competitività. L'emergere di modelli omnicanale e l'integrazione tra punti vendita fisici e piattaforme digitali hanno ridefinito le logiche tradizionali del commercio, imponendo alle imprese retail un costante adattamento strategico e operativo²⁵. Le modalità di interazione tra retailer e cliente sono state radicalmente modificate dall'avvento dell'e-commerce, che ha ridefinito le logiche di acquisto e il ruolo del punto vendita fisico. Le imprese si sono trovate a dover integrare le dimensioni offline e online, investendo in infrastrutture digitali, logistica avanzata, big data e intelligenza artificiale per offrire esperienze d'acquisto sempre più personalizzate, fluide e coerenti tra i diversi punti di contatto. Questo processo di trasformazione ha ampliato le opportunità di crescita, secondo recenti stime il valore del mercato retail globale è destinato ad un'espansione da circa 32,68 miliardi di dollari nel 2024 a 58,93 miliardi nel 2032, con un tasso di crescita annuo composto (CAGR) del 7,65%²⁶. Tuttavia, a fronte di tali prospettive espansive, permangono elementi strutturali di vulnerabilità. Oltre alla già citata volatilità della domanda, il comparto deve far fronte a una concorrenza intensa, all'ingresso di nuovi operatori digitali, all'obsolescenza dei modelli tradizionali e alla necessità di conciliare la trasformazione digitale con una

²⁵ Kotler, Philip, and Giuseppe Stigliano. Retail 4.0: 10 regole per l'era digitale. Mondadori Elcta, 2018.

²⁶ <https://www.businessresearchinsights.com/market-reports/retail-market-117619>

gestione efficiente delle risorse e dei costi. Le imprese retail devono affrontare margini spesso contenuti, elevati costi fissi e una pressione costante a innovare in termini di assortimento, comunicazione e customer experience.

In tale scenario, la capacità di adattarsi rapidamente ai cambiamenti ambientali, economici e tecnologici è diventata una condizione essenziale per la sopravvivenza nel settore retail. L'adozione di adeguati strumenti di monitoraggio e previsione assume, dunque, un valore cruciale: l'analisi dei principali indicatori finanziari può offrire segnali precoci di difficoltà, guidando le imprese verso interventi tempestivi e consapevoli.

1.2.2. Fattori di rischio e digitalizzazione

L'evoluzione del settore retail negli ultimi anni non può essere compresa appieno senza considerare l'impatto profondo della trasformazione digitale, la crescente pressione competitiva e l'affermazione di nuovi modelli di business orientati al cliente. Il concetto di "Retail 4.0" rappresenta il passaggio da un modello tradizionale ad uno iperconnesso, multicanale e guidato dai dati, in cui la tecnologia non è un semplice strumento operativo, ma un fattore abilitante di innovazione strategica.

Uno dei principali fattori di rischio che caratterizzano il settore è proprio la rapida obsolescenza dei modelli distributivi tradizionali, spesso incapaci di adattarsi alla velocità del cambiamento tecnologico e delle abitudini di consumo. La crescente diffusione dell'e-commerce e la comparsa di attori globali altamente performanti – in primis Amazon – hanno ridisegnato le regole competitive, imponendo nuovi standard in termini di efficienza, varietà dell'offerta, velocità del servizio e personalizzazione dell'esperienza d'acquisto.

In particolare, Amazon ha rappresentato un catalizzatore dirompente nel retail, rivoluzionando l'intera catena del valore e ridefinendo le aspettative dei consumatori. La sua capacità di integrare logistica avanzata, algoritmi predittivi, big data e assistenza clienti automatizzata ha spostato l'asticella della competitività su livelli spesso inaccessibili per i player tradizionali. Come sottolineano Kotler e Stigiano (2018)²⁷, l'effetto Amazon ha contribuito alla "disintermediazione" dei canali, alla compressione dei margini e all'erosione della fedeltà dei clienti, sempre più orientati verso offerte

²⁷ Kotler, Philip, and Giuseppe Stigliano. Retail 4.0: 10 regole per l'era digitale. Mondadori Elcta, 2018.

convenienti, immediate e personalizzate. La customer experience proposta dal colosso statunitense – semplice, rapida e fluida – è diventata un benchmark di riferimento per tutto il comparto. Questa nuova frontiera ha obbligato i retailer tradizionali a investire massicciamente in infrastrutture digitali, nella revisione dei processi interni e nella ridefinizione del ruolo del punto vendita fisico. In assenza di tali adeguamenti, le imprese rischiano di rimanere intrappolate in modelli obsoleti, perdendo competitività e aumentando la probabilità di incorrere in crisi economico-finanziarie.

La digitalizzazione ha quindi imposto un cambiamento di paradigma che non si esaurisce nell'adozione di tecnologie abilitanti, ma richiede un rinnovamento complessivo dei processi aziendali, della cultura organizzativa e delle logiche di marketing. La digital transformation va intesa come un processo multidimensionale che coinvolge aspetti tecnologici, strutturali e culturali dell'organizzazione, ponendo al centro l'obiettivo di generare valore per il cliente lungo tutto il customer journey²⁸. L'emergenza pandemica ha ulteriormente accelerato la diffusione di comportamenti omnicanale da parte dei consumatori, costringendo le imprese a rivedere i propri modelli di business in ottica customer-centric. Il cosiddetto “nuovo consumatore” – rappresentato dalle generazioni più giovani, digitalmente native – richiede un'esperienza di acquisto personalizzata, fluida e priva di attriti, che si sviluppi su una molteplicità di touchpoint fisici e digitali. Questo impone alle imprese retail non solo l'adozione di tecnologie intelligenti (come big data, AI, IoT), ma anche una profonda revisione delle logiche di relazione con il cliente, incentrate su esperienzialità, prossimità e co-creazione del valore. I nuovi format distributivi, come i convenience store esperienziali, si pongono proprio in questa direzione, puntando su accessibilità, interazione e qualità dell'esperienza, più che sulla semplice leva del prezzo²⁹.

Nel quadro attuale, quindi, il punto vendita fisico non perde rilevanza, ma si trasforma: da luogo esclusivo di transazione diviene spazio relazionale ed esperienziale, dove il brand incontra il consumatore in un contesto immersivo e coinvolgente.³⁰ Le imprese che

²⁸ VERHOEF, Peter C., et al. Digital transformation: A multidisciplinary reflection and research agenda. *Journal of business research*, 2021.

²⁹ LEMON, Katherine N.; VERHOEF, Peter C. Understanding customer experience throughout the customer journey. *Journal of marketing*, 2016.

³⁰ Aiello, G., Donvito, R., & Gistri, G., Retail transformation and consumer behavior: The role of experiential spaces in the digital age, 2022.

non riescono ad abbracciare questa trasformazione sono più vulnerabili al rischio di crisi, in quanto meno reattive ai cambiamenti del mercato e meno capaci di fidelizzare il cliente.

1.2.3. Il retail come ambito di osservazione privilegiato per l'analisi della crisi

Nel panorama economico attuale, il settore retail si configura come un ambito particolarmente adatto allo studio delle dinamiche che possono condurre alla crisi d'impresa. Tale comparto, infatti, riunisce in sé una combinazione di caratteristiche strutturali e congiunturali che lo rendono estremamente sensibile a eventuali squilibri di natura economica, finanziaria e patrimoniale. Proprio questa vulnerabilità intrinseca, unita alla sua rilevanza sistemica e alla varietà di operatori che lo compongono, ne fa un osservatorio privilegiato per analizzare la capacità predittiva degli indicatori finanziari nella rilevazione precoce di stati di crisi.

In primo luogo, il retail è un settore fortemente dipendente dalla domanda finale e, pertanto, soggetto a rapide oscillazioni in funzione del ciclo economico, dei cambiamenti nei comportamenti dei consumatori e dell'evoluzione dei contesti socioculturali. La sua esposizione alla variabilità della spesa delle famiglie e alla volatilità del potere d'acquisto lo rende un banco di prova ideale per comprendere come e quanto i segnali di tensione economico-finanziaria possano manifestarsi nei bilanci delle imprese. Il comparto si caratterizza per margini di profitto spesso contenuti, che obbligano le aziende a mantenere un'attenta gestione della struttura dei costi e a garantire continui investimenti in innovazione, tecnologia e customer experience. La necessità di adeguarsi rapidamente a modelli di consumo in costante evoluzione, unita alla crescente pressione competitiva espone le imprese retail a un rischio strutturale più elevato rispetto ad altri settori meno dinamici.

Non è un caso che numerose crisi aziendali recenti si siano verificate proprio in questo comparto, dove l'incapacità di adattarsi al cambiamento o di interpretare tempestivamente i segnali del mercato ha spesso portato a perdite crescenti, squilibri finanziari e, in ultima istanza, all'insolvenza³¹.

³¹ Si pensi, ad esempio, a grandi realtà del settore come Blockbuster o Toys "R" Us, la cui incapacità di evolvere in risposta ai cambiamenti tecnologici e alle nuove abitudini di consumo ha determinato un progressivo declino fino al fallimento, rappresentando emblematici casi di crisi da obsolescenza del modello di business.

Il settore si presta altresì a un'analisi empirica significativa per via della pluralità e della comparabilità dei soggetti coinvolti, che spaziano da piccole realtà imprenditoriali a gruppi multinazionali. Questa eterogeneità consente di costruire un campione articolato, utile per mettere a confronto aziende in buona salute e realtà in crisi, isolando con maggiore precisione i pattern ricorrenti nei rispettivi bilanci.

La scelta del settore retail come oggetto dell'indagine risponde a criteri di rilevanza economica, sensibilità agli squilibri e accessibilità dei dati, oltre a permettere un'analisi rappresentativa delle diverse tipologie di crisi che possono colpire le imprese. Tale comparto costituisce, pertanto, un ambiente ideale per testare l'efficacia degli indicatori finanziari come strumenti predittivi, offrendo spunti di riflessione sia teorici che applicativi utili al miglioramento dei modelli di monitoraggio della crisi aziendale.

1.3 Il ruolo dell'analisi finanziaria nella prevenzione

Come già evidenziato, tra le principali cause endogene del manifestarsi di una crisi d'impresa vi sono le scelte finanziarie inadeguate o mal gestite. In tale ottica, appare evidente come un'attenta e sistematica analisi finanziaria possa rappresentare un valido strumento di prevenzione, capace di intercettare precocemente segnali di difficoltà. I primi indizi di un possibile deterioramento dello stato di salute di un'azienda sono spesso rintracciabili nei dati finanziari disponibili, occorre semplicemente uno sguardo esperto e consapevole per cogliere tali anomalie in tempo utile, evitando che la situazione evolva in uno stato di crisi conclamata. La tempestiva identificazione di segnali di squilibrio economico, patrimoniale o finanziario costituisce, infatti, un presupposto fondamentale per l'attivazione di strategie correttive e per la salvaguardia della continuità aziendale.

L'analisi di bilancio consente di monitorare in modo sistematico la struttura economica e finanziaria dell'impresa attraverso la rielaborazione dei dati contabili e la costruzione di appositi indicatori. Essa rappresenta una metodologia di indagine volta a interpretare la capacità dell'azienda di generare valore, garantire equilibrio tra impieghi e fonti, fronteggiare gli impegni finanziari nel breve e lungo termine e, più in generale, operare

in condizioni di economicità³². Si configura, pertanto, non solo come strumento a supporto delle decisioni aziendali, ma anche come mezzo di tutela per gli stakeholder esterni, a partire dagli investitori, dai finanziatori, dagli organi di controllo e dagli stessi creditori.

L'importanza dell'analisi finanziaria nella prevenzione delle crisi d'impresa è stata ribadita anche a livello normativo, con la necessità per le imprese di dotarsi di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati, finalizzati proprio alla rilevazione tempestiva degli squilibri attraverso il monitoraggio costante dei dati economico-finanziari. In tale prospettiva, gli indici di bilancio diventano strumenti predittivi in grado di evidenziare la progressiva perdita di equilibrio dell'impresa e quindi di segnalare un deterioramento potenziale prima che la situazione degeneri in insolvenza.

L'attività di analisi finanziaria, per essere efficace, deve essere supportata da una corretta riclassificazione del bilancio, che consenta di rappresentare in maniera funzionale i dati economici e patrimoniali e di costruire indici significativi. Inoltre, essa deve tenere conto di una pluralità di fattori che influiscono sui valori contabili: la presenza di stime, politiche di bilancio, variazioni nei principi contabili adottati e contingenze macroeconomiche. Ciò impone all'analista, sia esso interno o esterno all'azienda, un approccio critico e interpretativo, volto a verificare l'attendibilità dei dati e a contestualizzarne la lettura in relazione alla specifica realtà osservata.

Un'ulteriore implicazione rilevante è la necessità di confronti intertemporali e interaziendali. Solo attraverso l'osservazione dei trend storici, o il benchmark con imprese dello stesso settore, è possibile attribuire significatività agli indicatori e distinguere tra situazioni fisiologiche e segnali di crisi. L'analisi finanziaria non è solo una tecnica di misurazione, ma una vera e propria attività strategica, che se svolta con metodo e continuità, può contribuire significativamente alla prevenzione della crisi. Il suo ruolo è quello di fornire strumenti oggettivi e misurabili per monitorare l'evoluzione dell'equilibrio aziendale e, soprattutto, di segnalare tempestivamente il superamento di soglie critiche oltre le quali la continuità aziendale può essere compromessa. In un contesto normativo che pone crescente attenzione alla diagnosi precoce e alla

³² “Quella condizione che consente all'azienda l'autosufficienza economica nel tempo, ossia la capacità di remunerazione delle risorse, richieste per lo svolgimento del processo produttivo, alle condizioni vigenti sul mercato.” (<https://www.sapere.it/enciclopedia/economicita%C3%A0.html>)

responsabilizzazione degli organi di governo societario, l'analisi finanziaria si configura come una leva essenziale per garantire la sostenibilità nel tempo dell'attività economica.

1.3.1. Indicatori di bilancio e il loro significato

L'analisi degli indicatori di bilancio rappresenta uno strumento fondamentale per la valutazione dello stato di salute economico-finanziaria di un'impresa. Attraverso la rilettura dei prospetti contabili, in particolare dello Stato patrimoniale, del Conto economico e del Rendiconto finanziario, è possibile ricavare informazioni significative circa la solidità strutturale, la capacità di generare valore e l'equilibrio tra fonti e impieghi. Tuttavia, affinché tali grandezze siano realmente informative, è necessario procedere a una riclassificazione dei prospetti, funzionale alla costruzione di indicatori sintetici capaci di restituire una visione più leggibile e comparabile della gestione aziendale.

Gli indicatori di bilancio possono essere classificati secondo diversi criteri. Un primo criterio riguarda la *modalità di costruzione*: si individuano da un lato i valori ottenuti tramite la sommatoria di grandezze omogenee (come l'attivo corrente o il valore della produzione), e dall'altro i valori che emergono dal confronto tra grandezze di segno opposto e risultano particolarmente utili per cogliere eventuali squilibri gestionali (come il capitale circolante netto, la posizione finanziaria netta o il risultato operativo).

Un'ulteriore classificazione si basa sulla *natura dell'indicatore*, distinguendo tra grandezze stock (fotografie statiche della situazione aziendale in un preciso momento) e grandezze flusso (che esprimono la dinamica della gestione in un determinato intervallo temporale). Le prime, generalmente ricavate dallo Stato patrimoniale, misurano la consistenza delle risorse o delle obbligazioni (ad esempio, l'entità dei debiti a breve o delle immobilizzazioni), mentre le seconde, desunte da Conto economico o Rendiconto finanziario, rappresentano la capacità dell'impresa di generare ricchezza, utile o cassa.

In un'ottica di prevenzione della crisi, l'analisi per indici assume un valore diagnostico particolarmente rilevante. Tra le categorie più comuni si individuano indicatori di redditività, di liquidità e di solidità, di cui approfondiremo nei successivi paragrafi. In ogni caso, come già affermato, l'operazione preliminare al calcolo di questi indicatori consiste nella riclassificazione dei prospetti di bilancio, seguendo un criterio funzionale all'analisi: ad esempio, secondo logiche finanziarie, si distinguono le poste in base

all'esigibilità (nel passivo) o alla convertibilità in liquidità (nell'attivo). Tale struttura permette di indagare in modo puntuale la correlazione tra impieghi e fonti, requisito fondamentale per valutare la coerenza della struttura patrimoniale dell'impresa. L'analisi per indici rappresenta uno strumento fondamentale per l'interpretazione dei dati di bilancio, in quanto consente di elaborare rapporti significativi tra le principali voci contabili, semplificando l'accesso alle informazioni e facilitandone il confronto nel tempo, tra diverse imprese o con valori di riferimento settoriali. Attraverso tale metodologia, è possibile indagare distinti profili della gestione aziendale: quello finanziario, che riguarda la coerenza tra le necessità di capitale e le modalità con cui esse vengono soddisfatte, nonché la gestione dei flussi monetari in entrata e in uscita; quello economico, focalizzato sulla capacità dell'impresa di generare valore attraverso la differenza tra ricavi e costi; infine, quello patrimoniale, che analizza l'equilibrio tra il capitale proprio e il capitale di terzi all'interno della struttura finanziaria dell'impresa.

Nonostante la loro indubbia utilità, gli indicatori non sono esenti da limiti: la loro attendibilità può essere inficiata da politiche di bilancio opportunistiche (come l'anticipazione o il rinvio di ricavi e costi), da scelte soggettive nella valutazione di poste stimabili (svalutazioni, accantonamenti) o da problemi legati alla comparabilità interaziendale. È dunque necessaria un'attenta lettura critica, che integri il dato quantitativo con elementi qualitativi e contestuali.

1.3.2. Indicatori di solidità: sostenibilità del capitale nel lungo periodo

L'analisi della *solidità patrimoniale* è intesa come la capacità dell'impresa di mantenere nel tempo la stabilità della propria struttura finanziaria, fronteggiando eventi negativi di medio-lungo periodo senza compromettere la continuità operativa. La solidità si distingue dalla liquidità, che riguarda la solvibilità nel breve termine, e dalla redditività, che attiene alla generazione di profitti; essa rappresenta piuttosto una condizione di equilibrio durevole tra fonti e impieghi, coerente con gli orizzonti temporali di investimento e finanziamento.

Un'impresa si considera solida quando la struttura del capitale consente di assorbire eventuali shock senza generare tensioni finanziarie. Il principio cardine alla base dell'analisi della solidità è la correlazione temporale tra la scadenza delle fonti di finanziamento e l'orizzonte di recupero degli impieghi: investimenti durevoli devono

essere sostenuti da fonti durevoli, e non da debiti a breve termine, pena un innalzamento significativo del rischio di insolvenza. L'*attivo fisso* (o durevole) può essere finanziato in tre modi: mediante mezzi propri, che garantiscono autonomia gestionale e alta capacità di resistenza finanziaria; con passività consolidate, che rappresentano delle fonti di finanziamento in grado di fornire meno autonomia dei soli mezzi propri, ma che garantiscono una buona stabilità; oppure, in maniera critica, con passività correnti, condizione che riflette una gestione sbilanciata e potenzialmente pericolosa, poiché si infrangerebbe il principio cardine citato precedentemente: il tempo di scadenza delle fonti deve essere sincronizzato con il tempo di recupero degli impieghi. A tal fine, si ricorre a specifici indicatori che permettono di analizzare il grado di copertura delle immobilizzazioni:

Il quoziente primario di struttura ($\text{mezzi propri} / \text{attivo fisso}$) misura il grado di autofinanziamento degli investimenti durevoli: un valore almeno pari a 1 indica un'elevata autonomia finanziaria.

Il quoziente secondario di struttura ($((\text{mezzi propri} + \text{passività consolidate}) / \text{attivo fisso})$) verifica la copertura dell'attivo immobilizzato con fonti stabili. Un valore di poco superiore a 1 è considerato ottimale: oltre a garantire una copertura duratura delle immobilizzazioni, lascia spazio alla copertura di parte dell'attivo circolante con fonti consolidate, migliorando indirettamente anche la liquidità aziendale.

Qualora questi indicatori risultino insoddisfacenti, è necessario domandarsi se l'origine dello squilibrio risieda nella struttura degli impieghi o in un'insufficienza delle fonti. In tal senso, un elevato **quoziente di rigidità degli impieghi** ($\text{attivo fisso} / \text{totale attivo}$) può evidenziare una struttura eccessivamente vincolata agli investimenti durevoli, sproporzionata rispetto alle esigenze operative.

A completamento, il **grado di ammortamento delle immobilizzazioni** ($\text{fondo ammortamento} / \text{costo storico}$) consente di comprendere quanto un'impresa si avvicini alla necessità di rinnovare gli asset produttivi, influenzando la previsione di futuri fabbisogni finanziari.

Sul versante delle fonti, una struttura finanziaria fragile può dipendere da una dotazione insufficiente di capitale proprio, da un ricorso eccessivo al credito bancario o da un uso

limitato delle passività consolidate. In questi casi, è utile approfondire la composizione del passivo mediante indici di indebitamento. L'**indice di autonomia finanziaria** (mezzi propri / capitale investito) esprime il peso relativo del patrimonio netto: valori elevati sono segnale di robustezza strutturale. Viceversa, l'**indice di indebitamento** ((passivo corrente + consolidato) / capitale investito) misura la dipendenza da capitali di terzi, che può diventare critica se eccessiva. Una scomposizione temporale dell'indebitamento consente ulteriori approfondimenti: l'**indebitamento a breve termine** (passivo corrente / capitale investito) rivela la quota di obbligazioni con scadenze ravvicinate, mentre l'**indebitamento a medio-lungo termine** (passivo consolidato / capitale investito) riflette l'impegno finanziario protratto nel tempo. Il **quoziente di indebitamento complessivo** (debiti totali / mezzi propri) fornisce una misura sintetica della leva finanziaria, la cui crescita oltre il valore soglia di 2 può denotare una vulnerabilità crescente. Ancora più specifico è il **quoziente di indebitamento finanziario** (debiti finanziari / mezzi propri), che isola le passività onerose e consente di valutare in modo più puntuale la dipendenza effettiva dai finanziatori esterni: un valore compreso tra 1,5 e 2 è considerato fisiologico, oltre il quale il rischio di tensioni finanziarie aumenta sensibilmente.

È importante sottolineare che l'interpretazione di questi indici non può prescindere dal contesto in cui l'impresa opera. Fattori come la fase del ciclo di vita aziendale, la disponibilità di agevolazioni finanziarie, le garanzie offerte, o le scelte strategiche della proprietà, possono alterare in modo significativo il significato degli stessi.

1.3.3. Indicatori di liquidità: equilibrio nel breve termine

Nel contesto dell'analisi economico-finanziaria, il concetto di *liquidità* fa riferimento alla capacità dell'impresa di far fronte tempestivamente agli impegni finanziari di breve termine, sfruttando le risorse liquide disponibili o quelle prontamente convertibili in denaro. In altri termini, essa riguarda l'idoneità della struttura patrimoniale aziendale a garantire un'adeguata sincronizzazione tra le uscite e le entrate monetarie, scongiurando così tensioni di cassa che possano compromettere la continuità operativa.

Gli indici di liquidità, ricavati dai prospetti contabili e oggetto di analisi in sede di bilancio, offrono una prima valutazione statica della situazione al termine dell'esercizio. I principali quozienti impiegati a tal fine sono il Current Ratio e il Quick Ratio, entrambi in grado di fornire una misura della copertura delle passività correnti con attività a breve

termine.

Il **Current Ratio**, dato dal rapporto tra l'attivo circolante e le passività correnti, è indicativo della capacità generale dell'impresa di assolvere i propri obblighi finanziari nel breve periodo; un valore superiore a 1, e preferibilmente vicino a 2, è considerato segno di equilibrio, ma va interpretato con cautela. Un valore eccessivamente elevato potrebbe infatti nascondere criticità nella gestione del capitale circolante, come un accumulo eccessivo di scorte o una dilatazione dei crediti commerciali. Il **Quick Ratio**, calcolato escludendo le rimanenze dall'attivo circolante, fornisce invece un'informazione più rigorosa, concentrandosi sulle componenti immediatamente liquidabili (liquidità immediate e differite) rispetto alle passività a breve termine. Un valore pari o superiore a 1 suggerisce una buona copertura degli obblighi imminenti, anche in assenza di smobilizzo delle scorte.

Tuttavia, tali indici, pur offrendo utili indicazioni, non sono in grado di cogliere dinamiche più complesse legate alla gestione quotidiana dei flussi finanziari. Per comprendere effettivamente se e quando si presentano tensioni di cassa nel corso dell'anno, risulta fondamentale il ricorso al budget di tesoreria. Questo strumento, a carattere prospettico e dinamico, consente infatti di monitorare la successione temporale di incassi e pagamenti, evidenziando eventuali periodi di squilibrio che non emergono dai soli dati di bilancio.

Accanto agli indicatori statici, si affiancano anche alcuni indici più dinamici, che misurano l'efficienza dei cicli gestionali e la rapidità di trasformazione degli attivi correnti in liquidità. Tali indicatori, noti anche come quozienti di secondo livello, includono i *tempi medi di giacenza del magazzino, di incasso dei crediti commerciali e di pagamento dei debiti verso fornitori*. Da essi è possibile derivare la **durata media del ciclo del circolante netto**, intesa come il numero di giorni necessari per recuperare, sotto forma di incasso, il capitale investito nelle scorte e nei crediti, al netto dei tempi medi di pagamento delle passività correnti. Un ciclo del circolante positivo implica un disallineamento tra uscite e incassi, con conseguente fabbisogno finanziario che l'impresa dovrà coprire con altre fonti; al contrario, un ciclo negativo indica una situazione di eccedenza finanziaria temporanea, che potrebbe essere destinata a impieghi alternativi o al rafforzamento della liquidità.

Nel complesso, l'analisi della liquidità non può prescindere dalla considerazione congiunta di indicatori sintetici, come i quozienti, e strumenti previsionali, come il budget di cassa, in grado di garantire un controllo costante sulla sostenibilità dei flussi a breve termine. In un contesto economico incerto e ad alta volatilità, la capacità di presidiare la liquidità operativa si conferma uno dei fattori chiave per il mantenimento dell'equilibrio finanziario e la prevenzione di stati di crisi.

1.3.4. Indicatori di redditività: performance aziendale e generazione di valore

L'analisi della *redditività* rappresenta uno strumento fondamentale per valutare il livello di efficienza nella gestione aziendale e la capacità dell'impresa di generare valore nel tempo. Essa si concentra sulla relazione tra il risultato economico prodotto e il capitale impiegato per ottenerlo, offrendo una lettura critica delle performance conseguite in relazione agli obiettivi prefissati.

Nel tempo, il concetto stesso di performance si è evoluto: dall'originaria visione orientata alla massimizzazione del profitto per gli azionisti (*shareholder theory*), si è progressivamente passati a una prospettiva più ampia, incentrata sulla creazione di valore per tutti gli stakeholder. In questo scenario, la redditività viene letta in una chiave più complessa, che tiene conto della sostenibilità dei risultati nel lungo termine e della compatibilità con i livelli di rischio assunti.

Gli indicatori di redditività sono costruiti a partire dalla riclassificazione dei prospetti contabili secondo criteri gestionali, così da isolare le diverse aree della gestione e consentire un'analisi mirata. Tra questi, il **Return on Investment (ROI)** costituisce l'indicatore cardine per valutare l'efficienza della gestione operativa: esso mette in relazione il reddito operativo (EBIT) con il capitale investito nella gestione tipica, offrendo una misura sintetica della produttività dell'impresa nel suo core business. La scomposizione del ROI nei suoi due driver principali — il **Return on Sales (ROS)** e il **Capital Turnover** — consente di approfondire le cause di eventuali criticità: un ROI basso può infatti derivare sia da margini operativi insufficienti che da un utilizzo inefficiente delle risorse investite.

Complementare al ROI è il **Return on Equity (ROE)**, che esprime il rendimento del capitale proprio in relazione all'utile netto. Questo indicatore tiene conto anche degli effetti della gestione finanziaria e fiscale, ed è influenzato dalla struttura del capitale attraverso il meccanismo della leva finanziaria. Quando il ROI è superiore al costo del debito, l'indebitamento può amplificare il rendimento per gli azionisti. Tuttavia, tale effetto moltiplicativo comporta anche un aumento del rischio, che va monitorato attraverso specifici indicatori, come il *quoziente di indebitamento finanziario* (debiti finanziari/patrimonio netto) e *il grado di onerosità del debito* (oneri finanziari/ricavi), utili a valutare la sostenibilità dell'esposizione verso i finanziatori e il peso degli interessi passivi sulla gestione.

Nell'ottica di una valutazione più diretta della generazione di cassa, il *marginale operativo lordo* (EBITDA) rappresenta un indicatore di riferimento. Esso misura la redditività lorda della gestione caratteristica, depurata da componenti non ricorrenti e da scelte contabili, e costituisce un parametro centrale nelle analisi di merito creditizio, grazie alla sua capacità di riflettere il potenziale di autofinanziamento aziendale. Schemi alternativi di riclassificazione del conto economico, come quello a valore aggiunto o a margine di contribuzione, permettono di evidenziare ulteriori dimensioni della performance, tra cui la capacità di valorizzare i fattori interni rispetto ai costi acquisiti esternamente, e l'efficienza nella gestione dei costi fissi e variabili.

Infine, per estendere l'analisi anche alla componente extra-operativa, si può ricorrere al **Return on Assets (ROA)**, che mette in relazione il reddito complessivo (operativo e non) con il totale degli impieghi. Il confronto tra ROA e ROI consente di valutare il contributo — positivo o negativo — delle attività extra-operative alla creazione di valore.

Nel loro insieme, gli indicatori di redditività offrono una lettura articolata della performance aziendale, la cui interpretazione assume particolare rilievo se integrata con l'analisi della struttura patrimoniale e finanziaria.

1.4 Altri approcci previsionali e modelli di analisi

Nella letteratura economico-aziendale, l'analisi e la previsione delle situazioni di crisi d'impresa hanno da sempre rappresentato un ambito di grande interesse, sia per la rilevanza pratica delle conseguenze legate al fallimento aziendale, sia per la sfida

metodologica che tale fenomeno comporta. Nel corso degli anni sono stati elaborati numerosi modelli previsionali, basati su approcci teorici differenti, accomunati dall'obiettivo di individuare segnali anticipatori di crisi attraverso l'elaborazione e l'interpretazione di dati economico-finanziari. Accanto agli indici spiegati nei precedenti paragrafi, si sono sviluppati strumenti più articolati che consentono una visione d'insieme dello stato di salute aziendale. Tra questi, particolare rilievo assumono gli indicatori compositi, ossia aggregazioni sintetiche di più indicatori elementari. Gli *indicatori compositi* rappresentano una risposta alla necessità di sintetizzare la complessità informativa derivante dai numerosi dati di bilancio, consentendo una lettura immediata e multidimensionale della performance aziendale. Tali strumenti si basano su combinazioni ponderate di indici che esprimono aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari. Tra i modelli compositi maggiormente riconosciuti in letteratura, spicca lo **Z-score di Altman**, sviluppato nel 1968 con l'intento di prevedere il rischio di insolvenza delle imprese manifatturiere statunitensi. Il modello si basa su un'analisi discriminante lineare e combina cinque indicatori di bilancio, pesati secondo coefficienti derivati empiricamente, per generare un punteggio in grado di classificare le imprese in base alla loro probabilità di default. Le variabili incluse sono: Capitale circolante netto / Totale attivo (misura della liquidità e flessibilità finanziaria), Utili non distribuiti / Totale attivo (capacità dell'impresa di accumulare riserve), Reddito operativo / Totale attivo (efficienza nella generazione degli utili), Valore di mercato del capitale / Valore contabile del debito (leva e struttura finanziaria), Fatturato / Totale attivo (efficienza nella rotazione degli asset).

Il punteggio complessivo, risultato della formula lineare ponderata, viene interpretato secondo soglie di rischio: valori superiori a 2,99 indicano solidità, valori compresi tra 1,81 e 2,99 segnalano una zona grigia (grey zone), mentre punteggi inferiori a 1,81 rappresentano un chiaro segnale di vulnerabilità. Sebbene originariamente ideato per il contesto industriale statunitense, lo Z-score ha trovato ampia applicazione e successivi adattamenti per altri settori e Paesi.³³

Un altro strumento composito di crescente rilievo nell'ambito dell'analisi preventiva è il **modello M-Score di Beneish**, elaborato dal professore di contabilità Messod Beneish nel

³³ <https://www.affaridiborsa.com/articoli/130-z-score-5-indici-per-stabilire-se-la-societa-e-a-rischio-di-fallimento.html>

1999. A differenza dello Z-score, che mira a stimare la probabilità di default, l'M-Score si propone di individuare i casi in cui un'impresa potrebbe aver manipolato i propri dati contabili, fungendo così da campanello d'allarme rispetto a comportamenti opportunistici e a bilanci poco trasparenti. Il modello si fonda sull'osservazione di otto variabili contabili costruite per rilevare anomalie nei trend di vendita, costi e margini. Tra queste vi sono l'incremento insolito dei ricavi non accompagnato da una corrispondente variazione dei crediti (DSRI), la contrazione dei margini lordi (GMI), l'aumento delle immobilizzazioni immateriali rispetto al totale attivo (AQI), o un'espansione troppo rapida delle vendite (SGI), che potrebbe mascherare politiche di crescita poco sostenibili. Il risultato è un punteggio, detto M-Score, che se superiore alla soglia critica di -2,22 segnala una probabile manipolazione del bilancio, richiedendo un'indagine più approfondita. Sebbene sviluppato a fini accademici, il modello è oggi utilizzato da analisti finanziari, revisori e investitori istituzionali come strumento integrativo per valutare l'attendibilità dei dati di bilancio.

Accanto all'approccio discriminante di Altman e di Beneish, si è sviluppata un'altra linea di ricerca fondata sulla regressione logistica. Ohlson ritenne infatti che i precedenti modelli fossero troppo restrittivi e diede vita al **modello O-score**³⁴(1980), con il quale stima la probabilità di fallimento su un orizzonte temporale di due anni, a partire da nove variabili di bilancio, tra cui il rapporto tra passivo totale e attivo, l'EBIT/attivo, e un indicatore della solvibilità a breve. La forza del modello di Ohlson risiede nella sua probabilità predittiva, che lo rende applicabile in contesti reali di risk management, pur a fronte di un certo livello di complessità statistica.

Un altro approccio rilevante è quello sviluppato da **Zmijewski** (1984), basato su un *modello probit*³⁵, che utilizza tre indicatori: redditività (utile netto/totale attività), leva finanziaria (debiti totali/totale attività) e liquidità (debiti di breve periodo/attività correnti). Il modello nasce dalla volontà di superare alcune limitazioni legate alla regressione logistica, offrendo una probabilità continua di default. Sebbene essenziale

³⁴ <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/12728-modelli-previsione-insolvenze--altman--hartzell-and-peck-ohlson-e-zmijewski-.html#paragrafo5>

³⁵ "Il modello Probit è un modello econometrico a scelta binaria. Questo significa che il modello è utilizzato per fare una scelta tra due opzioni" (<https://it.economy-pedia.com/11040705-probit-model>)

nella struttura, questo approccio si distingue per una buona capacità di classificazione, mantenendo al contempo una maggiore parsimonia.

Con l'evoluzione tecnologica e la disponibilità di grandi moli di dati, l'attenzione si è recentemente spostata verso approcci basati su intelligenza artificiale e machine learning. Tecniche come le reti neurali artificiali, i modelli ad albero decisionale e gli algoritmi di clustering permettono di catturare relazioni non lineari tra variabili e di individuare pattern complessi che i modelli tradizionali non riescono a cogliere. Tali approcci si caratterizzano per un'elevata accuratezza predittiva, ma pongono questioni interpretative e di trasparenza, rendendo spesso difficile l'esplicitazione dei criteri decisionali utilizzati dagli algoritmi.

Al di là delle specificità metodologiche, una linea comune unisce tutti questi modelli: l'esigenza di partire da dati storici per trarre inferenze sul futuro stato dell'impresa. Questo rende centrale la qualità delle informazioni contabili e la loro capacità di riflettere la reale situazione aziendale. In tal senso, le analisi fondate esclusivamente su dati quantitativi possono essere arricchite da valutazioni qualitative e prospettiche, integrando strumenti previsionali più evoluti e modelli dinamici basati su scenari alternativi.

Modello	Indicatori utilizzati	Punti di forza	Punti di debolezza
Altman Z-score	Cap. circolante/Attivo, Utili trattenuti/Attivo, EBIT/Attivo, Patrimonio netto/Tot. debiti, Vendite/Attivo	Facile da applicare, ampiamente testato e diffuso	Meno efficace fuori dal manifatturiero
Ohlson Logit	8 variabili tra cui debito/attivo, EBIT/attivo, solvibilità a breve	Output probabilistico, buon compromesso tra semplicità e precisione	Richiede software statistici
M-Score (Beneish)	Days Sales in Receivables Index, Gross Margin Index, Asset Quality Index, Sales Growth Index, Depreciation Index, SG&A Index, Leverage Index, Total Accruals to Total Assets	Utile per rilevare manipolazioni contabili; efficace per individuare frodi	Non misura la crisi direttamente, più focalizzato su comportamenti opportunistici
Zmijewski Probit	Redditività, leva finanziaria, liquidità	Buona accuratezza, modello parsimonioso	Meno adatto a campioni eterogenei
Machine Learning	Dati contabili, extracontabili e prospettici	Alta accuratezza e flessibilità	Scarsa trasparenza, difficile interpretazione

Tabella 2 – Approcci previsionali della crisi schema riassuntivo
Fonte: elaborato dall'autrice.

Capitolo 2: Costruzione e analisi del campione

2.1 Obiettivi e domande chiave

Il presente capitolo si propone di descrivere il metodo adottato per la costruzione del campione di imprese analizzate, l'elaborazione preliminare dei dati economico-finanziari e lo svolgimento di una prima analisi descrittiva. L'obiettivo generale della ricerca è comprendere se, e in che misura, specifici indicatori di bilancio siano in grado di offrire un supporto affidabile nella diagnosi anticipata di situazioni di difficoltà, permettendo così un intervento tempestivo per il ripristino degli equilibri aziendali. In particolare, si intende verificare se taluni indici si dimostrino sistematicamente più predittivi rispetto ad altri e se esistano aree del bilancio che risultano maggiormente sensibili e meritevoli di un monitoraggio costante.

La finalità è, dunque, duplice: da un lato, isolare quegli indicatori che possono assumere il ruolo di veri e propri "segnali d'allarme" in grado di anticipare l'emersione della crisi; dall'altro, identificare le grandezze patrimoniali, economiche o finanziarie la cui evoluzione nel tempo appare maggiormente critica nel compromettere la stabilità aziendale.

Dal punto di vista metodologico, la ricerca è stata strutturata seguendo un approccio comparativo tra due gruppi di imprese: un primo gruppo rappresentativo di realtà che hanno mantenuto condizioni di equilibrio economico-finanziario e un secondo gruppo composto da imprese che hanno manifestato segnali di crisi o che hanno avviato procedure concorsuali. L'analisi prevede una sequenza di fasi articolate: In primo luogo, sarà svolta un'analisi descrittiva basata sul calcolo effettivo degli indicatori finanziari selezionati per ciascuna impresa appartenente ai due gruppi. Per ogni indicatore verranno confrontati i valori dei due diversi gruppi di imprese consentendo una prima osservazione dei pattern ricorrenti e delle differenze preliminari tra imprese in equilibrio e imprese in crisi. Successivamente, nel capitolo seguente, sarà condotta un'analisi inferenziale e predittiva volta a testare l'esistenza di differenze statisticamente significative tra i valori degli indicatori nei due sottogruppi, attraverso l'applicazione di opportuni test statistici.

Particolare attenzione sarà rivolta alla scelta dei periodi temporali da osservare: sarà importante cogliere l'evoluzione degli indicatori prima del manifestarsi ufficiale della crisi, al fine di valutare l'effettiva capacità predittiva degli stessi. Si adotterà pertanto una logica di osservazione retrospettiva, analizzando gli esercizi precedenti all'insorgere delle difficoltà.

Il campione è stato costruito rispettando criteri di omogeneità settoriale e dimensionale per minimizzare i bias derivanti da differenze strutturali, garantendo che le eventuali divergenze nei risultati siano effettivamente attribuibili alla diversa condizione economico-finanziaria delle imprese.

Le domande chiave cui l'indagine empirica cercherà di rispondere sono le seguenti:

- *Quali indicatori di bilancio offrono segnali più precoci ed affidabili di una futura crisi?*
- *Vi sono aree gestionali che risultano particolarmente vulnerabili e in grado di anticipare il deterioramento complessivo della performance?*
- *È possibile individuare schemi ricorrenti o pattern evolutivi che precedono il manifestarsi della crisi?*

Attraverso l'integrazione di tecniche di analisi descrittiva, inferenziale e predittiva, il lavoro intende contribuire alla costruzione di un set di indicatori di *early warning* efficace e facilmente applicabile in ambito operativo, offrendo così un ulteriore supporto agli imprenditori, ai consulenti e agli organi di controllo nella gestione proattiva del rischio d'impresa.

2.2. Costruzione del campione

Nella scelta delle imprese da analizzare si è seguito un approccio volto a garantire la massima comparabilità tra i soggetti esaminati, al fine di ridurre il rischio di distorsioni interpretative.

La selezione del campione si è basata su criteri di coerenza settoriale, giuridica e dimensionale. Tutte le imprese analizzate operano nel comparto retail, un settore particolarmente esposto a dinamiche di mercato rapide e soggetto a frequenti ristrutturazioni, fattori che lo rendono idoneo all'individuazione precoce di segnali di

crisi. Per garantire l'omogeneità e l'affidabilità del confronto, sono state incluse esclusivamente società non quotate, attive sul territorio italiano, in modo da escludere l'influenza di variabili finanziarie legate ai mercati regolamentati. La composizione del campione è stata definita includendo unicamente imprese classificate come “grandi” secondo i parametri Istat, quindi con oltre 250 dipendenti e un volume di produzione annuale rilevante. È stato inoltre mantenuto un equilibrio tra i livelli di valore della produzione delle imprese in salute e di quelle in difficoltà, per contenere l'effetto distorsivo derivante dalla diversa scala dimensionale.

Ragione sociale Caratteri latini	Classificazione per dimensione	Codice ISO paese	Numero dipendenti Ultimo anno disp.	Classificazione merceologica nazionale	Totale valore della produzione migl EUR Ultimo anno disp.	Totale valore della produzione migl USD Ultimo anno disp.	Data chiusura Date of the last available value for Totale valore della produzione
BENETTON GROUP S.R.L.	Very large company	IT	3.140	ATECO 2007	743.582	821.659	31/12/2023
TEDDY - S.P.A.	Very large company	IT	3.343	ATECO 2007	703.882	777.790	31/12/2023
H & M HENNES & MAURITZ S.R.L.	Very large company	IT	4.200	ATECO 2007	655.805	716.860	30/11/2023
PVH ITALIA S.R.L.	Very large company	IT	1.106	ATECO 2007	412.352	446.866	31/01/2024
KASANOVA S.P.A.	Very large company	IT	1.596	ATECO 2007	372.194	396.982	31/12/2022
PIAZZA ITALIA S.P.A.	Very large company	IT	1.793	ATECO 2007	344.237	380.383	31/12/2023
COIN SPA	Very large company	IT	1.308	ATECO 2007	236.239	255.918	31/01/2023
CONBIPEL S.P.A.	Very large company	IT	1.722	ATECO 2007	203.651	228.802	31/03/2019

Tabella 1 – Campione di aziende selezionate per l'analisi

Fonte: <https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20250325-3-0/Orbis/1/Companies/Search?sl=1746451612609>

La tabella riportata sopra sintetizza il campione oggetto di studio, composto da otto imprese. Il gruppo delle imprese in crisi comprende Benetton Group S.r.l., Coin S.p.A., Kasanova S.p.A. e Conbipel S.p.A., aziende che, seppure operanti con marchi noti, hanno vissuto negli ultimi anni un progressivo deterioramento dei fondamentali finanziari e patrimoniali. Al contrario, il gruppo delle imprese in salute è composto da H&M Hennes & Mauritz S.r.l., Piazza Italia S.p.A., PVH ITALIA S.R.L., TEDDY S.P.A., tutte realtà che, pur affrontando le sfide di un mercato in continua evoluzione, sono riuscite a mantenere solidità gestionale, sostenibilità finanziaria e adeguati livelli di redditività. Per tutte le imprese in crisi, il bilancio di riferimento sarà quello relativo all'esercizio immediatamente precedente al manifestarsi della crisi, intesa come l'avvio di strumenti liquidatori o l'insorgere di manifestazioni significative di difficoltà economico-finanziaria.

Per le imprese in equilibrio, invece, verranno presi in considerazione i bilanci relativi all'esercizio 2023, in modo da disporre di dati aggiornati e rappresentativi della situazione più recente.

È stata scelta tale impostazione metodologica per verificare che gli indicatori finanziari siano affidabili in una fase ancora non totalmente compromessa dalle conseguenze della crisi manifesta, permettendo di intercettare i segnali precoci di deterioramento e

rafforzando la validità predittiva dell'indagine. Il campione è stato dunque costruito seguendo una logica intenzionale (non probabilistica)¹, privilegiando la rilevanza qualitativa delle imprese rispetto alla numerosità statistica. La dimensione contenuta del campione risponde a esigenze di analisi approfondita: essa consente di esaminare nel dettaglio i dati economico-finanziari e di effettuare comparazioni puntuali, minimizzando il rischio di generalizzazioni inappropriate.

Tale impostazione è volta a mantenere la coerenza metodologica della ricerca e a garantire la comparabilità dei dati, condizione imprescindibile per trarre inferenze robuste sui fattori predittivi della crisi nel settore retail. Nella fase successiva, i bilanci delle aziende selezionate saranno sottoposti a un processo di analisi quantitativa e di statistica descrittiva, secondo gli approcci metodologici delineati nei paragrafi precedenti.

2.2.1. Presentazione delle aziende

Come precedentemente spiegato, il campione delle aziende selezionate è stato costruito in modo da comprendere sia realtà che si trovano attualmente in una situazione di equilibrio economico-finanziario, sia imprese che hanno manifestato negli ultimi anni segnali più o meno evidenti di difficoltà o crisi. Tutte le imprese selezionate risultano classificate come "very large companies", sono attive in Italia, non sono quotate in Borsa e rientrano nella categoria ATECO 2007 "commercio al dettaglio". La scelta di concentrarsi su realtà operanti nel medesimo settore e con caratteristiche dimensionali simili risponde all'esigenza di rendere più omogeneo e comparabile il confronto che sarà svolto attraverso l'analisi dei dati di bilancio. Di seguito, si offre una presentazione delle aziende incluse nel campione, illustrandone la storia, il posizionamento commerciale e le condizioni economico-finanziarie attuali, senza entrare nel dettaglio dei numeri, che saranno oggetto di specifica analisi nei paragrafi successivi.

Benetton Group S.r.l. è uno dei marchi italiani più noti a livello globale nel settore della moda, con più di 3600 negozi in tutto il mondo.² Fondata nel 1965 a Ponzano Veneto, l'azienda ha costruito il suo successo su un'immagine colorata e inclusiva, resa celebre dalle campagne pubblicitarie innovative degli anni '80 e '90. Tuttavia, a partire dagli anni Duemila, Benetton ha incontrato crescenti difficoltà: la concorrenza dei brand

¹ La selezione non è avvenuta in modo casuale.

² <https://www.benettongroup.com/it/il-gruppo/profilo/visione-gruppo/>

internazionali di fast fashion, la mancata evoluzione del modello di business e alcune scelte strategiche poco efficaci hanno progressivamente eroso la redditività e la posizione competitiva dell'azienda. Negli ultimi anni il gruppo ha avviato una serie di piani di rilancio, puntando su collezioni più moderne, sostenibilità e razionalizzazione della rete vendita. Nonostante tali sforzi, i dati economico-finanziari evidenziano ancora fragilità, con margini compressi e una struttura patrimoniale sotto pressione. Si ritiene che uno dei fattori chiave che hanno contribuito alla crisi sia il modello di franchising del brand. Sebbene questo modello abbia aiutato Benetton ad espandersi a livello globale, col tempo è diventato un peso. L'azienda ha accumulato un debito significativo, inclusi circa 30 milioni di euro solo nel Sud Italia.³ La situazione è peggiorata con una disputa pubblica tra il cofondatore Luciano Benetton e l'amministratore delegato Massimo Renon. Il conflitto si è concentrato sulla cattiva gestione finanziaria dell'azienda, con un disavanzo dichiarato di 100 milioni di euro nel 2022, arrivato a 230 milioni nel 2023.⁴ Questo scontro nella leadership ha aggravato ulteriormente le difficoltà del marchio nel gestire la crisi.

Benetton costituisce dunque un esempio emblematico di impresa storica la cui capacità di adattamento strategico si è progressivamente indebolita, evidenziando criticità strutturali nel riposizionamento competitivo.

Kasanova S.p.A., nata ad Arcore nel 1968, è oggi uno dei principali marchi italiani nella distribuzione di articoli per la casa. L'azienda ha costruito negli anni una rete capillare di negozi, riuscendo a posizionarsi come un punto di riferimento nel settore. Il 1994 segna un passaggio cruciale nella storia aziendale, con l'avvio del progetto franchising e l'apertura dei primi punti vendita a insegna Kasanova, un modello che si dimostrerà particolarmente efficace nel corso degli anni '90. A rafforzare il successo dell'insegna contribuisce anche l'introduzione di un innovativo sistema di lista nozze, che consente agli sposi di ritirare i regali acquistati in qualsiasi negozio della rete nazionale.⁵ Ciononostante, negli ultimi anni, la società ha però dovuto confrontarsi con un contesto competitivo sempre più complesso. La diffusione dell'e-commerce e l'aumento dei costi di importazione hanno avuto un impatto diretto sulla redditività, mettendo in discussione la sostenibilità del modello finanziario dell'impresa. I tentativi recenti di rinnovare

³ <https://www.financialexpress.com/>

⁴ Dati finanziari presi da <https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20250325-3-0/Orbis/1/Companies/Search?sl=1746451612609>

⁵ <https://www.kasanova.com/it/kasanova-brand>

l'offerta e migliorare l'efficienza operativa testimoniano la volontà di rilancio, sebbene permangano segnali di tensione patrimoniale e una certa fragilità rispetto ai concorrenti più dinamici. Nel 2025, Kasanova ha presentato istanza per accedere alla composizione negoziata della crisi⁶, lo strumento introdotto nel 2021 con l'obiettivo di agevolare la gestione delle difficoltà aziendali in una fase preventiva. La società ha definito un piano di risanamento su base pluriennale, con orizzonte temporale 2024–2029, indicando che le criticità risiedono principalmente nella sfera finanziaria.

Coin S.p.A. è una storica insegna del retail italiano, nata nel 1916 a Mirano (Venezia). Per molti decenni il gruppo è stato sinonimo di grandi magazzini urbani dedicati a moda, casa e bellezza. Tuttavia, la crescente concorrenza dei centri commerciali, il boom dell'e-commerce e l'evoluzione dei modelli di consumo hanno messo in crisi il tradizionale format di vendita di Coin. Negli ultimi anni l'azienda ha dovuto affrontare pesanti ristrutturazioni, con chiusure di punti vendita e operazioni di riduzione del debito. Dalla pandemia di Covid, la società ha iniziato a manifestare segnali concreti di crisi, culminati nell'accesso alla procedura di composizione negoziata.⁷ I dati di bilancio confermano una situazione economico-finanziaria complessa: nel 2023, pur registrando un utile di 15 milioni di euro, tale risultato è stato fortemente influenzato da una plusvalenza di 28 milioni derivante dalla cessione di immobilizzazioni. L'attività caratteristica del gruppo si è chiusa in perdita e, nello stesso anno, risultavano 87 milioni di debiti verso le banche e 121 milioni nei confronti dei fornitori, per un indebitamento complessivo pari a circa 234,8 milioni di euro.⁸ I vertici aziendali hanno recentemente illustrato un piano di riorganizzazione industriale articolato su tre direttrici principali: razionalizzazione della rete di vendita mediante una gestione più efficiente degli spazi, revisione dell'assortimento merceologico e rafforzamento della presenza del personale nei negozi al fine di migliorare il servizio alla clientela. Sono attesi per fine maggio 2025 l'omologa del tribunale di Venezia sugli accordi per il risanamento di Coin, ma il rispetto dei tempi è subordinato all'accettazione da parte dei creditori della proposta di riduzione dell'88% dei crediti commerciali.⁹ Lo stralcio previsto al 12% riguarderebbe un totale di circa 240 milioni di euro debiti, suddivisi tra 60 milioni dovuti alle banche e circa 190 milioni ai

⁶ <https://www.corriere.it/>

⁷ <https://www.money.it/>

⁸ Dati finanziari presi da <https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20250325-3-0/Orbis/1/Companies/Search?sl=1746451612609>

⁹ <https://www.repubblica.it/>

fornitori. Mentre gli istituti di credito hanno già avviato le operazioni di ristrutturazioni dei debiti, è meno scontata l'adesione da parte dei fornitori, che dovrebbero cancellare ben 166 milioni di ordini già effettuati.¹⁰ Nell'ambito del piano di salvataggio è previsto anche l'ingresso di Invitalia, con un investimento di 10 milioni di euro su impulso diretto del Ministero delle Imprese.¹¹ Dal punto di vista patrimoniale ed economico-finanziario, Coin evidenzia ancora fragilità significative, anche se sono in corso tentativi di rilancio basati su concept store più moderni e selezione di brand esclusivi. Il futuro dell'azienda resta legato alla riuscita del piano di risanamento e alla capacità di ristabilire un equilibrio operativo e finanziario duraturo.

Conbipel S.p.A., fondata nel 1958 a Cocconato d'Asti, ha rappresentato a lungo un marchio di riferimento nell'abbigliamento casual e nel confezionamento di capi in pelle di alta qualità. Specializzata nei segmenti uomo, donna e bambino, l'azienda ha conosciuto una fase di espansione significativa tra gli anni '80 e 2000, grazie a un posizionamento distintivo e a una rete di punti vendita capillare. Tuttavia, a partire dalla seconda metà degli anni 2010, Conbipel ha registrato un progressivo calo di competitività, imputabile alla perdita di attrattività commerciale, all'eccessiva estensione della rete distributiva e alla difficoltà di adattamento alle nuove dinamiche del consumo, sempre più orientate verso il digitale e l'omnicanalità. La crisi si è manifestata in modo strutturale con la richiesta di accesso al concordato preventivo nel 2020¹², cui ha fatto seguito il passaggio di proprietà nel 2022 a favore della holding Btx Italian Retail and Brand¹³. Attualmente la società è ancora attiva, a si trova in una fase di ristrutturazione profonda. Nel 2024 ha presentato istanza per accedere alla procedura di composizione negoziata della crisi, ottenendo l'ammissione da parte del Tribunale di Asti. Le prospettive di continuità aziendale dipendono dall'efficacia degli interventi di risanamento e dal riposizionamento strategico rispetto ai competitor più dinamici del settore.

Dopo aver analizzato le caratteristiche strutturali e gestionali delle imprese che hanno manifestato segnali di crisi, l'attenzione si sposta ora sulle quattro aziende considerate in

¹⁰ <https://www.milanofinanza.it/>

¹¹ <https://quifinanza.it/>

¹² <https://bebeez.it/>

¹³ <https://www.money.it/>

equilibrio economico-finanziario, al fine di mettere in luce gli elementi distintivi che ne supportano la solidità e la capacità di tenuta nel tempo.

H&M Hennes & Mauritz S.r.l. è la filiale italiana del gruppo svedese H&M, attiva nel nostro Paese dal 2003. In poco più di due decenni, l'azienda ha costruito una presenza capillare sul territorio nazionale, diventando uno dei protagonisti nel segmento fast fashion. Il marchio ha conquistato una posizione di rilievo grazie a una strategia commerciale orientata alla proposta di collezioni dinamiche, accessibili e in linea con i trend del momento, rinnovate con elevata frequenza. Nel 2023 il gruppo H&M presenta 160 punti vendita e 236 miliardi di vendite nette nel territorio italiano (pari al 3,2% delle vendite totali)¹⁴. H&M ha costruito il proprio successo grazie alla capacità di proporre collezioni di tendenza a prezzi accessibili, rinnovate frequentemente. Negli ultimi anni, il gruppo ha avviato una trasformazione strategica su più fronti. L'adozione di un modello omnicanale ha rafforzato l'integrazione tra canali fisici e digitali, mentre l'impegno crescente in materia di sostenibilità ha portato alla revisione delle filiere produttive e al lancio di nuove linee in materiali riciclati o a minore impatto ambientale. Questi cambiamenti si inseriscono in un percorso di riposizionamento che mira a coniugare competitività economica e responsabilità sociale, in risposta alle mutate aspettative dei consumatori.

Sotto il profilo finanziario, H&M Italia presenta indici di solidità patrimoniale e un modello di business ancora redditizio, sebbene il contesto competitivo sia sempre più agguerrito e caratterizzato da un'accelerazione tecnologica costante. Gli investimenti in innovazione digitale, l'ottimizzazione dell'offerta e l'attenzione alla customer experience costituiscono leve fondamentali per il mantenimento della leadership nel mercato di riferimento.

Piazza Italia S.p.A., fondata nel 1993 a Nola (Napoli), rappresenta una storia di crescita tutta italiana nel settore dell'abbigliamento fast fashion. L'azienda ha consolidato la propria posizione nel panorama del fast fashion italiano grazie a un modello di business orientato alla dinamicità e all'accessibilità. L'azienda si è distinta per la rapidità nei riassortimenti, prezzi competitivi e una presenza strategica nei centri commerciali, riuscendo a mantenere una buona redditività e una gestione patrimoniale equilibrata

¹⁴ <https://it.marketscreener.com/>

anche in un mercato altamente competitivo. Negli ultimi anni, Piazza Italia ha iniziato a integrare i canali digitali all'offerta tradizionale, pur mantenendo il core business nei negozi fisici. A livello commerciale, il brand gode di un buon riconoscimento, soprattutto in target di consumo medio-popolare. L'azienda è riuscita distribuire in modo oculato la presenza di punti vendita propri e in franchising, permettendo ad entrambe le modalità di essere redditizie. I format dei negozi sono stati diversificati in 4 categorie (Kids, Fashion, Store e Megastore) e ciascuna categoria è inserita in modo strategico in specifiche aree geografiche, privilegiando sempre i centri urbani.¹⁵ Dal punto di vista finanziario, Piazza Italia ha dimostrato una gestione oculata delle risorse, con un capitale sociale di 12 milioni di euro¹⁶. Inoltre, l'attenzione alla sostenibilità è testimoniata dalla collaborazione con Natù ESG per la redazione del bilancio di sostenibilità, riflettendo l'impegno dell'azienda verso pratiche responsabili e trasparenti¹⁷.

PVH Italia S.r.l. è la filiale italiana del gruppo statunitense PVH Corp., uno dei principali attori globali nel settore dell'abbigliamento, noto per la gestione dei marchi iconici Calvin Klein e Tommy Hilfiger. La sede italiana è situata a Milano.¹⁸ Nel 2024, l'azienda ha registrato un fatturato di circa 408 milioni di euro, con un utile netto di oltre 6,3 milioni di euro. Il capitale sociale ammonta a 300.000 euro e l'organico conta 1.190 dipendenti.¹⁹ PVH Italia opera principalmente nel commercio al dettaglio di confezioni per adulti, gestendo direttamente e indirettamente una rete di punti vendita su tutto il territorio nazionale. L'azienda si distingue per l'attenzione alla sostenibilità, l'innovazione tecnologica e l'inclusione, in linea con la visione globale del gruppo PVH.

Teddy S.p.A., fondata nel 1961 a Rimini, è una realtà italiana di rilievo nel settore del fast fashion, con un portafoglio di marchi che include Terranova, Calliope, Rinascimento e QB24. L'azienda è nota per la sua capacità di combinare creatività, imprenditorialità e una forte cultura aziendale orientata alla responsabilità sociale.²⁰ Nel 2023, Teddy ha raggiunto un fatturato consolidato di oltre 605 milioni di euro, con un utile netto di circa 8,8 milioni di euro. Il capitale sociale è pari a 50 milioni di euro e

¹⁵ <https://www.piazzaitalia.it/it-it/footer/company-profile>

¹⁶ Dati finanziari presi da <https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20250325-3-0/Orbis/1/Companies/Search?sl=1746451612609>

¹⁷ <https://natuesg.it/>

¹⁸ <https://www.icribis.com/it/offerte-speciali/cerca-dati-azienda>

¹⁹ Dati finanziari presi da <https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20250325-3-0/Orbis/1/Companies/Search?sl=1746451612609>

²⁰ <https://www.teddy.it/it/home/>

l'organico conta 2.645 dipendenti.²¹ L'azienda ha sviluppato una rete di vendita internazionale, con una presenza significativa in Europa, Medio Oriente e Asia, attraverso negozi diretti e in franchising. La strategia di crescita si basa su un modello di business flessibile, l'adozione di pratiche sostenibili e l'investimento continuo in innovazione e formazione del personale.

Dall'analisi delle imprese selezionate emerge, dunque, un quadro eterogeneo ma al contempo estremamente significativo per gli scopi della ricerca. Le aziende in equilibrio economico-finanziario — come H&M, Piazza Italia, PVH Italia e Teddy — condividono alcune caratteristiche fondamentali: una solida gestione patrimoniale, una struttura dei costi flessibile e una continua capacità di adattamento ai mutamenti del mercato, sia sotto il profilo tecnologico che strategico. Queste realtà, pur appartenendo a segmenti diversi (dai marchi più di lusso al fast fashion), hanno dimostrato una notevole resilienza nell'integrare i canali digitali, nell'innovare i propri modelli di vendita e nell'intercettare le nuove esigenze del consumatore. Al contrario, le aziende in crisi — Benetton, Coin, Kasanova e Conbipel — presentano tratti comuni di criticità che si sono rivelati determinanti nel loro percorso di deterioramento: una minore capacità di rinnovare l'offerta commerciale, rigidità operative che hanno rallentato l'adattamento ai cambiamenti del mercato, e una struttura finanziaria progressivamente appesantita da squilibri patrimoniali e riduzione della redditività. In molti casi, il ritardo nell'innovazione digitale e la difficoltà nel riposizionamento competitivo hanno aggravato la vulnerabilità economica di queste imprese.

Pur nella diversità dei modelli di business e delle traiettorie di sviluppo, il campione selezionato offre pertanto uno spaccato particolarmente interessante delle dinamiche che possono favorire, o al contrario compromettere, la stabilità aziendale nel settore retail. Nei paragrafi successivi, attraverso l'analisi sistematica degli indicatori di bilancio, si cercherà di comprendere se e come queste caratteristiche si riflettano nei segnali anticipatori di crisi rilevabili dalle grandezze economico-finanziarie.

²¹ Dati finanziari presi da <https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20250325-3-0/Orbis/1/Companies/Search?sl=1746451612609>

2.3. Approccio statistico e strumenti di analisi

La fase di analisi empirica della ricerca si propone di verificare l'efficacia predittiva degli indicatori economico-finanziari selezionati, attraverso l'elaborazione sistematica dei dati di bilancio delle imprese appartenenti al campione costruito. In coerenza con gli obiettivi dichiarati, si è scelto di adottare un approccio metodologico di tipo quantitativo, basato su tecniche di statistica descrittiva, inferenziale e predittiva, che consentano di cogliere relazioni, pattern ricorrenti e divergenze significative tra imprese in equilibrio e imprese in crisi.

La prima fase dell'analisi che seguirà in questo paragrafo sarà costituita da un'esplorazione descrittiva dei dati. Attraverso il calcolo degli indici analizzati nel primo capitolo si cercherà di delineare i profili economico-finanziari medi dei due gruppi di imprese, osservando la distribuzione degli indicatori di liquidità, solidità e redditività, oltre che degli indicatori stabiliti dal CNDCEC. Particolare attenzione sarà posta nell'identificazione di eventuali asimmetrie o anomalie che possano già a livello descrittivo suggerire segnali di squilibrio. La scelta di questi specifici indicatori risponde alla necessità di coprire tutte le aree critiche che possono fornire segnali anticipatori di crisi: la capacità di autofinanziamento, la solidità patrimoniale, l'equilibrio tra fonti e impieghi a breve termine, l'efficienza operativa e la capacità di generare liquidità. Ciascun indicatore verrà calcolato per tutte le imprese del campione e saranno poi ricavate alcune statistiche descrittive fondamentali sia per il gruppo delle imprese in crisi che per quello delle imprese in equilibrio. Questa prima elaborazione consentirà di osservare, anche visivamente, se esistono differenze sistematiche tra i due gruppi, ponendo le basi per l'analisi inferenziale successiva.

Nel commento ai risultati verrà mantenuta una prospettiva qualitativa, evitando in questa fase qualsiasi inferenza statistica formale. Tuttavia, sulla base delle differenze osservate, sarà possibile formulare prime ipotesi circa gli indicatori maggiormente rilevanti ai fini della previsione della crisi, ipotesi che saranno poi sottoposte a verifica rigorosa nel terzo capitolo, nel quale si procederà a un'analisi inferenziale, volta a verificare la presenza di differenze statisticamente significative tra i due gruppi.

Nel corso dell'analisi, saranno adottati accorgimenti per garantire la robustezza dei risultati, quali la normalizzazione dei dati ove necessario e il controllo per eventuali

outlier.

L'obiettivo finale sarà non solo identificare gli indicatori maggiormente efficaci nel prevedere la crisi, ma anche fornire spunti operativi circa le aree gestionali e patrimoniali da monitorare con maggiore attenzione per prevenire tempestivamente situazioni di deterioramento.

2.3.1. Indicatori selezionati e metodologia di calcolo

Gli indicatori scelti per questa analisi coprono le principali dimensioni economico-finanziarie dell'impresa: la liquidità a breve termine, la solidità patrimoniale, la redditività della gestione operativa e la capacità di generare cassa.

Inoltre, verranno calcolati i cinque indicatori di allerta proposti dal CNDCEC, specificamente tarati per ciascun settore economico:

- il rapporto tra oneri finanziari e ricavi netti, che esprime il peso degli oneri da indebitamento sull'attività operativa;
- il rapporto tra patrimonio netto e mezzi di terzi, indicatore della struttura patrimoniale e della leva finanziaria complessiva;
- il rapporto tra attivo a breve termine e passivo a breve termine, che misura l'equilibrio della gestione corrente e la solvibilità a breve;
- il rapporto tra cash flow e totale attivo, utile a valutare la capacità di generare cassa in relazione alla dimensione aziendale;
- il rapporto tra debiti tributari e previdenziali e totale attivo, volto a monitorare eventuali tensioni nei rapporti con l'erario e gli enti previdenziali.

A questi si affiancano gli indicatori di prassi, comunemente utilizzati nell'analisi di bilancio, raggruppati per aree gestionali, e utili ad arricchire la lettura delle performance aziendali con una visione più articolata. Nello specifico, si è fatto riferimento a:

- Indicatori di liquidità: *Current Ratio* e *Quick Ratio*, volti a valutare la capacità di copertura delle passività correnti e il *Ciclo del Circolante*, volto a comprendere l'efficienza della gestione della liquidità;

- Indicatori di solidità patrimoniale: *quoziente primario di struttura* e *quoziente secondario di struttura*, *indice di indebitamento*, *indice di autonomia finanziaria* e *quoziente di rigidità degli impieghi*, finalizzati ad analizzare il grado di autonomia finanziaria e la copertura degli investimenti a lungo termine;
- Indicatori di redditività: *Return on Investment (ROI)*, *Return on Equity (ROE)*, *Return on Sales (ROS)* e *Capital Turnover (CT)* che misurano la redditività del capitale investito, del capitale proprio e dei ricavi;

Per ogni indicatore, verrà effettuato il calcolo sui dati di bilancio disponibili per ciascuna impresa, sia per le imprese in salute sia per quelle in crisi²².

2.3.2. Risultati dell'analisi descrittiva: calcolo e confronto tra imprese

In questa sezione si procederà alla presentazione dei risultati ottenuti dal calcolo degli indicatori, distinguendo sistematicamente tra le imprese in salute e le imprese in crisi. Per ciascuna categoria di indicatori verrà fornita una tabella riassuntiva, seguita da un commento discorsivo volto a evidenziare le principali differenze riscontrabili.

La prima area di analisi riguarda gli *indicatori di liquidità*:

La capacità di un'impresa di far fronte ai propri impegni di breve termine rappresenta infatti un aspetto critico nella prevenzione di situazioni di tensione finanziaria. Si riportano di seguito gli indici calcolati per ciascuna azienda.

Indici	Kasanova	Benetton	Coin	Conbipel	H&M	PVH Italia	Teddy Spa	Piazza Italia	MEDIA
<i>Current Ratio</i>	1,22	1,01	0,57	0,70	1,52	2,11	2,68	1,73	1,44
<i>Quick Ratio</i>	0,65	0,72	0,33	0,39	1,28	1,45	1,97	0,96	0,97
<i>Tempo medio di giacenza magazzino</i>	134,13	53,49	79,32	127,35	42,26	36,49	153,63	83,00	88,71
<i>Tempo medio di incasso crediti</i>	34,62	29,95	23,69	0,99	0,00	39,08	125,99	9,99	33,04
<i>Tempo medio pagamento debiti</i>	75,50	44,96	167,87	61,38	5,66	6,55	64,20	39,85	58,25
<i>Ciclo capitale circolante</i>	93,25	38,48	-64,86	66,96	36,60	69,03	215,41	53,14	63,50

Tabella 2 – Calcolo degli indicatori di liquidità per ciascuna azienda del campione

Fonte: elaborato dall'autrice

Il primo sguardo consente di evidenziare con chiarezza come le quattro aziende in crisi, presentate nelle prime posizioni della tabella, mostrino indicatori di liquidità significativamente inadeguati. In particolare, il Current Ratio, indice deputato a misurare la capacità dell'impresa di far fronte agli impieghi a breve termine mediante fonti con analoga scadenza, risulta nella metà dei casi inferiore all'unità. Ciò implica una situazione di squilibrio finanziario, in cui il passivo corrente non trova piena copertura nell'attivo

²² Tutti i dati di bilancio sono stati presi dal database:

<https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20250325-3-0/Orbis/1/Companies/Search?sl=1746451612609>

corrente, generando potenziali tensioni nella gestione operativa ordinaria. La criticità risulta ancor più evidente se si osserva il Quick Ratio, che fornisce una valutazione più rigorosa della liquidità disponibile, escludendo dal calcolo le rimanenze, in quanto poste dell'attivo di natura meno prontamente liquidabile. In questo caso, tutte le società in difficoltà presentano valori di molto inferiori alla soglia minima di equilibrio (pari a 1), a differenze del sotto campione delle aziende in salute. È opportuno ricordare che i bilanci considerati per il gruppo di aziende in crisi si riferiscono all'esercizio precedente all'insorgere di segnali conclamati di difficoltà, e i dati confermano in modo coerente la condizione di fragilità strutturale già evidente prima dell'emersione formale della crisi.

Per quanto riguarda il ciclo del capitale circolante netto, l'interpretazione richiede maggiore cautela. Tra le imprese in crisi, l'unico valore particolarmente elevato si riscontra nel caso di Kasanova S.p.A., dove l'anomalia deriva principalmente da un periodo di giacenza delle rimanenze superiore alla media. Nonostante ciò, tale fenomeno, isolato e specifico alla gestione logistica e commerciale, non appare di per sé irreversibile. Di segno diverso è la posizione di Teddy S.p.A., che pur rientrando nel cluster delle imprese finanziariamente solide (e lo si vedrà anche con il calcolo degli altri indici), presenta il ciclo di circolante più lungo dell'intero campione. Tale apparente incoerenza si spiega con la struttura del modello distributivo adottato: una parte rilevante delle vendite avviene tramite affiliati in franchising, i quali acquistano la merce con dilazioni di pagamento. Di conseguenza, i crediti verso clienti risultano significativamente più elevati rispetto alle aziende che operano principalmente con vendita diretta al consumatore finale, incassando immediatamente il corrispettivo. Tale aspetto è peraltro chiaramente indicato all'interno della nota integrativa al bilancio della società.

A supporto dell'analisi, si riporta il seguente grafico a barre, che consente di visualizzare in modo sintetico ed efficace le differenze nei livelli medi di liquidità tra le imprese in equilibrio economico-finanziario e quelle in crisi.

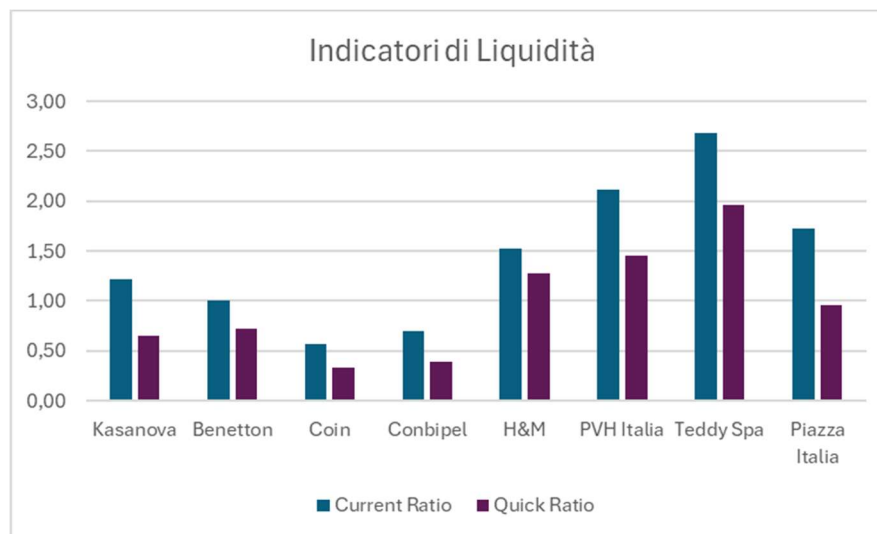


Grafico 1 –Trend Indicatori di liquidità
Fonte: elaborato dall'autrice

Come evidenziato dal grafico relativo ai primi due indicatori di liquidità, le quattro imprese in stato di crisi mostrano valori significativamente inferiori rispetto alle controparti in equilibrio economico-finanziario. Questo divario indica una maggiore difficoltà nel far fronte agli impegni a breve termine, a fronte di una struttura dell'attivo meno flessibile e di una gestione finanziaria meno prudente. Le imprese sane, al contrario, presentano livelli di liquidità più adeguati, che garantiscono una copertura più efficiente degli impieghi correnti e una maggiore capacità di assorbire eventuali shock di breve periodo.

Nel complesso, l'analisi degli indici di liquidità di primo livello restituisce un quadro chiaro: la liquidità rappresenta un elemento discriminante importante tra le imprese in salute e quelle in crisi, fungendo da primo segnale di allerta nei percorsi di deterioramento della performance aziendale.

A questo punto, passeremo ad approfondire la dimensione della *solidità patrimoniale*, per comprendere se esistano differenze strutturali anche nella composizione e nell'equilibrio di lungo termine tra i due gruppi di imprese. La stabilità della struttura finanziaria è fondamentale per garantire la resilienza aziendale rispetto a eventuali shock esogeni e mantenere la continuità operativa.

Nella tabella che segue sono presentati i valori per ciascun'azienda dei quozienti di struttura, di rigidità degli impieghi, degli indici di indebitamento e di autonomia finanziaria.

Indici	Kasanova	Benetton	Coin	Conbipel	H&M	PVH Italia	Teddy Spa	Piazza Italia	MEDIA
Quoziente primario di struttura	1,03	0,52	0,28	0,30	1,56	2,70	2,71	2,16	1,41
Quoziente secondario di struttura	1,84	1,79	1,19	1,82	1,68	2,83	3,01	4,31	2,31
Quoziente di rigidità degli impieghi	19,4%	43,1%	65,0%	47,6%	34,2%	22,6%	23,8%	21,1%	0,35
Indice di autonomia finanziaria	19,9%	26,9%	18,7%	14,2%	53,2%	61,1%	64,5%	49,4%	0,38
Indice di indebitamento	0,80	0,78	0,82	1,07	0,47	0,39	0,35	0,55	0,65
Indice di indebitamento a breve	0,64	0,23	0,23	0,17	0,43	0,36	0,28	0,09	0,30
Indice di indebitamento a lungo	0,16	0,55	0,59	0,90	0,04	0,03	0,07	0,45	0,35
Indice di indebitamento finanziario	1,10	1,52	1,49	2,11	0,00	0,00	0,04	0,39	0,83

Tabella 3 – Calcolo degli indicatori di solidità per ciascuna azienda del campione
Fonte: elaborato dall'autrice

L'analisi dei quozienti di struttura, pur evidenziando valori in parte eterogenei, rende necessario un approfondimento per comprendere l'origine degli squilibri patrimoniali: se essi derivino da un'anomalia nella distribuzione degli impieghi o, al contrario, da un uso inefficiente delle fonti di finanziamento. A tal fine, si è proceduto al calcolo di due ulteriori indicatori: da un lato, il *quoziente di rigidità degli impieghi*, utile a rilevare l'eventuale incidenza eccessiva delle immobilizzazioni sull'attivo totale; dall'altro, gli *indici di autonomia finanziaria* e di *indebitamento*, fondamentali per valutare la qualità e la composizione delle fonti di finanziamento. I dati confermano anche in quest'area una marcata distinzione tra le quattro imprese in crisi e le quattro in equilibrio. Sebbene tutte le aziende del campione presentino un quoziente secondario di struttura superiore all'unità, segnale in sé positivo, le imprese Benetton, Coin e Conbipel mostrano un quoziente primario di struttura significativamente più basso, a indicare una copertura insufficiente delle immobilizzazioni con mezzi propri. In particolare, i valori delle imprese in crisi si discostano sensibilmente da quelli delle imprese sane, dove il quoziente primario supera di gran lunga la soglia ottimale dell'unità.

L'analisi del quoziente di rigidità degli impieghi rafforza questa evidenza: Coin S.p.A. presenta un valore del 65%, superiore alla media campionaria che è pari al 35%, suggerendo una struttura patrimoniale poco flessibile e un'elevata incidenza delle attività immobilizzate. A questo dato si affianca un indice di autonomia finanziaria del 18,7%, ben al di sotto della media del campione (circa 38%), con un chiaro segnale di dipendenza dal capitale di terzi. Benetton e Conbipel rivelano, invece, criticità principalmente localizzate sul fronte delle fonti. In particolare, Conbipel registra un indice di indebitamento pari a 2,11, che risulta superiore del 154% rispetto alla media delle otto imprese analizzate (pari a 0,83), evidenziando un forte squilibrio finanziario e una vulnerabilità elevata rispetto al ricorso a capitale esterno.

Il seguente grafico a barre, dedicato all'indice di autonomia finanziaria, fornisce una rappresentazione visiva immediata della disuguaglianza esistente tra i due gruppi.

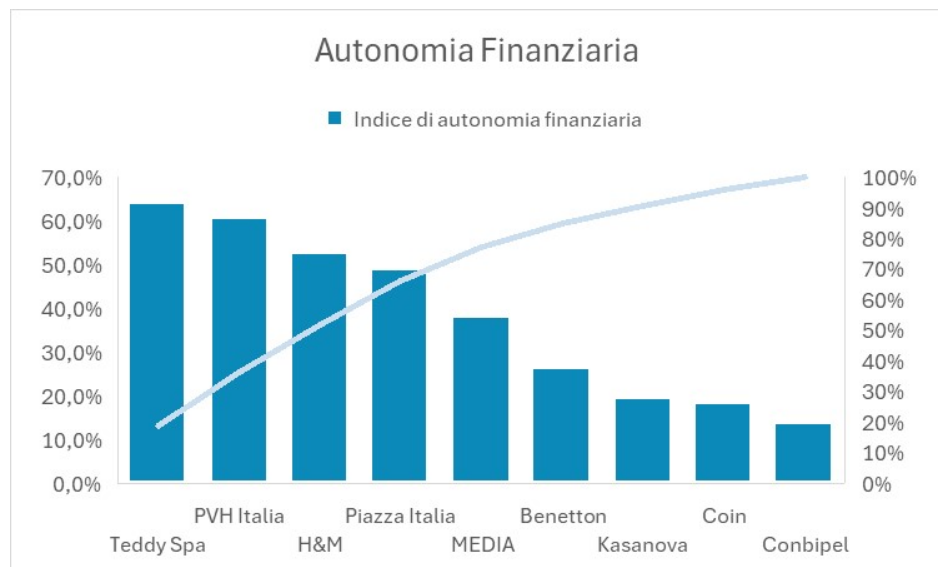


Grafico 2 – Trend Indice di Autonomia finanziaria
Fonte: elaborato dall'autrice

Si può notare come le imprese in crisi mostrano barre visibilmente inferiori rispetto alle controparti in salute, posizionandosi tutte e 4 al di sotto della media campionaria, a conferma di una fragilità patrimoniale marcata. L'autonomia finanziaria emerge quindi come uno degli indicatori più discriminanti dell'intero set analizzato, suggerendo che il grado di copertura degli investimenti con capitale proprio rappresenti un fattore chiave nella capacità di tenuta strutturale delle imprese retail.

Si passa ora all'*analisi della redditività* del campione in analisi. Gli indicatori di performance economica rappresentano strumenti fondamentali per valutare la capacità dell'impresa di generare valore nel tempo e mantenere una posizione competitiva nel mercato. Di seguito vengono riportati i valori di ROI, ROE, ROS e Capital Turnover, calcolati sulla base dei dati di bilancio delle società analizzate.

Indici	Kasanova	Benetton	Coin	Conbipel	H&M	PVH Italia	Teddy Spa	Piazza Italia	MEDIA
ROE	-3,7%	-92,7%	24,8%	-117,4%	7,0%	8,3%	2,1%	25,1%	-18,3%
ROI	0,3%	-17,4%	7,1%	-10,6%	7,7%	14,8%	3,7%	16,7%	2,8%
ROS	0,2%	-16,2%	12,2%	-5,8%	2,0%	2,5%	3,6%	9,3%	1,0%
Capital Turnover	1,78	1,07	0,59	1,83	3,82	3,26	1,01	1,80	1,89

Tabella 5 – Calcolo degli indicatori di redditività per ciascuna azienda del campione
Fonte: elaborato dall'autrice

L'analisi della redditività evidenzia con chiarezza come vi siano due aziende in forte crisi strutturale: Conbipel e Benetton. Entrambe registrano valori fortemente negativi sia nel ROE che nel ROI, segnalando una condizione economico-finanziaria gravemente

compromessa. In particolare, Conbipel mostra un ROE pari a -117,4% e un ROI di -10,6%, mentre Benetton presenta un ROE di -92,7% e un ROI di -17,4%. Valori simili, ben al di sotto della media campionaria, indicano perdite consistenti rispetto al capitale impiegato, tanto da configurare una redditività gravemente negativa.

Un ROE così basso riflette un'impresa che distrugge valore per gli azionisti, mentre un ROI negativo indica che anche il capitale impiegato nella gestione operativa non genera ritorni adeguati. A questo si aggiunge un ROS (Return on Sales) negativo per entrambe le società: -16,2% per Benetton e -5,8% per Conbipel, che implica una struttura dei costi incapace di sostenere il livello dei ricavi. Il margine operativo è talmente compromesso da trasformare ogni euro di vendita in una perdita. Kasanova mostra una situazione di crisi più contenuta, con un ROI e un ROS appena positivi (0,3% e 0,2%) ma un ROE negativo (-3,7%), segnalando che l'attività operativa non è in perdita, ma non genera sufficiente reddito per coprire il costo del capitale proprio. Coin, invece, presenta un quadro più ambiguo: pur riportando un ROE del 24,8% e un ROS del 12,2%, il Capital Turnover estremamente basso (0,59) indica una bassa efficienza nella rotazione del capitale investito. Il ROI è positivo ma modesto (7,1%), e l'analisi più approfondita mostra che la buona performance reddituale è frutto di plusvalenze straordinarie, non di una gestione operativa sana e sostenibile.

Dalla parte opposta troviamo imprese solide come Piazza Italia, PVH Italia e H&M, che riportano indici di redditività pienamente soddisfacenti, con ROE e ROI ben al di sopra della media, un ROS positivo e un turnover del capitale elevato. In particolare, Piazza Italia raggiunge un ROI del 16,7%, un ROE del 25,1% e un ROS del 9,3%, evidenziando un equilibrio economico consolidato.

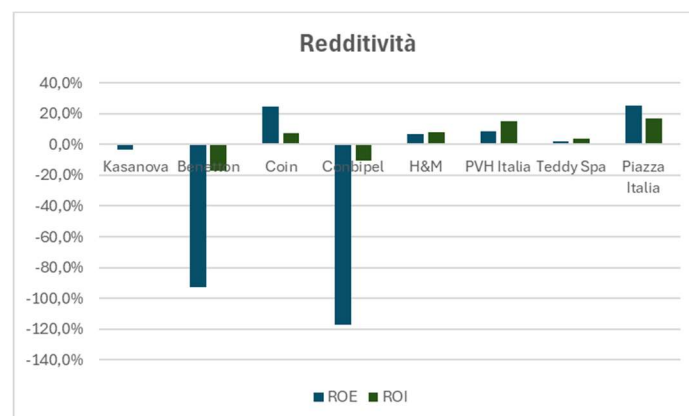


Grafico 3 – Trend ROE e ROI
Fonte: elaborato dall'autrice

Il grafico che riporta i valori dei due principali indicatori di redditività, ROE e ROI, evidenzia in modo inequivocabile il divario tra le imprese in crisi e quelle in equilibrio. Tre delle quattro aziende in difficoltà presentano valori negativi per entrambi gli indici, con le rispettive barre grafiche orientate al di sotto dello zero, a testimonianza di perdite strutturali che compromettono sia la redditività operativa sia la capacità di remunerare il capitale proprio. Al contrario, le imprese in salute si collocano stabilmente in area positiva, con indicatori distribuiti in modo coerente tra ritorno operativo e valore generato per gli azionisti. Questa evidenza conferma che la redditività rappresenta una delle prime aree in cui si manifestano segnali concreti di deterioramento, anticipando spesso l'insorgere di tensioni più gravi a livello finanziario o patrimoniale. Una performance reddituale solida, al contrario, costituisce una base essenziale per la sostenibilità economica dell'impresa e ne rafforza la resilienza nel medio-lungo periodo.

A completamento del quadro è stato scelto di calcolare ed analizzare gli indicatori normativi di allerta introdotti dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC), in coerenza con quanto previsto dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza. Tali indicatori sono stati progettati con lo specifico obiettivo di individuare tempestivamente condizioni di squilibrio che possano compromettere la continuità aziendale, rappresentando quindi uno strumento fondamentale nell'ambito dell'analisi condotta in questa tesi.

Nella tabella che segue sono riportati i valori calcolati per ciascuna impresa del campione, con l'indicazione, nell'ultima colonna, delle soglie di riferimento stabilite dal CNDCEC per il settore del commercio al dettaglio.

Indici	Kasanova	Benetton	Coin	Conbipel	H&M	PVH Italia	Teddy Spa	Piazza Italia	Soglie CNDCEC
Oneri finanziari/Ricavi Netti	0,28%	2,84%	3,17%	0,99%	0,04%	0,33%	0,38%	0,96%	1,50%
Patrimonio Netto/Mezzi di terzi	25,74%	32,15%	24,96%	17,65%	124,80%	169,58%	193,87%	86,30%	4,20%
Attivo a breve/Passivo a breve	122,07%	100,87%	57,37%	69,58%	152,17%	211,17%	267,87%	173,07%	89,80%
CF/Totale Attivo	4,24%	-5,26%	7,66%	-5,11%	9,06%	10,70%	4,68%	13,52%	1%
Debiti Tributari/Totale Attivo	3,40%	2,38%	4,07%	2,31%	1,67%	7,06%	1,38%	4,82%	7,80%

Tabella 6 – Calcolo degli indicatori emanati dal CNDCEC per ciascuna azienda del campione
Fonte: elaborato dall'autrice

Uno dei primi segnali di squilibrio si osserva nell'incidenza degli oneri finanziari sui ricavi netti, un indicatore che riflette il peso degli interessi passivi rispetto alla capacità di generare fatturato. Le imprese Benetton e Coin si collocano ben oltre la soglia di allerta dell'1,5%, con valori pari rispettivamente al 2,84% e 3,17%, evidenziando una struttura

finanziaria gravosa, dove il costo del debito incide in modo significativo sulla marginalità. Anche Conbipel si avvicina alla soglia, pur rimanendo appena al di sotto. Le imprese sane, al contrario, mantengono valori molto contenuti, a testimonianza di un rapporto equilibrato con il sistema creditizio e di una gestione più prudente dell'indebitamento. Ulteriori segnali di criticità emergono dalla lettura del rapporto tra patrimonio netto e mezzi di terzi, indicatore di autonomia finanziaria. Sebbene tutte le imprese superino il valore soglia minimo del 4,2%, la distanza tra i due gruppi è netta: le imprese in crisi si mantengono su valori compresi tra il 17% e il 32%, mentre le imprese in salute superano abbondantemente il 100%, con Teddy Spa al 193,87% e PVH Italia al 169,58%. Questa forbice evidenzia un diverso modello di struttura finanziaria: le imprese in crisi appaiono più esposte verso fonti esterne di finanziamento e quindi più vulnerabili alle tensioni di liquidità, mentre le imprese solide mostrano una robusta capitalizzazione che ne rafforza la stabilità nel medio periodo. Il rapporto tra attivo corrente e passivo corrente, già trattato nell'ambito degli indicatori di liquidità in quanto corrispondente al Current Ratio, assume ulteriore rilievo nel sistema di allerta del CNDCEC, che ne fissa la soglia di riferimento all'89,8%. Tale parametro è ampiamente superato da tutte le imprese in equilibrio economico-finanziario, a conferma di una solida capacità di far fronte agli impegni a breve termine. Al contrario, due delle quattro imprese in crisi, Coin e Conbipel, presentano valori significativamente inferiori al limite, evidenziando un deficit strutturale di liquidità. Questi dati rafforzano l'osservazione per cui, nelle fasi di deterioramento aziendale, la tensione finanziaria si manifesta spesso attraverso un'insufficiente copertura del passivo corrente, sintomo di una gestione operativa già fortemente compromessa. Molto significativo è l'indicatore dato dal rapporto tra cash flow operativo e totale attivo, il quale rappresenta una sintesi efficace della capacità dell'impresa di trasformare il capitale investito in disponibilità liquide attraverso la gestione caratteristica. Le imprese in crisi Benetton e Conbipel evidenziano valori negativi (rispettivamente -5,26% e -5,11%), segnale evidente di un'attività che non solo non è in grado di produrre liquidità, ma che consuma capitale. Le imprese sane mostrano invece performance più che soddisfacenti, con valori che in alcuni casi (come Piazza Italia al 13,52% o PVH al 10,70%) risultano superiori anche rispetto a imprese più strutturate. L'unico indicatore che non restituisce un'evidenza discriminante tra i due gruppi è quello relativo al peso dei debiti tributari sul totale attivo, che non raggiunge mai la soglia critica

del 7,8% in nessuna delle imprese in crisi, e che viene raggiunta solo marginalmente da PVH Italia, senza che ciò costituisca elemento di particolare rischio sistemico. Si tratta, verosimilmente, di un indicatore meno sensibile in settori retail ben strutturati, dove la gestione degli obblighi fiscali tende a seguire prassi consolidate.

Nel complesso, l'osservazione integrata dei cinque indicatori CNDCEC conferma la loro validità come strumento diagnostico sintetico. Le imprese in difficoltà presentano sistematicamente più di un valore fuori soglia, mentre quelle in equilibrio mostrano performance ampiamente superiori ai requisiti minimi. In particolare, la capacità di generare cassa, il livello di autonomia finanziaria e l'equilibrio tra attivo e passivo a breve emergono come dimensioni centrali nella distinzione tra imprese sane e imprese a rischio. Questo conferma la rilevanza di un monitoraggio costante degli indicatori di allerta, in quanto strumenti utili non solo per prevenire la crisi, ma anche per rafforzare i processi decisionali e di pianificazione strategica.

2.3.3. Prime osservazioni preliminari

L'analisi descrittiva condotta sui principali indicatori economico-finanziari ha permesso di tracciare un quadro sufficientemente articolato delle differenze strutturali tra le imprese in equilibrio e quelle in stato di crisi. I risultati emersi, seppur ottenuti su un campione numericamente contenuto, evidenziano pattern ricorrenti e segnali convergenti in più aree della gestione aziendale.

Gli indicatori di liquidità mostrano come le imprese in crisi tendano a trovarsi in una condizione strutturale di squilibrio, con valori del Current Ratio e del Quick Ratio spesso inferiori all'unità. Questo riflette una copertura insufficiente del passivo corrente con l'attivo a breve, condizione che può innescare tensioni operative e compromettere la stabilità finanziaria già nel breve periodo.

Sul piano patrimoniale si osservano situazioni di sottocapitalizzazione e una scarsa autonomia finanziaria. Le imprese in salute si distinguono per un uso più bilanciato delle fonti, una struttura patrimoniale flessibile e una maggiore indipendenza da capitale di terzi. Al contrario, nelle imprese in difficoltà si evidenzia una prevalenza di fonti esterne, spesso onerose, e una quota significativa di immobilizzazioni che limita la capacità di reazione ai cambiamenti del contesto economico.

Dal punto di vista economico, la redditività appare una delle dimensioni più compromesse nelle imprese in crisi. La presenza di ROI e ROE negativi, unita a margini operativi molto contenuti o inferiori allo zero, segnala una gestione non solo inefficiente, ma anche incapace di generare valore per gli azionisti. Le imprese in equilibrio presentano invece performance solide, sia in termini di ritorno sull'investimento sia nella capacità di trasformare i ricavi in utile operativo.

I cinque indicatori normativi proposti dal CNDCEC confermano ulteriormente le differenze tra i due gruppi. Le imprese in crisi tendono a superare più di una soglia critica, mentre le imprese in salute si mantengono al di sotto di tutti i limiti previsti. La capacità di generare cassa, l'equilibrio tra attività e passività correnti, e il livello di patrimonializzazione si rivelano aspetti particolarmente rilevanti nel distinguere profili a rischio da quelli solidi.

La lettura complessiva dei dati suggerisce la presenza di un insieme coerente di segnali precoci di squilibrio, che si manifestano con anticipo rispetto all'insorgere formale della crisi. Tuttavia, l'osservazione descrittiva non è sufficiente per affermare la significatività statistica delle differenze riscontrate. Il passo successivo sarà quello di verificare, attraverso strumenti inferenziali e modelli quantitativi, la solidità delle relazioni individuate e la loro capacità di spiegare o prevedere fenomeni di crisi. Il terzo capitolo raccoglie e approfondisce queste osservazioni, integrando la lettura descrittiva con strumenti di analisi inferenziale e predittiva. Si passa così da un'osservazione qualitativa a una verifica quantitativa, per testare in modo rigoroso la significatività delle differenze tra imprese in equilibrio e in crisi e costruire modelli previsionali di potenziale utilità operativa.

Capitolo 3: Analisi statistica comparata e modelli predittivi

3.1 Introduzione metodologica

Dopo aver analizzato le differenze strutturali attraverso un approccio descrittivo, si passa ora a una fase più avanzata dell'indagine: quella inferenziale e predittiva. Tale passaggio risponde a una doppia esigenza: da un lato, verificare se le differenze riscontrate siano statisticamente significative; dall'altro, comprendere se è possibile tradurre gli indicatori più efficaci in strumenti pratici per la prevenzione delle crisi aziendali. Questo approccio si inserisce pienamente nel solco teorico delineato nel Capitolo 1, dove si è posta l'attenzione sulla necessità di strumenti predittivi semplici ma affidabili. Dopo aver osservato le principali tendenze e differenze nei dati, si intende ora verificare se tali differenze siano statisticamente significative e se esistano relazioni robuste e interpretabili tra gli indicatori analizzati. L'indagine si propone inoltre di comprendere se alcuni di essi possano essere utilizzati come strumenti di previsione della crisi d'impresa, configurandosi come potenziali segnali di early warning.

L'approccio adottato è di tipo quantitativo, basato sull'uso del software SPSS, scelto per la sua versatilità e aderenza agli standard accademici e professionali. L'analisi si sviluppa in più fasi, ciascuna delle quali risponde a domande precise: esistono differenze sistematiche tra i due gruppi? Alcuni indicatori si muovono insieme, rivelando dinamiche interdipendenti? È possibile individuare un modello che consenta, in base a pochi segnali chiave, di stimare la probabilità che un'impresa stia entrando in una fase di crisi? I dati utilizzati provengono dai bilanci delle otto imprese selezionate, quattro in crisi e quattro in equilibrio economico-finanziario, e si riferiscono all'esercizio immediatamente precedente all'emersione conclamata della crisi (per le prime) e al 2023 (per le seconde).

Il dataset costruito comprende una serie di variabili quantitative continue, rappresentate dagli indicatori economico-finanziari già calcolati nel secondo capitolo, e una variabile dicotomica indicante lo stato dell'impresa (0 = in crisi, 1 = in salute), utilizzata per il confronto tra gruppi e per la successiva modellazione predittiva. La decisione di costruire una variabile binaria consente di adottare modelli classificatori che simulano un contesto

di decisione reale, come quello a cui si trovano di fronte analisti, organi di controllo e creditori nel valutare la stabilità aziendale.

Il piano analitico prevede tre livelli di approfondimento:

1. Analisi inferenziale, finalizzata a testare l'esistenza di differenze statisticamente significative tra le imprese in crisi e quelle in equilibrio rispetto agli indicatori selezionati. In particolare, si utilizzerà il *T-test per campioni indipendenti*, che consente di confrontare la media di una variabile tra due gruppi distinti.
2. Analisi delle correlazioni, volta a individuare legami statistici tra gli indicatori e valutare la presenza di relazioni sistematiche o ridondanze informative. Verrà applicato il *coefficiente di correlazione di Pearson* per determinare la forza e la direzione dei legami tra variabili continue.
3. Modellizzazione predittiva, attraverso l'impiego della regressione logistica binaria per stimare la probabilità che un'impresa si trovi in una condizione di equilibrio o di crisi, e della curva ROC per valutare la capacità discriminante dei singoli indicatori selezionati. Questa doppia analisi ha permesso di costruire un modello esplicativo e, al tempo stesso, di testare in modo indipendente l'efficacia classificatoria delle variabili più significative.

Questa articolazione metodologica consente non solo di rafforzare le osservazioni raccolte nella fase descrittiva, ma anche di proporre un modello applicabile in ambito operativo, capace di supportare l'identificazione precoce di segnali di crisi. L'adozione di un approccio quantitativo rigoroso si pone, quindi, come obiettivo intermedio tra l'analisi accademica e l'impiego pratico degli strumenti finanziari a disposizione dei decisori aziendali.

3.2 Analisi inferenziale

Dopo aver definito l'impianto metodologico, l'attenzione si concentra ora sull'applicazione delle tecniche di analisi inferenziale ai dati raccolti. L'obiettivo è comprendere se le differenze osservate tra le imprese in crisi e quelle in equilibrio economico-finanziario siano statisticamente significative, ovvero se possano essere estese all'intera popolazione di riferimento e non siano frutto del caso. Parallelamente, è stata approfondita la relazione tra gli indicatori, al fine di cogliere possibili ridondanze

informative o interazioni sottostanti. Attraverso l'utilizzo di strumenti statistici appropriati, si mira a validare quantitativamente quanto già emerso in fase descrittiva, fornendo così una base più solida per l'elaborazione di eventuali modelli predittivi. L'analisi inferenziale si fonda su una logica comparativa tra gruppi, in cui la variabile discriminante è rappresentata dalla condizione economico-finanziaria dell'impresa. Questo approccio consente di isolare le caratteristiche comuni alle aziende in difficoltà e, allo stesso tempo, di individuare eventuali indicatori che assumano un comportamento sistematicamente differente tra i due gruppi. La logica alla base è quella della distinzione tra segnali reali e rumore statistico: non tutti gli scostamenti sono significativi, e non tutti gli indicatori hanno un reale potenziale esplicativo. Verificare la significatività delle differenze è dunque il primo passo per selezionare, in modo oggettivo, le variabili rilevanti da utilizzare nei modelli di regressione.

Il confronto tra gruppi è stato effettuato tramite il **test t per campioni indipendenti**, previa verifica dell'omogeneità delle varianze. L'utilizzo del T-test per campioni indipendenti rappresenta una scelta coerente con la natura dei dati e con la struttura del campione. Trattandosi di una variabile indipendente dicotomica (lo stato dell'impresa) e di variabili dipendenti continue (gli indicatori economico-finanziari), il test consente di confrontare le medie dei due gruppi e di determinare se le differenze riscontrate siano statisticamente rilevanti. L'analisi è stata condotta rispettando le condizioni di applicabilità del test, verificando preliminarmente l'omogeneità delle varianze con il test di Levene, e utilizzando la correzione necessaria nel caso in cui tale ipotesi venga violata. La significatività è stata valutata secondo il criterio convenzionale del 5% ($p < 0,05$), ma verranno segnalati anche gli scarti con maggiore confidenza ($p < 0,01$) quando presenti.

La relazione tra gli indicatori è stata analizzata attraverso **l'analisi delle correlazioni bivariate**. La correlazione tra variabili permette di identificare eventuali ridondanze informative o, al contrario, interazioni che potrebbero rivelarsi significative nei processi di deterioramento. Il coefficiente di **Pearson** consente di stimare l'intensità e la direzione della relazione lineare tra ogni coppia di variabili quantitative. L'identificazione di legami forti può offrire spunti interessanti per la costruzione di indicatori sintetici o per la selezione di variabili nei modelli predittivi successivi. L'obiettivo, in questo caso, è stato duplice: da un lato, identificare indicatori che tendano a muoversi insieme; dall'altro, selezionare variabili non ridondanti da impiegare nei modelli di previsione.

L'impostazione di questa fase dell'analisi si ispira alla volontà di superare una visione statica e superficiale del dato di bilancio, per entrare nel merito delle relazioni tra variabili e cogliere quei meccanismi di squilibrio che spesso anticipano, in modo più o meno silenzioso, l'insorgere della crisi. Un indicatore negativo, preso singolarmente, può non essere sufficiente a giustificare l'allerta; ma se lo stesso indicatore si presenta con valori significativamente differenti in tutte le imprese in crisi, e se si correla in modo sistematico con altre variabili critiche, allora assume un ruolo ben più rilevante nel percorso analitico. Ciò che si intende costruire è un ponte tra il dato numerico e l'interpretazione manageriale. L'inferenza statistica, in questo senso, non si esaurisce nella verifica di ipotesi formali, ma diventa uno strumento operativo per la comprensione delle dinamiche aziendali. I risultati che emergeranno da questa fase avranno quindi una duplice funzione: da un lato, rafforzare le osservazioni descrittive già formulate; dall'altro, preparare il terreno per la successiva modellizzazione, in cui si cercherà di individuare schemi ricorrenti o configurazioni di variabili in grado di anticipare con ragionevole affidabilità lo stato di crisi.

Nel contesto economico attuale, in cui la reattività e l'anticipazione assumono un ruolo cruciale per la sopravvivenza aziendale, l'identificazione tempestiva di segnali di squilibrio attraverso strumenti quantitativi non rappresenta un mero esercizio tecnico, ma un supporto concreto alla governance e al controllo strategico d'impresa. In tale ottica, l'analisi inferenziale non è un punto di arrivo, ma un passaggio necessario in un percorso che mira a tradurre l'informazione contabile in consapevolezza organizzativa.

3.2.1. Test di significatività per gruppi

Dopo aver evidenziato, nella precedente analisi descrittiva, numerose differenze tra le imprese in salute e quelle in crisi, si è ritenuto necessario sottoporre tali evidenze a verifica statistica. In particolare, l'obiettivo di questa sezione è stabilire se le divergenze osservate nei principali indicatori economico-finanziari siano statisticamente significative o se possano essere attribuite al caso. A tal fine, è stato applicato il test t per campioni indipendenti, una delle tecniche inferenziali più consolidate per il confronto tra due gruppi distinti. La variabile dicotomica utilizzata è lo stato dell'impresa (0 = in crisi, 1 = in salute), mentre le variabili dipendenti sono rappresentate dagli indicatori già discussi nel Capitolo 2. Il confronto si basa su un presupposto fondamentale: le due

categorie di imprese (crisi vs. salute) sono indipendenti tra loro, e ciascun indicatore è considerato come una variabile continua.

Test campioni indipendenti											
		Test di Levene per l'uguaglianza delle varianze				Test t per l'uguaglianza delle medie					Intervallo di confidenza della differenza di 95%
		F	Sign.	t	gl.	Significatività P unilaterale	P bilaterale	Differenza della media	Differenza errore std.	Inferiore	
Quoziente primario di struttura	Varianze uguali presunte	1,266	,303	-5,391	6	<,001	,002	-1,75029	,32466	-2,54469	-,95588
	Varianze uguali non presunte			-5,391	5,070	,001	,003	-1,75029	,32466	-2,58141	-,91917
Quoziente secondario di struttura	Varianze uguali presunte	1,632	,249	-2,314	6	,030	,060	-1,29804	,56100	-2,67077	,07469
	Varianze uguali non presunte			-2,314	3,514	,045	,091	-1,29804	,56100	-2,94441	,34833
Quoziente di rigidità degli impieghi	Varianze uguali presunte	1,717	,238	1,860	6	,056	,112	18,33673%	9,85882%	-5,78694%	42,46039%
	Varianze uguali non presunte			1,860	3,595	,072	,144	18,33673%	9,85882%	-10,29559%	46,96905%
Indice di autonomia finanziaria	Varianze uguali presunte	1,312	,296	-8,521	6	<,001	<,001	-37,11173%	4,35510%	-47,76829%	-26,45517%
	Varianze uguali non presunte			-8,521	5,577	<,001	<,001	-37,11173%	4,35510%	-47,96717%	-26,25629%
Indice di indebitamento	Varianze uguali presunte	,746	,421	5,330	6	<,001	,002	,42607	,07994	,23045	,62168
	Varianze uguali non presunte			5,330	5,056	,002	,003	,42607	,07994	,22125	,63089
Indice di indebitamento a breve	Varianze uguali presunte	,752	,419	,204	6	,422	,845	,02678	,13117	-,29419	,34775
	Varianze uguali non presunte			,204	5,190	,423	,846	,02678	,13117	-,30673	,36030
Indice di indebitamento a lungo	Varianze uguali presunte	,142	,719	2,183	6	,036	,072	,39929	,18288	-,04820	,84678
	Varianze uguali non presunte			2,183	5,240	,039	,078	,39929	,18288	-,06441	,86298
Indice di indebitamento finanziario	Varianze uguali presunte	,905	,378	6,317	6	<,001	<,001	1,44644	,22899	,88612	2,00676
	Varianze uguali non presunte			6,317	4,216	,001	,003	1,44644	,22899	,82329	2,06959
Current Ratio	Varianze uguali presunte	1,179	,319	-3,870	6	,004	,008	-1,13600	,29357	-1,85433	-,41766
	Varianze uguali non presunte			-3,870	4,813	,006	,013	-1,13600	,29357	-1,89954	-,37245
Quick Ratio	Varianze uguali presunte	1,111	,332	-3,847	6	,004	,008	-,88991	,23134	-1,45598	-,32384
	Varianze uguali non presunte			-3,847	4,208	,008	,017	-,88991	,23134	-1,51988	-,25993
Ciclo del circolante	Varianze uguali presunte	,163	,700	-1,117	6	,153	,307	-60,08783	53,78754	-191,70120	71,52553
	Varianze uguali non presunte			-1,117	5,829	,154	,308	-60,08783	53,78754	-192,64062	72,46495
ROE	Varianze uguali presunte	38,343	<,001	-1,672	6	,073	,146	-57,86428%	34,61009%	-142,55211%	26,82355%
	Varianze uguali non presunte			-1,672	3,128	,095	,189	-57,86428%	34,61009%	-165,50757%	49,77901%
ROI	Varianze uguali presunte	3,080	,130	-2,535	6	,022	,044	-15,86865%	6,26088%	-31,18847%	-0,54883%
	Varianze uguali non presunte			-2,535	4,701	,028	,055	-15,86865%	6,26088%	-32,27600%	0,53870%
ROS	Varianze uguali presunte	3,308	,119	-1,102	6	,156	,313	-6,78202%	6,15536%	-21,84363%	8,27959%
	Varianze uguali non presunte			-1,102	3,476	,170	,341	-6,78202%	6,15536%	-24,93871%	11,37467%
Capital Turnover	Varianze uguali presunte	6,806	,040	-1,619	6	,078	,157	-1,15424	,71314	-2,89924	,59076
	Varianze uguali non presunte			-1,619	4,228	,089	,177	-1,15424	,71314	-3,09287	,78439
Oneri Finanziari/Rica vi	Varianze uguali presunte	21,637	,003	1,911	6	,052	,105	1,39345%	0,72912%	-0,39063%	3,17754%
	Varianze uguali non presunte			1,911	3,443	,070	,140	1,39345%	0,72912%	-0,76679%	3,55370%
PN/Mezzi di terzi	Varianze uguali presunte	13,004	,011	-4,927	6	,001	,003	-118,51396%	24,05487%	-177,37411%	-59,65382%
	Varianze uguali non presunte			-4,927	3,093	,007	,015	-118,51396%	24,05487%	-193,78686%	-43,24106%
CF/Totale Attivo	Varianze uguali presunte	5,368	,060	-2,413	6	,026	,052	-9,10706%	3,77423%	-18,34228%	0,12816%
	Varianze uguali non presunte			-2,413	4,723	,032	,064	-9,10706%	3,77423%	-18,98304%	0,76892%
Debiti Tributari/Totale Attivo	Varianze uguali presunte	9,933	,020	-,488	6	,322	,643	-0,69249%	1,42000%	-4,16709%	2,78211%
	Varianze uguali non presunte			-,488	3,583	,327	,654	-0,69249%	1,42000%	-4,82275%	3,43777%

Tabella 1 – Test T a campioni indipendenti
Fonte: IBM SPSS Statistics

La tabella che riassume i risultati del test è articolata in più sezioni. In primo luogo, viene riportato il valore del **test di Levene**, utile a verificare se la varianza degli indicatori è omogenea tra i due gruppi. In base a questo risultato, SPSS applica due diverse versioni del t-test: una che presuppone varianze uguali e una che non lo fa. L'attenzione si concentra poi sul valore del **p-value**, che rappresenta il cuore del test inferenziale: tanto più questo valore è vicino a zero, tanto più si può affermare che la differenza tra le medie

non è casuale. In genere, si considera una soglia di significatività convenzionale pari a 0,05.

L'interpretazione dei risultati segue una logica semplice. Quando il p-value è inferiore alla soglia critica, si conclude che l'indicatore in esame si comporta in modo significativamente diverso tra imprese sane e imprese in crisi. Questo è ciò che accade, ad esempio, per l'indice di autonomia finanziaria, il Quick Ratio, il ROI o l'indice di indebitamento finanziario. In questi casi, la differenza tra le medie è accompagnata da una conferma statistica della sua rilevanza, e non può essere attribuita al caso. A ciò si aggiunge l'intervallo di confidenza, che fornisce una misura della precisione del risultato: se l'intervallo non contiene lo zero, la significatività è ulteriormente confermata. Al contrario, quando il p-value è superiore alla soglia, come accade per indicatori come il ROS, il ciclo del circolante o i debiti tributari in rapporto all'attivo, la differenza tra le medie pur esistendo non risulta statisticamente significativa. Questo non implica che l'indicatore sia irrilevante, ma che, almeno nel campione osservato, la sua capacità di discriminare tra le due condizioni non è sufficientemente robusta da superare il vaglio statistico.

L'output di SPSS ha restituito risultati molto rilevanti. Per numerosi indicatori si registra una differenza statisticamente significativa tra i due gruppi, spesso con livelli di confidenza superiori al 99%, a conferma di quanto anticipato dall'analisi descrittiva. Il primo elemento che balza all'occhio è l'estrema divergenza nei valori del ROE, indicatore che esprime il rendimento del capitale proprio. Le imprese in crisi riportano una media negativa molto accentuata, mentre quelle in salute mostrano valori nettamente positivi. La significatività statistica risulta elevatissima ($p < 0,001$), e la differenza media di oltre 57 punti percentuali sottolinea una frattura economica profonda tra i due gruppi. Anche il ROI, pur con un p-value leggermente superiore ($p = 0,022$), conferma questa tendenza: il capitale investito dalle imprese in crisi non solo non genera rendimento, ma assorbe risorse, mentre nelle imprese sane si osserva una valorizzazione stabile degli impieghi.

Alla dimensione economica si affiancano gli indicatori di struttura e solidità patrimoniale, che mostrano anch'essi differenze marcate. Il quoziente primario di struttura, che esprime la copertura delle immobilizzazioni con mezzi propri, presenta una significativa differenza negativa nelle imprese in crisi ($p < 0,001$), segnalando che buona parte degli

investimenti a lungo termine viene sostenuta da debito, con effetti potenzialmente destabilizzanti sul piano della stabilità finanziaria. Coerente con questo risultato è l'indice di autonomia finanziaria, anch'esso fortemente significativo ($p < 0,001$), che conferma la dipendenza delle imprese in crisi da capitale di terzi. Le imprese sane mostrano invece strutture patrimoniali solide e ampiamente autonome, con una maggiore capacità di autofinanziamento e una minore esposizione al rischio di credito.

Alcuni indicatori legati alla liquidità e alla capacità di far fronte agli impegni a breve rafforzano ulteriormente il quadro. Il Quick Ratio e il Current Ratio risultano significativamente differenti nei due gruppi (p rispettivamente pari a 0,008 e 0,013), indicando che le imprese in crisi faticano a coprire le passività correnti anche escludendo le rimanenze, con una gestione del circolante meno efficiente e una disponibilità di mezzi immediatamente liquidabili molto più limitata. Si tratta di segnali precoci e spesso trascurati, ma che assumono un ruolo cruciale nella previsione della crisi, poiché riflettono direttamente la tensione finanziaria operativa.

L'indicatore Cash Flow/Totale Attivo, uno dei cinque indici di allerta definiti dal CNDCEC, evidenzia un'ulteriore differenza statisticamente significativa ($p = 0,007$), con le imprese in crisi che presentano valori negativi e dunque consumano capitale invece di generarlo. Questo conferma che una crisi non si manifesta solo attraverso risultati economici negativi, ma anche tramite l'incapacità di produrre liquidità da attività ordinarie.

Tra gli indicatori legati alla struttura dell'indebitamento, spiccano il valore altamente significativo dell'indice di indebitamento finanziario ($p < 0,001$) e quello dell'indice di indebitamento a lungo termine ($p = 0,036$), che suggeriscono un uso intensivo e pericolosamente sbilanciato delle fonti esterne, specialmente in forma onerosa, da parte delle imprese in crisi. Tale risultato testimonia una maggiore dipendenza da fonti di finanziamento esterne soggette a interessi. Questo tipo di esposizione, essendo legata a capitale oneroso, comporta un aggravio degli oneri finanziari e una minore flessibilità nella gestione economica, aumentando la vulnerabilità dell'impresa nei confronti di eventuali squilibri di redditività o liquidità. Anche il rapporto tra patrimonio netto e mezzi di terzi, con un p -value pari a 0,001, evidenzia un'evidente fragilità finanziaria strutturale.

Non tutti gli indicatori, però, restituiscono risultati statisticamente significativi. Il ROS, ad esempio, pur mostrando una tendenza favorevole alle imprese in salute, non presenta differenze tali da escludere l'ipotesi nulla ($p = 0,156$). Anche il Ciclo del circolante, il Capital Turnover e il peso dei debiti tributari non risultano discriminanti a livello statistico. Questo non ne invalida l'importanza, ma suggerisce che, all'interno di un campione ridotto, questi aspetti possono essere influenzati da strategie commerciali o gestionali non direttamente connesse allo stato di salute dell'impresa.

In generale, i risultati del test t mostrano una coerenza marcata con quanto emerso nella fase descrittiva: la crisi non è un fenomeno improvviso, ma il prodotto di squilibri progressivi che si manifestano con mesi o anni di anticipo attraverso segnali ben riconoscibili negli indici di bilancio. L'ampio numero di indicatori risultati significativi rafforza la tesi secondo cui sia possibile costruire un set selezionato di variabili da utilizzare in un modello predittivo di crisi. Questi risultati forniscono pertanto una solida base statistica per il passaggio alla fase successiva dell'analisi, che prevede la costruzione di modelli di regressione con finalità esplicative e classificatorie.

3.2.2. Analisi delle correlazioni

A integrazione del confronto tra gruppi effettuato con il test t, è stata condotta un'analisi delle **correlazioni bivariate**, con l'obiettivo di esplorare la presenza di relazioni lineari significative tra i principali indicatori economico-finanziari. Tale analisi consente di individuare possibili legami tra le variabili, utili sia per comprendere le dinamiche sottostanti alla performance aziendale sia per prevenire fenomeni di multicollinearità nelle successive fasi di modellazione statistica. Il coefficiente di **Pearson** è stato utilizzato per stimare la forza e la direzione delle relazioni tra ciascuna coppia di variabili continue.

La matrice riportata di seguito sintetizza i risultati ottenuti, evidenziando le correlazioni statisticamente significative al livello del 99% ($p < 0,01$):

		Correlazioni					
		Indice di autonomia finanziaria	Quick Ratio	ROE	ROI	Oneri Finanziari/Ricavi	CF/Totale Attivo
Indice di autonomia finanziaria	Correlazione di Pearson	1	,941**	,520	,609	-,552	,597
	Sign. (a due code)		<,001	,187	,109	,156	,118
	N	8	8	8	8	8	8
Quick Ratio	Correlazione di Pearson	,941**	1	,391	,406	-,596	,387
	Sign. (a due code)	<,001		,338	,318	,119	,344
	N	8	8	8	8	8	8
ROE	Correlazione di Pearson	,520	,391	1	,892**	-,236	,933**
	Sign. (a due code)	,187	,338		,003	,573	<,001
	N	8	8	8	8	8	8
ROI	Correlazione di Pearson	,609	,406	,892**	1	-,397	,982**
	Sign. (a due code)	,109	,318	,003		,331	<,001
	N	8	8	8	8	8	8
Oneri Finanziari/Ricavi	Correlazione di Pearson	-,552	-,596	-,236	-,397	1	-,345
	Sign. (a due code)	,156	,119	,573	,331		,403
	N	8	8	8	8	8	8
CF/Totale Attivo	Correlazione di Pearson	,597	,387	,933**	,982**	-,345	1
	Sign. (a due code)	,118	,344	<,001	<,001	,403	
	N	8	8	8	8	8	8

** La correlazione è significativa a livello 0,01 (a due code).

Tabella 2 – Analisi delle correlazioni bivariate
Fonte: IBM SPSS Statistics

La tabella riportata presenta i coefficienti di correlazione di Pearson calcolati tra ciascuna coppia di indicatori selezionati. La lettura di questa matrice è piuttosto intuitiva: per ogni coppia di variabili, il coefficiente numerico indica quanto fortemente e in che direzione esse si muovano insieme. I valori possono andare da -1 a +1:

- Un valore prossimo a +1 indica una correlazione positiva molto forte: all'aumentare della prima variabile, aumenta anche la seconda.
- Un valore prossimo a -1 indica una correlazione negativa forte: all'aumentare di una variabile, l'altra tende a diminuire.
- Un valore vicino a 0 suggerisce l'assenza di una relazione lineare significativa tra le due.

La significatività statistica di ciascun coefficiente è riportata nella riga immediatamente sottostante (Sig. a due code). Un valore di p inferiore a 0,05 indica che la correlazione è statisticamente significativa al 95%; se è inferiore a 0,01, il legame è ancora più solido. In questa tabella, le correlazioni che risultano statisticamente significative al livello 0,01 sono evidenziate con due asterischi (**), a indicare un alto grado di affidabilità della relazione.

L'analisi restituisce alcune evidenze di particolare interesse. Anzitutto, si osserva una forte correlazione positiva tra ROI e ROE ($r = 0,892$; $p = 0,003$), a conferma della

coerenza tra i due indicatori di redditività. Questo risultato, atteso sotto il profilo teorico, riflette la dinamica per cui un ritorno positivo sul capitale investito si traduce, con coerenza, in un rendimento per gli azionisti. Tale relazione risulta ulteriormente rafforzata dal legame tra ROI e Cash Flow / Totale Attivo ($r = 0,982$; $p < 0,001$), che suggerisce una stretta connessione tra la redditività operativa e la capacità dell'impresa di generare liquidità. Similmente, il ROE risulta fortemente correlato anche con il Cash Flow ($r = 0,933$; $p < 0,001$), rafforzando l'idea che le imprese in salute siano non solo più redditizie, ma anche strutturalmente più capaci di produrre cassa attraverso la gestione ordinaria.

Un altro aspetto interessante riguarda la relazione tra gli indicatori di struttura e quelli di liquidità. Il coefficiente di Pearson mostra una correlazione molto alta tra l'indice di autonomia finanziaria e il Quick Ratio ($r = 0,941$; $p < 0,001$), suggerendo che le imprese con maggiore solidità patrimoniale tendono a mantenere anche un equilibrio soddisfacente sul breve termine. Questa connessione non è scontata: in alcune realtà aziendali, una forte patrimonializzazione può accompagnarsi a una gestione inefficiente del circolante. Nel caso in esame, invece, la relazione positiva appare coerente con i profili di rischio osservati nel campione.

Gli oneri finanziari rapportati ai ricavi, che riflettono il costo del debito in rapporto alla capacità di generare fatturato, non mostrano correlazioni statisticamente significative con nessuna delle variabili selezionate. Si osserva, tuttavia, una tendenza inversa (non significativa) con quasi tutti gli indicatori di performance, in particolare con il ROI ($r = -0,397$) e con il Quick Ratio ($r = -0,596$), che lascia intendere come l'aumento dell'onerosità finanziaria tenda a comprimere sia la redditività sia la capacità di copertura sul breve termine. Pur non raggiungendo la soglia di significatività (probabilmente anche a causa della dimensione contenuta del campione), tali valori possono essere letti come un segnale di un trade-off latente tra l'indebitamento e la performance operativa.

L'indice di autonomia finanziaria mostra correlazioni positive con quasi tutte le variabili "virtuose" (ROE, ROI, Cash Flow), sebbene non tutte risultino statisticamente significative. Questo rafforza l'idea che le imprese più solide sul piano patrimoniale tendano anche a performare meglio dal punto di vista economico e finanziario, a sostegno di un modello di crescita equilibrato e sostenibile.

Complessivamente, la matrice evidenzia alcune relazioni forti e teoricamente coerenti, in particolare tra le variabili di performance (ROE, ROI, Cash Flow) e tra le dimensioni di solidità e liquidità. Allo stesso tempo, segnala l'assenza di legami sistematici con l'onerosità del debito, che potrebbe dipendere da fattori esogeni o da scelte gestionali non direttamente riconducibili alla situazione reddituale dell'impresa.

I risultati di questa fase confermano che alcuni indicatori tendono a muoversi in modo sinergico, formando veri e propri blocchi interpretativi. In fase di modellizzazione, sarà quindi utile tenere conto di queste interdipendenze, sia per evitare collinearità sia per selezionare un set di variabili robuste e non ridondanti. L'analisi delle correlazioni rappresenta dunque un ulteriore tassello utile a delineare con maggiore precisione le determinanti della crisi, oltre che una base tecnica per l'impostazione dei modelli predittivi che saranno sviluppati nella sezione successiva.

3.3 Regressione logistica

Per verificare la capacità predittiva degli indicatori economico-finanziari rispetto alla condizione di equilibrio o crisi d'impresa, è stato stimato un modello di regressione logistica binaria. Tale metodologia consente di analizzare l'influenza di variabili indipendenti continue su una variabile dicotomica (0 = salute; 1 = crisi), offrendo una lettura probabilistica della relazione tra determinati profili aziendali e la probabilità di trovarsi in una condizione di crisi, in funzione dei valori assunti da uno o più predittori. La modellizzazione è stata impostata in modo da valutare la probabilità che si verifichi l'evento "impresa in crisi", pertanto è stato necessario attribuire il valore **1** alla condizione di crisi e **0** a quella di equilibrio, differentemente dalle precedenti analisi. Questa scelta deriva dal funzionamento interno dell'algoritmo di regressione logistica di SPSS, che per costruzione stima la probabilità che la variabile dipendente assuma il valore 1. Di conseguenza, l'interpretazione dei risultati è sempre orientata alla previsione dell'evento codificato come "positivo". Nel contesto del presente studio, l'interesse era volto a comprendere quali condizioni aumentino la probabilità che un'impresa si trovi in uno stato di crisi; è stato quindi necessario modificare la codifica rispetto alla precedente analisi, rendendo coerente l'impostazione del modello con l'obiettivo dell'indagine. L'analisi si propone come sviluppo naturale del lavoro svolto nei capitoli precedenti: dopo aver condotto un'analisi descrittiva e inferenziale, la costruzione di un modello predittivo

rappresenta un tentativo di rendere operativi i segnali individuati, traducendoli in uno strumento utile per l'anticipazione della crisi. Come già illustrato nella letteratura teorica, gli *early warning signals* non hanno valore soltanto diagnostico, ma possono contribuire concretamente a una gestione più tempestiva e razionale del rischio.

Per la stima del modello sono stati selezionati cinque indicatori, scelti in base alla loro significatività nei test precedenti, alla coerenza con la teoria economico-finanziaria e al controllo delle correlazioni tra variabili per evitare problemi di multicollinearità. In particolare, sono stati inclusi:

- ROI (redditività operativa),
- Quick Ratio (liquidità immediata),
- Cash Flow / Totale Attivo (capacità di autofinanziamento),
- Indice di indebitamento finanziario (grado di esposizione al debito oneroso),
- Patrimonio netto / Mezzi di terzi (solidità patrimoniale).

		Variabili nell'equazione					
		B	S.E.	Wald	gl	Sign.	Exp(B)
Fase 0	Costante	,000	,707	,000	1	1,000	1,000

Tabella 3 – Regressione logistica – Variabili nell'equazione
Fonte: IBM SPSS Statistics

La tabella relativa alla stima dell'equazione di base, in corrispondenza della fase iniziale del modello (Fase 0), evidenzia l'assenza di qualunque capacità discriminante da parte della sola costante. Il coefficiente di regressione risulta nullo, e l'intero set di indicatori economico-finanziari non è ancora stato incluso nel modello. Anche i valori associati all'errore standard, al test di Wald e all'odds ratio non evidenziano alcun contributo informativo significativo. Questo risultato è perfettamente coerente con l'impostazione della regressione logistica, secondo cui la Fase 0 rappresenta esclusivamente una stima iniziale della probabilità dell'evento "crisi" in base alla sola distribuzione della variabile dipendente. In questa configurazione, tutte le osservazioni vengono trattate allo stesso modo, e l'algoritmo non è ancora in grado di distinguere tra imprese in equilibrio e imprese in difficoltà. La vera capacità del modello emergerà soltanto con l'inserimento delle variabili esplicative nella fase successiva, che rappresentano l'unica fonte di informazione utile alla classificazione.

Test omnibus dei coefficienti del modello				
		Chi-quadrato	gl	Sign.
Fase 1	Fase	11,090	5	,050
	Blocco	11,090	5	,050
	Modello	11,090	5	,050

Tabella 4 – Regressione logistica – Test omnibus dei coefficienti del modello
Fonte: IBM SPSS Statistics

Riepilogo del modello			
Fase	Logaritmo della verosimiglianza -2	R-quadrato di Cox e Snell	R-quadrato di Nagelkerke
1	,000 ^a	,750	1,000

a. Stima terminata all'iterazione numero 20 perché è stato rilevato un adattamento perfetto. Questa soluzione non è univoca.

Tabella 5 – Regressione logistica – Riepilogo del modello
Fonte: IBM SPSS Statistics

Per valutare la validità complessiva del modello stimato attraverso la regressione logistica, SPSS fornisce due tabelle chiave: il Test omnibus dei coefficienti del modello e il Riepilogo del modello. Ciascuna di esse offre indicazioni su aspetti differenti della bontà del modello, e la loro interpretazione congiunta permette di comprendere quanto il modello predittivo sia efficace e statisticamente solido.

Il Test omnibus ha la funzione di confrontare il modello completo (cioè quello che include le variabili indipendenti) con un modello di riferimento che non contiene alcun predittore, ma solo una costante. In sostanza, si tratta di un test di verifica: si vuole sapere se l'inclusione delle variabili indipendenti apporta un miglioramento significativo nella capacità del modello di spiegare la variabile dipendente. Il valore del test è espresso tramite la statistica del chi-quadrato (χ^2), accompagnato dai gradi di libertà e dal relativo valore di significatività (p-value).

Per completare la lettura dell'efficacia del modello, la Tabella 5 – Riepilogo del modello – fornisce due indicatori assimilabili al concetto di R^2 nella regressione lineare: l'R-quadrato di Cox e Snell e quello di Nagelkerke. Entrambi rappresentano una stima della quota di "informazione spiegata" dal modello, ma con scale di riferimento leggermente diverse.

Nel dettaglio, l' R^2 di Nagelkerke è una correzione dell' R^2 di Cox e Snell e tende a fornire una stima più facilmente interpretabile, essendo espresso su una scala da 0 a 1. Un valore di Nagelkerke pari a 1 indica un adattamento perfetto del modello ai dati

osservati. Questo risultato, se da un lato segnala che il modello riesce a discriminare in modo impeccabile tra imprese in salute e imprese in crisi nel campione analizzato, dall'altro impone una certa cautela. SPSS stesso, nella nota a piè di tabella, segnala che la stima si è interrotta al ventesimo ciclo a causa di un adattamento perfetto, situazione che può verificarsi in campioni piccoli e che potrebbe riflettere un fenomeno di *overfitting*¹.

Guardando ai numeri, l'output di SPSS conferma che il modello complessivo risulta statisticamente significativo al livello del 5%, come indicato dal Test Omnibus dei coefficienti ($\chi^2 = 11,09$; $p = 0,050$). Questo risultato attesta che l'inserimento delle variabili esplicative nel modello consente di migliorare in modo rilevante la capacità di classificazione rispetto al modello nullo. Il riepilogo del modello mostra un valore di R^2 di Nagelkerke pari a 1,000, accompagnato da un logaritmo della verosimiglianza pari a zero, evidenziando un adattamento perfetto ai dati disponibili. Tali risultati indicano che il modello è riuscito a separare in modo netto e completo le imprese in crisi da quelle in equilibrio, classificando correttamente tutti i casi presenti nel campione. Questa condizione, nota in letteratura statistica come *perfect separation*, si verifica quando le variabili predittive forniscono una distinzione assoluta tra le due categorie, rendendo il modello capace di determinare senza ambiguità lo stato dell'impresa sulla base degli indicatori selezionati. Sebbene questo esito suggerisca una forte capacità esplicativa, richiede una lettura attenta, in quanto l'adattamento perfetto potrebbe essere influenzato dalle dimensioni contenute del campione e riflettere un'eccessiva aderenza ai dati osservati piuttosto che una reale generalizzabilità.

La seguente tabella di classificazione (Tabella 6) confuta però questa evidenza, mostrando una classificazione perfetta a metà: tutte le 4 imprese in crisi sono correttamente previste come tali, mentre tutte le 4 imprese sane sono classificate erroneamente come in crisi (percentuale globale = 50%). Questo dato paradossale suggerisce che, nonostante l'apparente robustezza, il modello presenta una scarsa capacità di riconoscere i casi di crisi, probabilmente a causa della dimensione ridotta del campione e della natura "sbilanciata" dei predittori rispetto alla codifica della variabile dipendente.

¹ Situazione in cui un modello statistico o predittivo si adatta troppo bene ai dati sui cui è stato costruito, tanto da catturare anche i dettagli irrilevanti, anziché solo i pattern significativi.

Tabella di classificazione^{a,b}

Osservato		Previsto		Percentuale di correttezza
		StatoAzienda 0	1	
Fase 0	StatoAzienda 0	0	4	,0
	1	0	4	100,0
Percentuale globale				50,0

a. La costante è inclusa nel modello.

b. Il valore di divisione è ,500

Tabella 6 – Regressione logistica – Tabella di classificazione
Fonte: IBM SPSS Statistics

Questo comportamento è del tutto coerente con l'assenza di predittori nel modello di partenza. Il modello di regressione logistica, infatti, si costruisce a partire da una fase iniziale, in cui viene stimata una prima equazione che non include ancora alcuna variabile esplicativa, ma solo la costante. Questo passaggio, denominato "Fase 0", rappresenta un punto di riferimento da cui valutare l'effettivo contributo delle variabili indipendenti una volta inserite nel modello. In questa fase, la previsione si basa esclusivamente sulla distribuzione osservata della variabile dipendente, senza alcuna informazione derivante dagli indicatori economico-finanziari. Di conseguenza, il modello assume una probabilità uniforme per ciascun caso, non distinguendo tra imprese in crisi e imprese in equilibrio.

Al di là della classificazione, ciò che rende comunque interessante questo risultato è che tutti gli indicatori scelti hanno fornito un contributo coerente alla costruzione del modello, e che l'insieme delle variabili selezionate è in grado di spiegare perfettamente (sul campione considerato) lo stato di crisi. Il ROI e il Quick Ratio, già risultati significativi nei test t e nella correlazione, si confermano predittori efficaci. Il Cash Flow / Totale Attivo, pur non risultando sempre significativo nei confronti diretti, mostra una tendenza importante, rafforzando l'ipotesi che la capacità di generare liquidità sia un indicatore cruciale della tenuta aziendale. Anche il Patrimonio netto / Mezzi di terzi – fortemente significativo nella regressione – testimonia l'importanza della solidità patrimoniale come scudo rispetto alla crisi.

Variabili non nell'equazione

		Punteggio	gl	Sign.
Fase 0	Variabili Quick Ratio	5,692	1	,017
	ROI	4,137	1	,042
	Indice di indebitamento finanziario	6,954	1	,008
	CF/Totale Attivo	3,940	1	,047
	PN/Mezzi di terzi	6,414	1	,011
	Statistiche globali	7,256	5	,202

Tabella 7 – Regressione logistica – Variabili non nell'equazione
Fonte: IBM SPSS Statistics

La lettura della tabella 7 fornisce un primo riscontro significativo circa la bontà della selezione effettuata. Gli indicatori scelti per la costruzione del modello mostrano infatti valori di significatività già nella fase preliminare, a conferma della loro capacità discriminante nei confronti dello stato d'impresa. In particolare, *l'Indice di indebitamento finanziario* evidenzia il punteggio più elevato (6,954), accompagnato da un valore di significatività molto basso ($p = 0,008$), confermando l'intuizione secondo cui una forte esposizione a capitale oneroso rappresenta una delle determinanti principali dello stato di crisi. Anche il *rapporto tra Patrimonio netto e Mezzi di terzi* mostra un risultato rilevante ($p = 0,011$), suggerendo che la solidità patrimoniale esercita un ruolo chiave nel prevenire condizioni di squilibrio.

Il *Quick Ratio*, già emerso come indicatore cruciale nell'analisi descrittiva e nei test di significatività tra gruppi, presenta anch'esso un p-value al di sotto della soglia critica ($p = 0,017$), indicando che il grado di liquidità immediata di un'impresa costituisce un valido segnale di allerta precoce. La redditività operativa, rappresentata dal *ROI*, si attesta su un livello di significatività pari a 0,042, confermandosi come una componente essenziale nella valutazione della tenuta economica. Infine, anche il *Cash Flow rapportato al Totale Attivo* risulta vicino alla soglia del 5% ($p = 0,047$), rafforzando l'idea che la capacità di generare risorse liquide dalla gestione caratteristica rappresenti un parametro sensibile al peggioramento della condizione aziendale.

Nel complesso, i dati presentati in questa tabella dimostrano che tutti gli indicatori selezionati forniscono, già in fase iniziale, segnali statisticamente rilevanti rispetto allo stato di crisi. L'evidenza che ciascuno di essi contribuisca in modo autonomo alla classificazione, ancor prima dell'inserimento nel modello finale, rafforza la coerenza complessiva dell'impostazione adottata e conferma la qualità del processo di selezione degli indicatori. Si tratta, in sintesi, di un ulteriore tassello che concorre a costruire un modello solido, interpretabile e potenzialmente applicabile anche al di fuori del campione considerato.

È importante però considerare che l'adattamento perfetto rilevato dal modello richiede un approccio prudente. Con un campione di dimensioni molto ridotte, come quello di questo studio, anche un modello ben costruito può risultare eccessivamente aderente ai dati disponibili, cogliendo dettagli specifici del campione anziché schemi realmente

generalizzabili. Questo fenomeno, noto come overfitting, si verifica quando il modello offre prestazioni ottimali solo sui dati noti, ma rischia di perdere efficacia su osservazioni nuove o future. Per questo motivo, il risultato ottenuto va considerato come una prima indicazione promettente, ma non ancora come una conferma definitiva della validità operativa dello strumento.

Il modello stimato ha evidenziato che un insieme ristretto di indicatori, coerenti con quanto previsto dalla letteratura e già emersi come significativi nella fase descrittiva, possiede un'effettiva capacità di anticipare lo stato di crisi. La precisione raggiunta nella classificazione delle imprese nel campione analizzato è molto elevata, ma la reale affidabilità predittiva potrà essere confermata solo attraverso future applicazioni su dati più estesi. I risultati ottenuti offrono comunque un'indicazione chiara: è possibile costruire modelli di allerta basati su un numero contenuto di variabili, facilmente calcolabili e di immediata interpretazione, che possano rappresentare un valido supporto per analisti, organi di controllo e figure gestionali chiamate a valutare la continuità aziendale.

3.3.1 Analisi ROC: valutazione della capacità discriminante degli indicatori

Al fine di completare e rafforzare le evidenze emerse dalla regressione logistica, è stata condotta un'ulteriore analisi di tipo diagnostico attraverso la costruzione delle **curve ROC** (Receiver Operating Characteristic). Questa tecnica consente di valutare, per ciascun indicatore, la capacità di discriminare correttamente tra imprese in equilibrio e imprese in crisi. A differenza dei modelli esplicativi, la curva ROC misura la qualità predittiva e classificatoria di ogni singola variabile, restituendo un indice sintetico estremamente informativo: l'area sotto la curva (AUC – Area Under the Curve).

Il vantaggio dell'utilizzo delle curve ROC risiede nel fatto che esse offrono una valutazione indipendente dalla soglia di classificazione, basandosi unicamente sulla capacità della variabile di separare i due gruppi. In questo senso, si tratta di uno strumento complementare alla regressione logistica, utile per testare la solidità dei risultati anche su un campione contenuto. Nello specifico, sono stati considerati quattro tra gli indicatori che, nelle precedenti analisi descrittive e inferenziali, avevano mostrato un forte potenziale discriminante:

- Quick Ratio
- ROI (Return on Investment)
- CF/Totale Attivo
- Indice di autonomia finanziaria

L'analisi è stata condotta considerando come classe positiva (valore 1) le imprese in salute, e come classe negativa (valore 0) quelle in crisi. Questo consente di leggere l'AUC come la probabilità che l'indicatore, a valori più alti, sia associato a un'impresa in equilibrio.

La seguente tabella sintetizza i risultati ottenuti:

Area sotto la curva ROC	
Variabile/i del risultato del test	Area
Quick Ratio	1,000
ROI	,938
CF/Totale Attivo	,938
Indice di autonomia finanziaria	1,000

Tabella 8 – Area sotto la curva ROC
Fonte: IBM SPSS Statistics

Il valore dell'AUC varia da 0,5 (assenza di potere discriminante) a 1 (discriminazione perfetta). Come si evince dai dati, tutti e quattro gli indicatori analizzati mostrano un'elevatissima capacità discriminante, con due di essi (Quick Ratio e Indice di autonomia finanziaria) che raggiungono addirittura il massimo teorico possibile (AUC = 1,000), e gli altri due (ROI e CF/Attivo) che si attestano su un livello molto alto (AUC = 0,938).

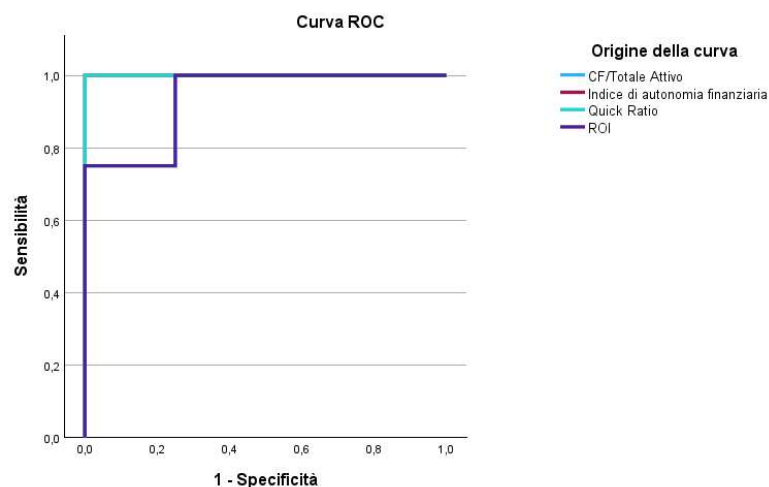


Grafico 1 – Andamento Curva ROC
Fonte: IBM SPSS Statistics

Il grafico della curva ROC evidenzia visivamente l'efficacia di ciascun indicatore. La prossimità delle curve all'angolo in alto a sinistra del grafico – che rappresenta il punto di massima sensibilità e specificità – conferma che gli indicatori selezionati sono in grado di distinguere con grande precisione tra le due condizioni aziendali. La combinazione dei risultati delle curve ROC con quelli ottenuti nella regressione logistica e nell'analisi inferenziale rafforza ulteriormente la tesi sostenuta nel presente lavoro: alcuni indicatori di bilancio, opportunamente selezionati, presentano una solida capacità di anticipare e classificare situazioni di crisi d'impresa, anche in assenza di segnali conclamati.

È importante sottolineare che, nonostante il campione ridotto, la coerenza dei risultati su più fronti analitici (descrittivo, inferenziale, predittivo e diagnostico) restituisce una base solida per ipotizzare la costruzione di un sistema di allerta semplificato, basato su pochi ma ben selezionati indicatori. L'ottima performance del Quick Ratio e dell'indice di autonomia finanziaria, in particolare, conferma quanto emerso anche in sede teorica circa l'importanza della liquidità e della solidità patrimoniale nel preservare la continuità aziendale.

L'analisi ROC ha confermato la validità predittiva individuale degli indicatori selezionati, offrendo una misura sintetica e facilmente interpretabile della loro efficacia classificatoria. La possibilità di integrarli in modelli più ampi o in applicazioni operative rappresenta un naturale proseguimento del percorso di ricerca sviluppato in questo studio. Da un punto di vista operativo, il fatto che indicatori come Quick Ratio e indice di autonomia finanziaria raggiungano un'AUC pari a 1 rafforza la loro potenziale inclusione nei sistemi interni di controllo di gestione e nei modelli di allerta precoce previsti dal Codice della Crisi. Questo tipo di risultato suggerisce che tali indici non dovrebbero solo essere monitorati annualmente a consuntivo, ma inseriti in dashboard periodiche con soglie predefinite e alert automatici.

A completamento delle analisi, si propone la seguente tabella di sintesi dei principali indicatori utilizzati:

Indicatore	Significatività Statistica	AUC ROC	Coerenza teorica	Implicazioni gestionali
ROI	Sì ($p < 0.05$)	0,938	Alta	Efficienza operativa
Quick Ratio	Sì ($p < 0.01$)	1,000	Alta	Copertura passività a breve termine
Cash Flow / Totale Attivo	Sì ($p < 0.01$)	0,938	Alta	Capacità di autofinanziamento
Patrimonio Netto / Mezzi di terzi	Sì ($p < 0.01$)	1,000	Alta	Solidità patrimoniale
ROS	No	<0,80	Media	Redditività commerciale (parziale)

Tabella 9 –Risultati Curva ROC
Fonte: elaborato dall'autrice

La convergenza tra significatività statistica, performance ROC e fondamento teorico giustifica l'inserimento di questi indicatori in sistemi pratici di rilevazione precoce delle difficoltà aziendali.

3.4 Valutazione complessiva delle evidenze statistiche

L'intero percorso analitico sviluppato in questo capitolo ha avuto lo scopo di sondare in profondità la solidità empirica degli indicatori economico-finanziari già discussi a livello teorico e descrittivo. Non si è trattato di un mero esercizio di confronto tra valori medi, ma della volontà di trasformare quegli scostamenti osservati nei dati in segnali statisticamente fondati e interpretabili. In altre parole, l'analisi si è proposta di misurare se ciò che “si vede” nei bilanci delle imprese in crisi sia davvero strutturale e ripetibile, e non frutto del caso o di una lettura arbitraria. Con un approccio stratificato che ha combinato test di significatività, correlazioni, regressione logistica e curve ROC, si è cercato di cogliere la natura multidimensionale della crisi d'impresa. Ogni tecnica ha portato un contributo diverso e complementare: l'inferenza ha evidenziato quali variabili differiscono in modo netto tra i due gruppi di aziende; la correlazione ha messo in luce come certe debolezze tendano a manifestarsi insieme, spesso rinforzandosi reciprocamente; la regressione logistica ha tentato di simulare un modello decisionale, per capire quali variabili siano realmente capaci di “prevedere” lo stato di salute di un'impresa.

I risultati hanno mostrato un alto grado di coerenza interna. Alcuni indicatori – in particolare ROI, Quick Ratio, CF/Attivo e Patrimonio Netto su Mezzi di Terzi – si sono dimostrati ripetutamente efficaci nel distinguere tra imprese in crisi e imprese in equilibrio. Il fatto che questi stessi indici siano stati selezionati non solo per la loro

rilevanza pratica, ma anche perché previsti dalle recenti linee guida normative (CNDCEC), rafforza il loro valore operativo. Si tratta, in sostanza, di variabili che combinano efficacia empirica, semplicità di calcolo e già presenti all'interno del linguaggio tecnico-contabile, rendendole ideali come strumenti di monitoraggio interno e controllo esterno.

Un aspetto rilevante emerso nel corso dell'indagine riguarda il ruolo della liquidità e della redditività come segnali precoci di squilibrio. Le imprese in crisi presentano valori molto bassi – se non negativi – in questi ambiti, a differenza delle imprese sane, dove tali indicatori si mantengono su livelli positivi e coerenti tra loro. L'autonomia finanziaria, interpretata come capacità di sostenersi con mezzi propri, ha mostrato una forte relazione con la solidità a breve termine (Quick Ratio) e con la capacità di generare valore nel tempo. È interessante osservare come alcune variabili classiche della dottrina aziendalistica – ad esempio il ritorno sugli investimenti e l'equilibrio tra fonti interne ed esterne – emergano anche qui come fattori determinanti, confermando l'attualità di quei concetti nella pratica diagnostica odierna.

Non meno significativo è il contributo offerto dall'analisi ROC. In un'ottica più operativa, tale tecnica ha mostrato che variabili come il Quick Ratio e l'indice di autonomia finanziaria possiedono una capacità discriminante perfetta ($AUC = 1,000$), il che implica che in questo campione sono in grado di classificare correttamente le imprese senza errori. Anche ROI e CF/Attivo si sono attestati su valori altissimi ($AUC = 0,938$), a dimostrazione di una performance predittiva di livello avanzato, raramente riscontrabile con indicatori così semplici. Questi dati, pur ottenuti su un campione contenuto, tracciano una traiettoria chiara: alcuni segnali di crisi sono perfettamente leggibili già nei bilanci dell'anno precedente e possono essere colti con strumenti tecnici essenziali, purché si scelga con criterio cosa osservare e come interpretarlo. È doveroso sottolineare che la potenza esplicativa del modello logistico e la classificazione perfetta raggiunta dalle curve ROC devono essere letti con cautela. Il rischio di overfitting è concreto. Tuttavia, la ripetitività e coerenza dei segnali emersi – combinata alla loro compatibilità teorica – suggerisce che non si tratti di risultati casuali. Anche la convergenza tra le diverse metodologie utilizzate contribuisce a rafforzare l'affidabilità del quadro che si è delineato.

Nel loro insieme, le evidenze statistiche raccolte in questo capitolo non solo avvalorano quanto emerso nelle sezioni precedenti, ma aprono a riflessioni più ampie. In un contesto dove il legislatore, il revisore, il creditore e l'imprenditore stesso sono sempre più sollecitati a leggere "in tempo" i segnali di deterioramento, la possibilità di contare su indicatori testati empiricamente rappresenta un passaggio fondamentale. L'adozione di questi strumenti può supportare una cultura della prevenzione che finora, in ambito aziendale italiano, è rimasta troppo spesso in secondo piano.

Quello che si evince dal presente lavoro è che esiste uno spazio reale per strumenti di early warning costruiti su basi statistiche solide ma anche accessibili, ancorati alla realtà contabile e validati con criterio.

Capitolo 4: Conclusioni e Prospettive Future

4.1 Presentazione dei risultati

L'analisi empirica condotta ha messo in luce una serie di evidenze che, lette in chiave economica, permettono di comprendere con maggiore precisione le dinamiche che precedono la crisi d'impresa. Il percorso seguito ha previsto tre fasi: descrizione dei dati, verifica della significatività statistica e valutazione della capacità predittiva degli indicatori.

Nella prima **fase descrittiva**, gli indicatori di liquidità si sono dimostrati tra i segnali più evidenti di squilibrio. In particolare, il *Quick Ratio* – che misura la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni a breve con le sole risorse prontamente liquidabili – ha assunto valori sistematicamente inferiori all'unità (valore soglia) per le imprese in crisi. Dal punto di vista economico, questo significa che tali imprese non disponevano di liquidità sufficiente, né di crediti rapidamente esigibili, per pagare i debiti in scadenza. È un segnale di tensione finanziaria latente, che può rapidamente sfociare in insolvenza operativa. Analogamente, il *Current Ratio* ha evidenziato come anche la somma delle attività correnti (incluse le rimanenze) fosse inadeguata a coprire le passività correnti. Economicamente, ciò si traduce in una maggiore dipendenza dal credito di fornitura o dal debito bancario, che può generare un effetto domino nei momenti di contrazione della domanda.

Un'altra dimensione di rilievo è stata quella della redditività. Il *Return on Investment* (ROI), che misura la capacità dell'impresa di generare margini rispetto al capitale investito, ha assunto valori negativi nelle imprese in crisi. Ciò significa che il capitale impiegato non solo non produce valore, ma lo distrugge: ogni euro investito nella gestione operativa genera una perdita. A livello economico, questo implica l'incapacità dell'impresa di coprire i costi operativi con i ricavi generati, indipendentemente dalla gestione finanziaria o fiscale. Il *Return on Equity* (ROE), invece, esprime la redditività del capitale proprio. Quando questo indicatore assume valori negativi – come osservato per tre delle imprese in crisi – l'impresa sta erodendo il valore per gli azionisti. In termini

economici, significa che il capitale rischiato dagli imprenditori sta subendo una perdita netta, e che l'impresa, di fatto, sta bruciando risorse anziché remunerarle.

Dal punto di vista patrimoniale, l'indice *Patrimonio Netto / Mezzi di Terzi* ha evidenziato differenze marcate tra imprese solide e imprese in crisi. Nelle seconde, il peso del capitale di debito rispetto a quello proprio risulta nettamente maggiore, segnalando una struttura finanziaria fragile e vulnerabile agli aumenti dei tassi di interesse o a eventuali revoche dei finanziamenti. L'insufficiente patrimonializzazione limita, inoltre, la capacità dell'impresa di assorbire le perdite operative o di attrarre nuovi capitali in momenti di difficoltà.

Un altro risultato centrale è emerso dall'indicatore *Cash Flow / Totale Attivo*, che esprime la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa in relazione alla sua dimensione. Nelle imprese in crisi, tale indicatore è risultato negativo, a indicare che la gestione corrente assorbe liquidità invece di produrla. Ciò è particolarmente allarmante dal punto di vista economico, poiché segnala una gestione strutturalmente deficitaria: anche in assenza di nuovi investimenti o spese straordinarie, l'impresa non riesce a finanziare il proprio ciclo operativo con i flussi prodotti internamente.

A livello statistico, **l'analisi inferenziale** ha confermato la significatività di questi scostamenti. Gli indicatori sopra menzionati risultano sistematicamente differenti tra i due gruppi di imprese con un elevato grado di confidenza¹. Questo rafforza la loro validità anche in termini di uso prospettico: sono cioè indicatori che possono “anticipare” la crisi, anziché semplicemente fotografarla a posteriori.

Infine, la regressione logistica e l'analisi ROC hanno offerto una sintesi predittiva particolarmente efficace. Il fatto che indicatori come il Quick Ratio e il rapporto Patrimonio Netto/Mezzi di Terzi presentino un'area sotto la curva ROC pari a 1 (massimo teorico) suggerisce che questi indici, da soli, sono in grado di distinguere con estrema precisione le imprese in crisi da quelle in equilibrio. Ciò ha un significato economico fondamentale: esistono soglie oltre le quali il deterioramento della liquidità o della solidità patrimoniale diventa sistematicamente associato a una condizione di vulnerabilità latente. Tali soglie, opportunamente monitorate, possono costituire una base oggettiva per valutare il rischio di crisi e adottare contromisure tempestive.

¹ Il grado di confidenza esprime la probabilità che un risultato sia statisticamente affidabile. Un livello del 95% indica che, su 100 campioni, in 95 casi la differenza osservata riflette una reale divergenza tra i gruppi e non un effetto casuale.

Nel complesso, i risultati dell'analisi suggeriscono che la crisi d'impresa, almeno nel campione analizzato, segue una traiettoria riconoscibile e progressiva, osservabile nei dati contabili prima ancora che negli eventi conclamati. I segnali sono presenti e interpretabili: ciò che fa la differenza è la capacità dell'analista finanziario – interno o esterno – di coglierli per tempo e trasformarli in decisioni operative.

Per facilitare la sintesi delle evidenze emerse, si riporta di seguito una tabella riepilogativa che sintetizza l'efficacia dei singoli indicatori analizzati secondo quattro livelli di valutazione: la loro significatività statistica (T-test), il grado di correlazione con altre variabili critiche, la performance nella curva ROC (capacità discriminante), e l'effettiva inclusione nel modello di regressione logistica.

Indicatore	Significativo (T-test)	Correlato ad altri indicatori critici	AUC ROC	Presente nel modello logistico	Capacità Predittiva
Quick Ratio	☒ Sì ($p < 0.01$)	☒ con Autonomia Finanziaria	1.000	☒ Sì – Coefficiente significativo	Altissima – segnala tensione immediata
Current Ratio	☒ Sì	☒ moderata	>0.85	☒ No	Alta – ma meno rigorosa del Quick Ratio
Ciclo del circolante	☒ No	☒ debole	<0.70	☒ No	Bassa – utile solo in casi particolari
Indice Autonomia Finanziaria	☒ Sì ($p < 0.001$)	☒ con ROI, CF/Attivo	1.000	☒ Sì – Coefficiente significativo	Altissima – stabilità patrimoniale
Indice di indebitamento finanziario	☒ Sì	☒ inversa con ROE	>0.90	☒ Sì – Meno rilevante nel modello	Alta – utile in contesti bancarizzati
Patrimonio Netto / Mezzi di Terzi	☒ Sì	☒ con solidità e CF	>0.95	☒ Sì – Contributo chiave	Molto alta – struttura sana = resilienza
ROI	☒ Sì	☒ con ROE e CF/Attivo	0.938	☒ Sì – Coefficiente forte	Molto alta – evidenza inefficienza
ROE	☒ Sì ($p < 0.001$)	☒ con ROI e CF/Attivo	>0.90	☒ No (escluso per collinearità)	Alta – distruzione di valore per gli azionisti
ROS	☒ No	☒ debole	<0.80	☒ No	Media – utile per affiancare il ROI
Capital Turnover	☒ No	☒	<0.70	☒ No	Bassa – poco rilevante in chiave crisi
Cash Flow / Totale Attivo	☒ Sì	☒ forte con ROI e ROE	0.938	☒ Sì – Alta incidenza	Molto alta – anticipa tensioni liquide
Oneri Finanziari / Ricavi	☒ No	☒ debole	<0.70	☒ No	Limitata – sensibile ma poco stabile
Debiti tributari / Totale attivo	☒ No	☒	<0.60	☒ No	Trascurabile – non utile nel campione

Tabella 1 – Risultati dell'analisi

Fonte: elaborato dall'autrice

Come si evince dalla tabella, i segnali più affidabili emergono da tre aree gestionali: la liquidità a breve termine, la solidità patrimoniale e la capacità di generare cassa. Gli indicatori riconducibili a queste aree risultano non solo statisticamente significativi, ma anche coerenti tra loro e capaci di classificare con precisione lo stato di salute dell'impresa. Questo conferma l'efficacia operativa di un set ristretto ma ben selezionato

di variabili, che potranno essere ulteriormente valorizzate nella successiva discussione sulle implicazioni gestionali e strategiche.

4.2 Evidenze empiriche e implicazioni per la prevenzione della crisi

Le evidenze emerse dall'analisi statistica, discusse nel paragrafo precedente, non si esauriscono nella conferma della significatività di alcuni indicatori, ma aprono la strada a una riflessione più ampia, capace di tradurre i risultati in indicazioni operative concrete. Una volta dimostrata l'efficacia predittiva di determinati indici economico-finanziari, il passaggio successivo consiste nel comprendere in che modo tali evidenze possano essere valorizzate nella prospettiva della prevenzione della crisi, sia dal punto di vista teorico, sia dal punto di vista manageriale e applicativo.

Questa sezione si propone dunque di effettuare il confronto diretto tra i risultati empirici ottenuti e le tre domande di ricerca che hanno guidato l'intero impianto del lavoro, in modo da comprendere e approfondire le implicazioni gestionali delle evidenze raccolte. L'obiettivo non è solo quello di confermare l'utilità di determinati strumenti analitici, ma di riflettere sul loro impiego effettivo all'interno dei processi decisionali, dei sistemi di controllo interno e delle prassi di monitoraggio aziendale.

È dunque fondamentale interrogarsi su come le imprese possano strutturarsi per leggere correttamente tali segnali, per coglierli nel momento in cui iniziano a manifestarsi, e per costruire intorno a essi un sistema di prevenzione efficace.

4.2.1 Risposte ai quesiti di ricerca: evidenze empiriche

I risultati ottenuti offrono risposte puntuali alle domande che hanno guidato lo sviluppo del presente lavoro:

- 1. Quali indicatori si rivelano più efficaci nel segnalare per tempo una potenziale perdita di equilibrio economico-finanziario?*

È emerso in modo inequivocabile che alcuni indicatori di bilancio sono in grado di offrire segnali chiari e anticipati dell'avvicinarsi di una crisi aziendale. Non tutti gli indici analizzati si sono rivelati ugualmente efficaci: tra quelli esaminati, il Quick Ratio, il Cash Flow rapportato al totale attivo, il ROI, il Patrimonio netto rapportato ai Mezzi di terzi e l'indice di autonomia finanziaria hanno mostrato una sistematica capacità di distinguere

tra imprese in salute e imprese in difficoltà, anche in assenza di manifestazioni conclamate. La loro semplicità di calcolo e la trasparenza nel significato economico li rendono particolarmente adatti all'uso operativo.

2. Vi sono aree gestionali particolarmente vulnerabili che tendono ad anticipare il deterioramento complessivo della performance?

L'analisi ha dimostrato che i primi segnali di deterioramento tendono a manifestarsi in tre dimensioni: la liquidità a breve termine, la struttura patrimoniale e la capacità di generare cassa. Sono queste le aree in cui la fragilità si rende visibile per prima, anticipando la comparsa di perdite contabili o l'erosione del capitale netto. Un'impresa che non riesce a coprire i debiti a breve termine con attività prontamente liquidabili, o che consuma cassa per sostenere la propria operatività ordinaria, è già esposta a un rischio latente che può in breve tempo compromettere l'intera sostenibilità economico-finanziaria.

3. È possibile individuare schemi ricorrenti o pattern evolutivi nei dati contabili che precedono il manifestarsi della crisi?

Le imprese che sono entrate in difficoltà mostrano pattern chiari: ritorni negativi sugli investimenti, rapporti squilibrati tra capitale proprio e capitale di terzi, indicatori di liquidità sotto le soglie fisiologiche, e margini operativi erosi da una gestione inefficiente. Al contrario, le imprese in equilibrio mantengono strutture patrimoniali più flessibili, una buona capacità di generare cassa e una gestione attenta del circolante. Questi elementi sono sufficientemente ricorrenti da poter essere considerati, con prudenza, segnali strutturali.

4.2.2 Ricadute operative e implicazioni manageriali

I risultati dell'analisi empirica non solo confermano la validità degli indicatori economico-finanziari nella diagnosi precoce della crisi d'impresa, ma evidenziano importanti ricadute operative per il management e gli organi di controllo. Queste evidenze hanno implicazioni molto concrete per l'attività manageriale, che si collocano pienamente all'interno del dibattito teorico introdotto nel Capitolo 1, in particolare per quanto riguarda la necessità di dotare le imprese di strumenti efficaci per la rilevazione tempestiva dei segnali di squilibrio. Infatti, le imprese devono dotarsi di strumenti interni di monitoraggio che non si limitino alla rendicontazione consuntiva, ma includano anche

indicatori di tipo prospettico e configurino soglie di allerta. I segnali non solo esistono, ma sono anche leggibili: ciò che manca spesso è un sistema che li intercetti con continuità e li traduca in decisioni tempestive.

Inoltre, l'efficacia del *Quick Ratio*, del *Cash Flow / Totale Attivo* e dell'*Indice di Autonomia Finanziaria* come segnali precoci suggerisce che la prevenzione della crisi non può prescindere da un attento presidio della liquidità e della struttura patrimoniale. Come precedentemente discusso, la normativa e la letteratura più recente convergono nel riconoscere la centralità degli indicatori sintetici come strumenti di allerta precoce. Il fatto che questi indici abbiano dimostrato, nel presente studio, una capacità predittiva perfino superiore ad altri indicatori classici (come il ROS o il Capital Turnover) conferma la necessità di orientare i sistemi di monitoraggio verso variabili dinamiche, tempestive e difficilmente manipolabili.

Un altro aspetto cruciale è l'integrazione tra indicatori: la crisi raramente si manifesta con un solo sintomo. È la convergenza di più segnali che deve attivare l'attenzione, specie quando a indebolirsi non è una singola variabile, ma l'intero equilibrio economico-finanziario dell'impresa. Le analisi effettuate mostrano chiaramente come i segnali di squilibrio siano già presenti nei bilanci dell'esercizio antecedente al manifestarsi conclamato della crisi, spesso sotto forma di riduzione dei margini, calo della liquidità o aumento della leva finanziaria. Questo conferma che la crisi non esplode in modo improvviso, ma evolve per fasi successive, e che il management ha – almeno in teoria – un tempo di reazione utile, se dotato di adeguati strumenti di rilevazione.

In quest'ottica, il valore aggiunto dello studio risiede nell'aver costruito un set minimo ma robusto di indicatori, che può essere integrato nei sistemi di reporting direzionale o negli assetti organizzativi richiesti dalla normativa². La loro efficacia è confermata non solo sul piano statistico, ma anche nella loro interpretazione economica: sono indicatori che riflettono direttamente la sostenibilità dei modelli di business, la qualità della gestione finanziaria e la resilienza patrimoniale. Inoltre, il fatto che tali indici siano facilmente calcolabili, già inclusi nei bilanci e supportati da evidenze empiriche, rende la loro

² Si fa riferimento all'art. 2086, comma 2, del Codice Civile, come modificato dal D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza), che impone all'imprenditore il dovere di adottare assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale.

implementazione tecnicamente sostenibile anche per realtà non quotate o a gestione familiare.

Nel settore retail, dove le imprese sono particolarmente esposte a fluttuazioni della domanda, pressione competitiva e rigidità operative, l'importanza di strumenti predittivi è ancora maggiore. Le imprese osservate nel presente lavoro mostrano che la differenza tra chi entra in crisi e chi mantiene l'equilibrio non sta tanto nella dimensione o nella notorietà del brand, quanto nella capacità di adattare rapidamente le strategie, mantenere una struttura patrimoniale solida e garantire continuità nei flussi di cassa.

Le analisi confermano infine che non esiste un singolo indicatore “perfetto”, ma che è la combinazione di più segnali, coerenti tra loro, a offrire il miglior risultato predittivo. Da ciò deriva un'ulteriore implicazione: gli strumenti di prevenzione devono fondarsi su un approccio integrato, in cui indicatori economici, patrimoniali e finanziari dialogano tra loro per restituire una diagnosi completa dello stato di salute aziendale.

4.3 Limiti dello studio e possibili sviluppi futuri

Il lavoro svolto, pur offrendo risultati coerenti e significativi, si inserisce all'interno di un quadro metodologico che presenta alcuni limiti, naturali in una ricerca di tipo esplorativo. Il primo riguarda la dimensione contenuta del campione analizzato. La scelta di focalizzarsi su otto imprese – suddivise equamente tra aziende in equilibrio e aziende in crisi – è stata guidata dalla volontà di effettuare un'analisi dettagliata e qualitativamente approfondita. Tuttavia, un campione così ristretto non consente di estendere automaticamente le conclusioni a una scala più ampia, né di cogliere eventuali variabili settoriali, dimensionali o geografiche che potrebbero influenzare la relazione tra indicatori e crisi.

Allo stesso modo, l'analisi si è concentrata su un solo esercizio contabile per ciascuna impresa, limitando la possibilità di osservare il comportamento degli indicatori lungo un orizzonte temporale più esteso. Questo approccio ha permesso di isolare i segnali precedenti all'emersione conclamata della crisi, ma ha anche impedito di valutare se tali segnali fossero stabili nel tempo, progressivi, o frutto di una fluttuazione isolata. L'adozione di un'impostazione longitudinale, basata su serie storiche pluriennali, permetterebbe di approfondire la dinamica degli squilibri e comprendere meglio la velocità con cui una crisi può manifestarsi dopo i primi segnali premonitori.

Un ulteriore limite è legato alla natura esclusivamente quantitativa dei dati utilizzati. L'analisi si è basata sui bilanci ufficiali delle imprese, privilegiando indicatori economico-finanziari oggettivi, facilmente reperibili e comparabili. Questo ha rappresentato un punto di forza sul piano metodologico, ma ha anche escluso tutte quelle informazioni di natura qualitativa – come la coerenza strategica, la qualità della governance, la struttura organizzativa o la cultura aziendale – che spesso influenzano in modo decisivo la resilienza di un'impresa. Includere queste dimensioni in studi futuri, attraverso strumenti come interviste, survey o analisi documentale, potrebbe contribuire a spiegare meglio le differenze tra imprese che, pur avendo indicatori simili, reagiscono in modo diverso di fronte a situazioni di rischio.

Va infine considerata la specificità del settore osservato. Il retail è notoriamente un comparto esposto a dinamiche rapide e complesse: variazioni nei consumi, stagionalità, digitalizzazione e pressione sui margini sono variabili che possono amplificare l'effetto di squilibri anche minimi. Se da un lato questa caratteristica ha reso il settore un laboratorio ideale per testare la sensibilità degli indicatori, dall'altro suggerisce cautela nell'estendere automaticamente i risultati ad altri ambiti produttivi, che potrebbero essere caratterizzati da strutture finanziarie meno reattive o da cicli operativi diversi.

Proprio a partire da questi limiti emergono alcune possibili linee evolutive per la ricerca. L'estensione del campione e l'ampliamento dell'orizzonte temporale costituirebbero i primi passi per rafforzare la robustezza statistica del modello. L'integrazione con variabili qualitative, legate al contesto strategico e organizzativo delle imprese, permetterebbe di leggere i segnali contabili alla luce delle scelte manageriali. Infine, l'utilizzo di modelli predittivi avanzati, basati su algoritmi di apprendimento automatico o su reti neurali, potrebbe offrire strumenti più adattivi e potenti, capaci di cogliere relazioni non lineari e mutamenti improvvisi nei pattern finanziari. Tutti questi sviluppi contribuirebbero a trasformare l'analisi di bilancio da strumento di consuntivo a strumento di governo, capace di guidare l'impresa verso una gestione più consapevole, informata e resiliente.

4.4 Considerazioni finali

La crisi d'impresa è un fenomeno complesso, che raramente irrompe senza preavviso. Al contrario, essa lascia tracce, produce segnali, modifica progressivamente gli equilibri su cui si regge la continuità aziendale. Il lavoro svolto in questa tesi nasce proprio da un

interrogativo fondamentale: quei segnali sono davvero visibili? E, soprattutto, siamo in grado di leggerli in tempo utile?

L'analisi condotta ha dimostrato che una risposta affermativa è possibile. Gli strumenti contabili, se interpretati con consapevolezza e metodo, possono offrire una chiave di lettura preziosa. Gli indicatori selezionati – dalla liquidità alla redditività, dalla solidità patrimoniale alla capacità di generare cassa – non solo descrivono il presente, ma possono anticipare il futuro. In particolare, alcuni di essi si sono rivelati fortemente predittivi, confermando che la crisi non è una frattura improvvisa, ma una traiettoria che può essere intercettata e, in molti casi, invertita.

Questo risultato assume un significato ancora più rilevante se calato nel contesto attuale. Viviamo in un'epoca in cui le imprese, specialmente nel settore retail, operano in ambienti ipercompetitivi, soggetti a cambiamenti repentini e ad alta instabilità. In questo scenario, l'abilità non è solo reagire, ma anticipare. E anticipare significa prevedere, misurare, monitorare. Le imprese che riescono a leggere i segnali deboli, a costruire sistemi di controllo flessibili e a promuovere una cultura della consapevolezza, sono anche quelle che riescono a trasformare una potenziale crisi in un'occasione di rilancio.

L'impatto di questo lavoro non si limita alla verifica della significatività statistica di alcuni indicatori. La riflessione che emerge, infatti, è più ampia: la prevenzione della crisi rappresenta una responsabilità gestionale che richiede metodo, visione e capacità di lettura critica dei dati aziendali. Gli indicatori non sono soltanto strumenti di misurazione, ma diventano supporti decisionali che permettono al management di monitorare con continuità lo stato di salute dell'impresa e di agire in anticipo rispetto all'insorgere di criticità.

La costruzione di sistemi di monitoraggio fondati su indicatori affidabili, integrati nei processi di controllo direzionale, costituisce un passo essenziale verso una gestione consapevole e orientata alla sostenibilità. In questa prospettiva, i risultati della tesi offrono un contributo utile non solo alla letteratura economico-aziendale, ma anche all'operatività concreta delle imprese, suggerendo un modello di analisi replicabile, adattabile e capace di dialogare con le esigenze reali di prevenzione e resilienza organizzativa.

Bibliografia

- AGRESTI A., and FINLAY B. *Metodi statistici di base e avanzati. Per le scienze sociali*. Milano/Torino: Pearson, 2020.
- AIELLO G., DONVITO R., & GISTRI G., *Retail transformation and consumer behavior: The role of experiential spaces in the digital age*, 2022.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *L'economia aziendale*, 1994.
- ALTMAN, EDWARD G., et al. *The Altman self-rating mania scale*, Biological psychiatry, 1997
- CNDCEC, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, 26 maggio 2022
- CNDCEC, *Principi di attestazione dei piani di risanamento*, documento approvato con delibera del CNDCEC del 16 dicembre 2020.
- CNDCEC, *Crisi d'Impresa Gli indici dell'allerta*, 2019.
- CODA V., *L'orientamento strategico dell'impresa*, Torino, Utet, 1988.
- CODA V., *L'analisi economico-finanziaria di un dissesto* in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 5, 1975.
- DELL'ATTI, Alberto, et al. *La gestione delle crisi aziendali: cause, strategie e piani di risanamento*, 2023.
- DI AMATO S., *Diritto della crisi d'impresa*, Aggiornato al D.lgs. 13 settembre 2024, n.136, Terza Edizione, Giuffrè Editore, 2024.
- DI LAZZARO F., MUSCO G., *Analisi aziendale, Metodi e strumenti*, Seconda edizione, Giappichelli, 2021.
- GUATRI L., *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè Editore, 1986.
- GUATRI L., *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, EGEA, Milano, 1995
- HAMEL G., & VALIKANGAS, L., *The Quest for Resilience*, Harvard Business Review, 2003.
- HANNAN, MICHAEL T., et al. *Ecologia organizzativa: per una teoria evoluzionista dell'organizzazione*, Etaslibri, 1993.
- HAR, et al., *Revolution of retail industry: from perspective of retail 1.0 to 4.0.*, Procedia Computer Science 200, 2022.
- KELLER, LANE and KOTLER, *Holistic marketing: a broad, integrated perspective to marketing management. Does marketing need reform?: Fresh perspectives on the future*, Routledge, 2015.
- KOTLER, and STIGLIANO, *Retail 4.0: 10 regole per l'era digitale*, Mondadori Elcta, 2018.
- LEMON, VERHOEF, *Understanding customer experience throughout the customer journey*, Journal of marketing, 2016.
- MORONI, PALAZZO, et al, *Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, 2019
- ONESTI S., *Crisi d'impresa: segnali, indicatori e strumenti di prevenzione*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 3/2021.
- QUAGLI A., CORSI K., and TRUCCO S., *Bilancio ed informativa economico-sociale*, Vol. 4. G Giappichelli Editore, 2021.
- SLATTER S., LOVETT D., *Corporate Turnaround*, Second edition, Penguin books, 1999.
- VERHOEF, et al. *Digital transformation: A multidisciplinary reflection and research agenda*, Journal of business research, 2021.
- ZAPPA GINO, *Le produzioni nell'economia delle imprese: tomo secondo*, Giuffrè, 1957.

Sitografia

<https://bebeez.it/>
<https://libguides.library.kent.edu/SPSS/ExploringData>
<https://natuesg.it/>
<https://quiifinanza.it/>
<https://sistemidallerta.eu/7-indicatori-della-crisi-d-impresa/>
<https://it.economy-pedia.com/11040705-probit-model>
<https://it.marketscreener.com/>
<https://www.affaridiborsa.com/articoli/130-z-score-5-indici-per-stabilire-se-la-societa-e-a-rischio-di-fallimento.html>
<https://www.benettongroup.com/it/il-gruppo/profilo/visione-gruppo/>
<https://www.businessresearchinsights.com/market-reports/retail-market-117619>
<https://www.corriere.it/>
<https://www.financialexpress.com/>
<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/12728-modelli-previsione-insolvenze--altman--hartzell-and-peck-ohlson-e-zmijewski-.html#paragrafo5>
<https://www.icribis.com/it/offerte-speciali/cerca-dati-azienda>
<https://www.investopedia.com/terms/o/overtrading.asp>
<https://www.kasanova.com/it/kasanova-brand>
<https://www.milanofinanza.it/>
<https://www.money.it/>
<https://www.piazzaitalia.it/it-it/footer/company-profile>
<https://www.repubblica.it/>
<https://www.sapere.it/enciclopedia/economicit%C3%A0.html>
<https://www.teddy.it/it/home/>