



Economia Aziendale Online

Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences
International Quarterly Review

Crisi economica da COVID-19 e misure di
supporto pubblico alle imprese sociali

Alessandro Montrone, Simone Poledrini

Pavia, December 31, 2021
Volume 12 - N. 4/2021

www.ea2000.it
www.economiaaziendale.it



PaviaUniversityPress

Crisi economica da COVID-19 e misure di supporto pubblico alle imprese sociali

Un modello economico-aziendale di individuazione dei beneficiari

Alessandro Montrone

Full Professor (PO)
Università degli Studi di
Perugia, Italy

Simone Poledrini, PhD

Assistant Professor
Università degli Studi di
Genova, Italy

Corresponding Author:

Alessandro Montrone
Dipartimento di Economia
Università degli Studi di Perugia
via A.Pascoli, 20 - 06123 Perugia,
Italy

alessandro.montrone@unipg.it

Cite as:

Montrone, A., & Poledrini, S.
(2021). Crisi economica da
COVID-19 e misure di supporto
pubblico alle imprese sociali. Un
modello economico-aziendale di
individuazione dei beneficiari.
Economia Aziendale Online, 12(4),
447-465.

ABSTRACT

Il tema delle crisi aziendali è oggetto di ricerca da parte degli studiosi di economia aziendale ormai da anni. Tuttavia, la crisi dell'impresa sociale non è ancora stata adeguatamente coperta da analisi teoriche ed empiriche. Per di più la crisi sanitaria da Covid-19, con le sue ricadute negative sull'intero sistema economico, fa emergere il bisogno di studi focalizzati sul presente tema anche in vista dei possibili finanziamenti pubblici a sostegno delle imprese sociali. Pertanto, il presente articolo indaga i criteri in base ai quali il decisore pubblico, tenendo conto della loro situazione economica e finanziaria, potrebbe erogare risorse alle imprese sociali. Per fare ciò è stata condotta un'analisi dei bilanci 2019 e 2020 di 1.167 cooperative sociali calcolando i valori di sei indici, tre dei quali mirano a verificare l'esistenza di una situazione di equilibrio finanziario, mentre i restanti tre servono a verificare la presenza di una condizione di equilibrio economico. Grazie alle risultanze emerse da tali indici, è stata generata una matrice di "salute" finanziaria ed economica in cui le imprese sono classificate in quattro categorie basate sulle possibili combinazioni date dall'esistenza o meno di equilibrio economico e di equilibrio finanziario. Sulla base delle categorie individuate sono proposte delle indicazioni di policy per il tipo di sostegno pubblico più adeguato alle imprese sociali italiane.

For decades the topic of corporate crises has been the subject of research by business economics scholars. However, the social enterprise crisis has not yet been adequately covered by theoretical and empirical analyses. Furthermore, the health crisis caused by Covid-19, with its negative repercussions on the entire economic system, brings out the need for studies focused on this issue also because of possible public funding to support social enterprises (SEs). Therefore, this paper investigates the criteria based on which the public decision-maker, considering SEs economic and financial situation, could financially support SEs. To do this, an analysis of the 2019 and 2020 financial statements of 1,167 social cooperatives was carried out by calculating the values of six ratios, three of which aim to verify the existence of a situation of financial balance, while the remaining three serve to verify the presence of a condition of economic balance. Thanks to such analysis, a matrix of financial and economic "health" was generated in which companies are classified into four categories based on the possible combinations given by the existence, or not, of economic equilibrium and financial equilibrium. Based on the categories identified, policy indications are proposed for the type of public support most suitable for Italian SEs.

Section: *Refereed Paper*

Keywords IT: Imprese sociali; Sostegno pubblico; Cooperative sociali; Crisi aziendali; COVID-19; Equilibrio economico; Equilibrio finanziario; Analisi per indici

Keywords EN: social enterprises, public support, social cooperatives; corporate crises; Covid-19; economic balance; financial balance; ratio analysis

Received: September 2021

Published: 31/12/2021

1 – Introduzione

La crisi sanitaria da Covid-19 che sta colpendo il mondo intero, come noto, ha avuto tra le principali “vittime” anche il nostro Paese. In questo momento la fase acuta dell’emergenza sanitaria sembra essersi attenuata, ma quella economica e sociale lascia ancora molti spazi di incertezza e preoccupazione. In tale situazione, l’utilizzo di adeguati strumenti di analisi e previsione delle crisi aziendali è una priorità di primo piano al fine di indirizzare in modo adeguato i finanziamenti pubblici (Bertoli, 2000; Falini, 2008; Piciocchi, 2003).

Sul tema delle crisi aziendali la letteratura ha già espresso molti contributi che hanno affrontato l’argomento da vari punti di vista, quali il fronteggiamento della crisi nelle PMI (Bogarelli, 2015; Palazzi, Sgrò, & Ciambotti, 2018; Pencarelli, Cesaroni, & Demartini, 2021), il problema della continuità aziendale (Pencarelli, Gabbianelli, & Cecchini, 2013; Staiano, & Montella, 2013), la prevenzione delle crisi d’impresa (Gabbianelli, 2018; Panelli, 2016) ed altri ancora. Tuttavia, il presente argomento calato nella realtà delle “Imprese Sociali” (d’ora in avanti, “IS”) italiane non è ancora stato adeguatamente coperto da analisi teoriche ed empiriche.

Per IS, ai fini della presente ricerca, non si intende una particolare forma giuridica d’impresa, come quella definita dal D.Lgs. n. 112/17, bensì tutte quelle aziende che, “*pur destinando allo scambio la loro produzione, perseguono finalità diverse dal profitto*” (Capaldo, 1996, p. 51). In particolare, le IS, nelle loro possibili tipologie giuridiche, perseguono l’interesse generale e l’integrazione sociale dei cittadini (Göler von Ravensburg *et al.* 2021; Searing *et al.* 2021). Tuttavia, a causa di ciò possono anche rischiare di essere più vulnerabili di quelle aziende che hanno come obiettivo prevalente (o esclusivo) il profitto. Pertanto, le IS sono aziende che cercano di equilibrare la ricerca di un profitto con la necessità di offrire un certo tipo di beni o servizi sociali alla comunità cui appartengono (Dacin *et al.* 2011; Dees, 1996; Fiorentini, 1996; Franceschetti, 2013). Questo genera un attrito tra la logica sociale e quella imprenditoriale, che può essere difficile da affrontare e gestire tanto per l’imprenditore quanto per il “policy maker” (Hwang, & Powell, 2009; Litrico, & Besharov, 2018).

In questo particolare momento proprio le IS sembrano essere tra le aziende con più bisogno di adeguati strumenti di analisi e prevenzione delle crisi aziendali, visto che queste risentono da un lato come tutte le aziende delle problematiche economiche legate alla pandemia, ma anche dall’altro lato hanno visto aumentati i propri margini di intervento per l’incremento della crisi sociale.

Ad oggi in Italia la qualifica di IS può essere ottenuta da tutti quegli enti privati che rispettano i requisiti indicati dal D.Lgs. n. 112/17. Tuttavia, le cooperative sociali rappresentano la quasi totalità dell’intero panorama delle IS italiane, che sono inoltre anche quasi esclusivamente PMI (Borzaga *et al.* 2021). Pertanto lo studio si è focalizzato sulle cooperative sociali italiane limitatamente a quelle di piccole e medie dimensioni al fine di rispondere al seguente quesito di ricerca: *con quali criteri, tenendo conto della loro situazione economica e finanziaria, le limitate risorse pubbliche dovrebbero essere indirizzate alle IS per favorire gli obiettivi delle politiche sociali?*

Per fare ciò è stata condotta un’analisi con tecniche tese a monitorare la situazione aziendale in termini sia di equilibrio finanziario, impiegando indicatori come il current ratio, il warranty ratio, e l’equity multiplier, sia di equilibrio economico, facendo ricorso al calcolo di ROA (Return On Assets), ROI (Return On Investment) e SFC (Sustainability of Financial Charges). Grazie a tali indici è stata generata una matrice di “salute” finanziaria ed economica in cui le imprese sono classificate nelle seguenti quattro categorie:

- Categoria A: aziende sia in condizioni di equilibrio economico che di equilibrio finanziario;
- Categoria B: aziende in condizioni di equilibrio economico, ma in squilibrio finanziario;

- Categoria C: aziende in condizioni di equilibrio finanziario, ma in squilibrio economico;
- Categoria D: aziende sia in squilibrio economico che in squilibrio finanziario.

Infine, con riferimento alle sopra elencate categorie, sono state proposte delle indicazioni su quale sia il tipo di sostegno pubblico che più probabilmente offrirà il maggior beneficio economico e sociale complessivo. Nelle nostre intenzioni, un simile approccio non soltanto andrebbe a colmare un vuoto presente nella letteratura in materia di IS, ma potrebbe anche essere utile a coloro che sono deputati a prendere decisioni in tema di supporto alle aziende.

L'articolo è strutturato nel modo seguente. Il secondo paragrafo affronta il tema delle crisi aziendali dal punto di vista dell'analisi dei bilanci come strumento di tempestiva previsione delle stesse. Il successivo paragrafo effettua una panoramica sulle IS con particolare attenzione agli aspetti economici e finanziari delle CS, mentre il paragrafo quattro presenta la metodologia utilizzata e i dati analizzati. Il paragrafo cinque espone i risultati dell'analisi e quello successivo discute le implicazioni di policy. Infine, l'ultimo paragrafo presenta le conclusioni e le prospettive future di ricerca.

2 – Le analisi dei bilanci come strumento di previsione e riconoscimento delle crisi aziendali

Per le finanze pubbliche prevenire una crisi costa meno e ha maggiori probabilità di successo che porvi rimedio (o subire i suoi effetti negativi sul tessuto economico e sociale). Questo significa che l'intervento deve essere tempestivo e mirato se si vuol fare l'uso migliore delle risorse pubbliche e avere un effetto positivo sul sistema economico.

Riguardo alla crisi d'impresa e alle sue cause, esistono numerosi e qualificati contributi (Argenti, 1976; Bertoli, 2000; Brugger, 1984; Coda, 1977; Confalonieri, 1993; Falini, 2008; Guatri, 1986; Moliterni, 1999; Piciocchi, 2003). Da un punto di vista finanziario, la crisi coincide con l'insolvenza, vale a dire con l'incapacità dell'azienda di ripagare i propri debiti per mancanza di liquidità e delle condizioni di credito necessarie a tale scopo (Zito, 1999). Nondimeno, l'insolvenza è solo lo stadio finale di una crisi che ha non solo cause finanziarie, ma anche precedenti cause economiche.

Di fatto, nella teoria del valore (Guatri, 1991, 1992; James, 2010; Pellicelli, 2007), la crisi prende la forma di un circolo vizioso che inizia con problemi di redditività che determinano perdite economiche e quindi l'erosione di valore del capitale. I susseguenti squilibri nei flussi finanziari conducono a perdere la fiducia dei finanziatori (Guatri, 1995); in aggiunta, le situazioni di crisi possono anche essere scatenate da cause specifiche, come ritardi nei pagamenti che provocano insolvenza anche in aziende economicamente sane.

Quando l'insolvenza è la manifestazione finale e conseguenza di uno squilibrio economico, la crisi non si risolve ripristinando l'equilibrio finanziario, ma è anche necessario eliminare le cause profonde delle perdite economiche o di altri fattori che influiscano negativamente sulla sopravvivenza dell'azienda.

In altre parole, la crisi ha due possibili cause, strettamente connesse l'una all'altra, che sono:

1. l'esistenza di fattori che generano uno squilibrio economico il quale, a sua volta, genera uno squilibrio finanziario, ulteriormente aggravato dalla presenza di un *equity* insufficiente. Questo causa un ulteriore deterioramento della situazione economica per via degli alti interessi associati a un debito eccessivo;

2. la presenza di fattori che generano uno squilibrio finanziario, determinato non tanto da incapacità dell'impresa di gestire la sua attività economica, quanto da situazioni di difficoltà che coinvolgono terzi (per esempio, clienti insolventi che non onorano i pagamenti) o una capacità inadeguata di impostare la propria struttura finanziaria. Peraltro, anche questo tipo di situazioni ha un impatto negativo sull'aspetto economico attraverso gli elevati oneri finanziari.

Nella consapevolezza della varietà e complessità dei fattori che causano le crisi d'impresa, è essenziale identificare per tempo l'emergere di criticità che potrebbero provocarla, allo scopo di riuscire a intervenire efficacemente per prevenirla o, almeno, per limitarne i danni. Per far questo, il punto di partenza è l'analisi del bilancio attraverso indici in grado di individuare precocemente i sintomi di difficoltà che potrebbero in seguito condurre a una situazione di crisi e, infine, di insolvenza.

Benché i modelli per la previsione delle insolvenze basati su indici provengano dal contributo di studiosi nordamericani (Berzkalne, & Zelgalve, 2013; Boritz *et al.* 2007; Chen, 2014; Dakovic *et al.* 2010; Fito *et al.* 2017; Nam, & Jinn, 2000) e partono essenzialmente col modello di Altman (1993; Altman *et al.* 1995), gli studiosi italiani di economia aziendale conoscono l'importanza dell'analisi dei bilanci per tali previsioni fin dai primi decenni del ventesimo secolo (Besta, 1922; Ceccherelli, 1931). Tuttavia, il tema delle crisi aziendali non è mai stato adeguatamente approfondito nel caso delle IS.

3 – Le imprese sociali: definizione e principali caratteristiche. Le cooperative sociali

3.1 – Aspetti generali

Attualmente, in Italia le IS possono assumere varie forme giuridiche che vanno dalla "cooperativa sociale" a tutte quelle forme che rispettano le indicazioni di cui all'art. 1 del citato D.Lgs. n. 112/17.

Le cooperative sociali ("CS") sono state istituite con la legge 381 del 1991. Tale norma stabilisce all'articolo 1 che:

le cooperative sociali sono organizzazioni che hanno lo scopo di perseguire l'interesse generale della comunità riguardo alla promozione sociale e all'integrazione sociale dei cittadini.

Esse possono svolgere due attività economiche principali: (a) provvedere "servizi sociali", sanitari o educativi, oppure: (b) impegnarsi in attività agricole, industriali o commerciali che impieghino "persone svantaggiate". In questo secondo caso, le persone svantaggiate devono essere almeno il 30% del numero totale dei lavoratori e dovrebbero anche essere soci della CS. La legge italiana definisce "svantaggiate" le persone con sostanziali limitazioni di tipo fisico, mentale o sensoriale; coloro che sono stati ricoverati in istituti psichiatrici, fino alla chiusura di questi; persone sottoposte a trattamenti psichiatrici; tossicodipendenti; alcolisti; minorenni in età lavorativa appartenenti a famiglie che vivono situazioni di difficoltà; ex detenuti (Poledrini, 2018; Travaglini, 1997). Esiste anche un terzo tipo di CS che ha la forma del "consorzio di più cooperative" e, per ultimo, ci sono quelle CS, dette "miste", che svolgono attività sia di tipo A (erogazione di servizi di cui al precedente punto a) che di tipo B (impiego di lavoratori svantaggiati).

Il secondo tipo di IS è stato regolato per la prima volta dal D.Lgs. n. 155/2006 che ha inserito lo status di impresa sociale nell'ordinamento giuridico italiano e più recentemente è stato rivisto dal D.Lgs. 3 luglio 2017, n. 112, dove nell'articolo 1 è stato previsto che:

possono acquisire la qualifica di impresa sociale tutti gli enti privati, inclusi quelli costituiti nelle forme di cui al libro V del codice civile, che, in conformità alle disposizioni del presente decreto, esercitano in via stabile e principale un'attività d'impresa di interesse generale, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, adottando modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorendo il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività.

Pertanto possono essere IS gli enti tradizionali del settore non profit come le associazioni o le fondazioni e tutte le tipologie di società ad esclusione di quelle costituite da un'unica persona fisica. Il successivo articolo 2 del citato decreto legislativo inoltre elenca 22 settori di attività che possono svolgere le IS oltre a dare lavoro a persone svantaggiate o con disabilità.

L'intento dei decreti legislativi del 2006 e 2017 era quello di facilitare la diffusione delle IS con una forma giuridica diversa dalla CS. Questo però di fatto non è avvenuto perché tutt'oggi le cooperative sociali rappresentano oltre il 90% del totale della popolazione delle IS italiane (Borzaga *et al.* 2016; Poledrini, 2018). In ragione di ciò, la presente ricerca si focalizza sulle IS costituite sotto forma di CS.

3.2 – Considerazioni generali sulle caratteristiche economiche e finanziarie delle CS

Le CS sono nate come innovazione sociale fornendo attività di assistenza socio-sanitaria oppure dando lavoro a persone portatrici di particolari bisogni (Fiorentini, & Calò, 2013; Poledrini *et al.* 2018; Tortia *et al.* 2020). Entrambe le attività spesso sono state svolte al di là dei normali prezzi o costi di mercato. Ciò significa che il raggiungimento della performance economica per le CS è un traguardo da raggiungere più complesso di quello delle aziende di produzione (Montrone, & Poledrini, 2021). Questo però non esime le CS dalla ricerca continua delle condizioni di equilibrio sia dal punto di vista economico (che riguarda la capacità di generare ricchezza per soddisfare i bisogni umani) sia da quello finanziario (che riguarda la capacità di coprire le uscite di cassa con le entrate, garantendo condizioni di liquidità finanziaria) (Amaduzzi, 1948; Giunta, 1996), equilibri da cui dipende la loro sopravvivenza e il loro sviluppo. A tale riguardo Bertini afferma che:

... il fatto che queste aziende [nonprofit] non abbiano finalità economiche, ma sociali ed umanitarie, non influisce [...] sulla loro operatività: l'economicità di un'azienda è infatti indipendente dalla natura del proprio fine istituzionale (Bertini, 1996, p. 9).

In termini di risultati economici le CS italiane sono state in grado di reagire positivamente alla precedente crisi economica del 2008. In particolare, Costa e Carini (2016) hanno messo in evidenza che le CS hanno aumentato il fatturato e l'attivo proprio nel periodo tra il 2008 e il 2011, dimostrando migliori performance economiche rispetto alle "concorrenti" "for-profit". Tale esito è stato possibile grazie all'abilità delle CS di affrontare il mercato con strumenti innovativi (Borzaga, 2013; Poledrini, 2017) e alla loro indipendenza dai contributi pubblici e privati (Borzaga *et al.* 2021). Questo, infatti, è dimostrato da uno studio condotto da Andreasson e Tortia (2007) dove è stato messo in evidenza che le entrate delle CS italiane dalle attività commerciali erano pari a circa il 93% delle entrate totali e il resto proveniva per il 3,8% da contributi del settore privato, per l'1,2% da sovvenzioni in conto capitale e per il 2% erano di altro genere.

Per ultimo è giusto fare anche un'osservazione sulle risorse umane che lavorano o danno un loro contributo all'interno delle CS. Su questo Capaldo ricorda che:

il disporre – gratuitamente o comunque a condizioni fuori mercato – di una risorsa importante (qual è l'opera dei volontari) conferisce all'impresa sociale una certa area di manovra che essa può utilizzare [...] per contenere i prezzi dei beni e servizi offerti (Capaldo, 1996, p. 55).

Per quanto riguarda la forza lavoro retribuita, le CS offrono più alti gradi di soddisfazione lavorativa rispetto alle aziende convenzionali, il che vuol dire un più contenuto avvicendamento dei dipendenti e quindi minor perdita di conoscenze interne (Becchetti *et al.* 2014; Borzaga, & Tortia, 2006).

Dal punto di vista finanziario, Borzaga e Fontanari (2017) hanno messo in luce che le CS italiane hanno un'elevata solidità grazie al vincolo di redistribuzione del profitto, ad una *governance* democratica e alla presenza di manager competenti. Costa *et al.* (2012) hanno sottolineato che le piccole e medie CS italiane hanno problemi ad accedere alle risorse finanziarie così come tutte le imprese italiane di uguali dimensioni e questo dato è di grande interesse perché sfata il falso mito di una maggiore difficoltà per le CS nell'accesso al credito. Da ultimo, non vanno dimenticati i vantaggi fiscali di cui godono le CS rispetto alle imprese tradizionali e che questi possono poi portare a maggiori risorse da investire all'interno dell'azienda.

Pertanto l'insieme di risorse detenuto dalle CS è complesso, ma è anche un potenziale fattore di vantaggi (Poledrini, & Tortia, 2018; Thomas, 2002, 2004). In effetti:

agli istituti nonprofit si riconoscono caratteri profondamente differenti rispetto a quelli delle famiglie, dello Stato e delle imprese", *ma allo stesso tempo* "gli istituti nonprofit sono spesso osservati proprio come area di collegamento tra famiglie, Stato ed imprese (Airoldi, 1996, p. 98 e 101)

così da considerare le IS, e dunque le stesse CS, delle organizzazioni ibride (Franceschetti, 2013). In altri termini, gli istituti nonprofit hanno delle caratteristiche in comune con gli altri tre istituti (famiglie, stato e imprese), ma allo stesso tempo se ne distinguono per complessità e novità. Per questo è di fondamentale importanza che anche quando manchino esigenze di remunerazione del capitale vi sia l'esistenza di condizioni di equilibrio economico e finanziario. In altre parole, le IS e quindi anche le CS hanno bisogno di saper riconoscere per tempo (e quindi, per quanto possibile, di prevenire) l'insorgere di situazioni di crisi. Ciò non soltanto per proteggere debitamente i principali portatori di interessi, ma anche perché non si perda il contributo che tali aziende possono dare al contesto socio-economico nazionale, in una più ampia prospettiva di interesse collettivo, che sopra ogni cosa le rende meritevoli di un intervento pubblico, a maggior ragione in questa particolare situazione di crisi.

4 – Metodologia

4.1 – Approccio metodologico e dati analizzati

Sulla base delle premesse esposte nei paragrafi precedenti, è stato costruito un modello che può essere applicato alla realtà peculiare delle IS tenendo nel contempo conto di un'ampia e autorevole letteratura riguardante gli indici più significativi utili a riconoscere l'esistenza degli equilibri economici e finanziari (Brunetti *et al.* 1984; Caramiello *et al.* 2003; Facchinetti, 2006; Ferrero *et al.* 2003; Invernizzi, & Molteni, 1990, Manzonetto, 2002; Quagli *et al.* 1994; Sostero *et al.* 2016; Spano, 2002; Teodori, 2000). I dati utilizzati nello studio sono relativi alle imprese attive in Italia con la forma giuridica di CS. Come è già stato detto, le IS italiane sono costituite quasi interamente da piccole e medie imprese (PMI, da 5 a 249 dipendenti) che hanno lo status giuridico di CS, condizione che ha offerto un'opportunità unica per esaminare quasi l'intera popolazione di IS italiane.

In particolare, sono stati estratti i valori di bilancio e altre informazioni significative dalla banca dati AIDA¹ per le CS con un numero di dipendenti almeno pari a 5 e inferiore a 250, con riferimento agli anni 2019 e 2020. L'esclusione delle aziende con meno di 5 dipendenti (le così dette "microimprese") e di quelle da 250 dipendenti in poi è dovuta, da un lato, alla mancanza, per le micro-imprese, di molte informazioni finanziarie e, dall'altro, al voler rendere il gruppo di aziende più omogeneo possibile, escludendo quindi le poche CS di grandi dimensioni.

¹ AIDA è una banca dati creata dalla Bureau Van Dijk (<http://bvcinfo.com>): raccoglie dati economici, finanziari e di contatto di oltre 9.500 imprese italiane.

Dopo aver eliminato i dati riguardanti un numero limitato di casi in cui la mancanza di valori attendibili e/o completi nei bilanci avrebbe distorto l'analisi, sono state prese in considerazione 2.748 CS per il 2019 e 1.167 CS per il 2020. Il divario numerico tra i due anni si motiva in quanto la disponibilità dei bilanci 2019 può considerarsi completa, avendo l'estrazione avuto luogo alla fine del settembre 2021, mentre quella dei bilanci 2020 risulta ancora parziale, seppure si possa contare su una numerosità decisamente significativa.

Pertanto, è stato reputato opportuno individuare distintamente i valori di bilancio 2019 delle medesime 1.167 aziende per le quali era disponibile il bilancio 2020, in modo da poter effettuare dei confronti tra due insiemi perfettamente sovrapponibili.

In questo quadro, e con le suddette premesse metodologiche, si è ritenuto essere di primario interesse il confronto tra le risultanze dei bilanci 2019 e 2020 proprio per le note tempistiche con cui si è manifestata la pandemia, che hanno inciso sull'economia delle aziende dal mese di marzo 2020 (inizio del lockdown) per proseguire (pur se con diversa intensità) per tutto il resto dell'anno. In altri termini, vi è la possibilità di misurare l'impatto negativo della pandemia sulle CS con particolare riguardo ai loro equilibri economici e finanziari, prendendo come benchmark la loro situazione "ante-pandemia" nel 2019.

4.2 – Analisi degli indici finanziari ed economici

Impiegando i dati estratti da AIDA, sono stati calcolati i valori di sei indici per ogni CS: tre di essi mirano a verificare se esista o no una situazione di equilibrio finanziario, gli altri tre servono a verificare la presenza o meno di una condizione di equilibrio economico. Tale metodologia è già stata utilizzata da Montrone *et al.* (2020) in una precedente indagine di carattere descrittivo. Diversamente, il presente lavoro approfondisce l'analisi per individuare gli elementi utili a più appropriate scelte di politica economica in un ipotetico sostegno a questa categoria di aziende.

La letteratura italiana esistente sull'argomento dell'analisi dei bilanci considera tali indici altamente significativi (Avi, 2007; Brunetti *et al.* 1984; Caramiello *et al.* 2003; Ferrero *et al.* 2003; Manzonetto, 2002; Montrone, 2016; Paganelli, 1987; Quagli *et al.* 1994; Sostero *et al.* 2016; Terzani, 1996).

I tre *indici finanziari* sono volti a:

- delineare le condizioni di solvibilità dell'azienda nel breve periodo (*Current Ratio*, dato dal rapporto tra attivo circolante e passività a breve);
- indicare se esiste una adeguata solidità del capitale per il contributo dell'equity nel finanziare l'attivo immobilizzato (*Warranty Ratio*, dato dal rapporto tra equity e attivo fisso);
- esprimere la corretta impostazione della struttura finanziaria nella sua composizione tra patrimonio e debiti (*Equity Multiplier*, dato dal rapporto tra totale degli investimenti ed equity).

Gli *indici economici* invece sono volti a:

- misurare la performance economica complessiva dell'azienda (*ROA*, dato dal rapporto tra risultato netto di esercizio e totale degli investimenti);
- mettere a fuoco, all'interno del quadro complessivo di cui sopra, il contributo del *core business* (*ROI*, dato dal rapporto tra *EBITDA* e totale degli investimenti);
- verificare la sostenibilità delle scelte di finanziamento in termini di impatto economico (*SFC, Sustainability of Financial Charges*, dato dal rapporto tra oneri finanziari e ricavi delle vendite).

Si possono formulare giudizi sul valore di ogni indice e ottenere misure quantitative assegnando un punteggio da 1 a 5, per indicare le situazioni che seguono:

- 1: grave squilibrio;
- 2: squilibrio moderato;
- 3: equilibrio minimo;
- 4: equilibrio soddisfacente;
- 5: equilibrio più che soddisfacente.

Seguendo le indicazioni fornite e tenendo conto dei limiti segnalati dalla letteratura aziendale nel valutare i risultati degli indici (Avi, 2007; Brunetti *et al.* 1984; Caramiello *et al.* 2003; Ferrero *et al.* 2003; Manzonetto, 2002; Montrone, 2016; Paganelli, 1987; Quagli *et al.* 1994; Sostero *et al.* 2016; Terzani, 1996), ma considerando le caratteristiche peculiari delle CS, l'intervallo di valori per i punteggi 1-5 costruito per ogni indice è mostrato nella seguente Tabella 1.

| <i>Indici</i> | Punt. = 1 | Punt. = 2 | Punt. = 3 | Punt. = 4 | Punt. = 5 |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Current Ratio | < 0.8 | 0.8 – 0.99 | 1 - 1.19 | 1.2 – 1.5 | > 1.5 |
| Warranty Ratio | < 0.5 | 0.5 – 0.64 | 0.65 – 0.79 | 0.8 – 0.99 | > 1 |
| Equity Multiplier | > 10 | 6 - 10 | 3 - 5.99 | 2.99 – 2 | < 2 |
| ROA | Negativo | 0% - 0.99% | 1% - 1.99% | 2% - 4% | > 4% |
| ROI | Negativo | 0% - 3.99% | 4% - 7.99% | 8% - 12% | > 12% |
| SFC | > 6% | 4% - 6% | 2% - 3.99% | 1% - 1.99% | < 1% |

Tab. 1 – Intervalli di valore per ogni punteggio di ogni indice

Considerando sufficientemente equilibrate le situazioni con un punteggio di almeno 3, è stato calcolato per ogni CS un *Average Financial Score* (AFS) e un *Average Economic Score* (AES), ottenuti dalla media dei punteggi determinati rispettivamente per i tre indici finanziari e per i tre indici economici.

L'esame combinato di questi due punteggi medi, per ogni azienda, ha reso possibile suddividere le CS in quattro categorie basate sulle possibili combinazioni date dall'esistenza o meno di equilibrio economico ed equilibrio finanziario; tali categorie possono essere rappresentate efficacemente dalla matrice della salute economica e finanziaria di cui alla seguente Tabella 2.

| | Equilibrio economico | Squilibrio economico |
|------------------------|----------------------|----------------------|
| Equilibrio finanziario | A | C |
| Squilibrio finanziario | B | D |

Tab. 2 – Matrice della salute economica e finanziaria

Più precisamente, l'appartenenza ad una o un'altra categoria ha i seguenti significati:

- i. Categoria A: presenza di condizioni di equilibrio economico e finanziario (AES \geq 3; AFS \geq 3); si tratta evidentemente della condizione più positiva;

- ii. Categoria B: pur operando in una situazione di equilibrio economico, l'azienda soffre di uno squilibrio finanziario ($AES \geq 3$; $AFS < 3$); tale condizione è spesso causata da difficoltà nel riscuotere i pagamenti dai clienti e/o da una inadeguata capacità di organizzare la struttura finanziaria. La crisi può essere prevenuta, o comunque superata, ma non andrebbe sottostimata, considerato che anche le situazioni di stress finanziario hanno un impatto negativo sull'equilibrio economico per via degli eccessivi oneri finanziari;
- iii. Categoria C: l'azienda è ancora in condizione di equilibrio finanziario, ma presenta uno squilibrio economico ($AES < 3$; $AFS \geq 3$); paragonata alle categorie precedenti, questa è una situazione più rischiosa per la stessa sopravvivenza, poiché bisogna prevenire che lo squilibrio economico, presto o tardi, determini anche uno squilibrio finanziario. Questo provoca nel contempo un ulteriore peggioramento della situazione economica per via degli elevati oneri finanziari associati all'indebitamento eccessivo; di conseguenza il circolo vizioso condurrà l'azienda a "scivolare" nella categoria D, la più problematica;
- iv. Categoria D: l'azienda si trova in condizioni di squilibrio sia economico sia finanziario ($AES < 3$; $AFS < 3$); in altre parole, è ormai conclamata una crisi con profonde radici economiche, una crisi da cui è difficile e improbabile che l'azienda si riprenda, se non al costo di una radicale ristrutturazione e solo a condizione che siano disponibili notevoli risorse finanziarie aggiuntive.

5 – Risultati

La distribuzione nel 2019 nelle classi di punteggio per ciascuno dei sei indici con riferimento alle 1.167 CS i cui bilanci sono disponibili sia per l'esercizio 2019 che per quello 2020, è riportato, nella seguente Tabella 3.

| | CR | WR | EM | ROA | ROI | SFC |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Score 1 | 75 | 324 | 298 | 320 | 168 | 12 |
| Score 2 | 69 | 77 | 130 | 336 | 342 | 13 |
| Score 3 | 111 | 64 | 300 | 133 | 346 | 64 |
| Score 4 | 167 | 76 | 196 | 140 | 158 | 155 |
| Score 5 | 745 | 626 | 243 | 238 | 153 | 923 |
| Totale | 1.167 | 1.167 | 1.167 | 1.167 | 1.167 | 1.167 |

Legenda: CR: Current Ratio, WR: Warranty Ratio, EM: Equity Multiplier, ROA: Return on Assets, ROI: Return on Investments, SFC: Sustainability of Financial Charges.

Tab. 3 – Distribuzione nelle CS nelle classi di punteggio, Anno 2019

In particolare, il grafico di Figura 1 mostra i valori percentuali dai quali si desume che per gli indici CR, WR e SFC ben oltre la metà delle CS analizzate si posizionano nello score più alto con equilibrio più che soddisfacente. Invece, l'Equity Multiplier è abbastanza in equilibrio tra i vari 5 score, mentre per i restanti due indici (ROA e ROI) sono prevalenti le aziende che si collocano nei due score più bassi di grave squilibrio e squilibrio moderato.

Si possono dunque osservare delle condizioni di buono stato di salute nel 2019, peraltro confermate dai dati relativi ad *Average Financial Score (AFS)* e *Average Economic Score (AES)* calcolati come media dell'intero insieme, i quali si collocano rispettivamente sui valori di 3,57 e di 3,40. Tuttavia, il punteggio medio nasconde una realtà composita, come emerge dalla sottostante matrice della salute economica e finanziaria (Tabella 4), dove le frequenze sono mostrate in ogni quadrante accanto alla categoria.

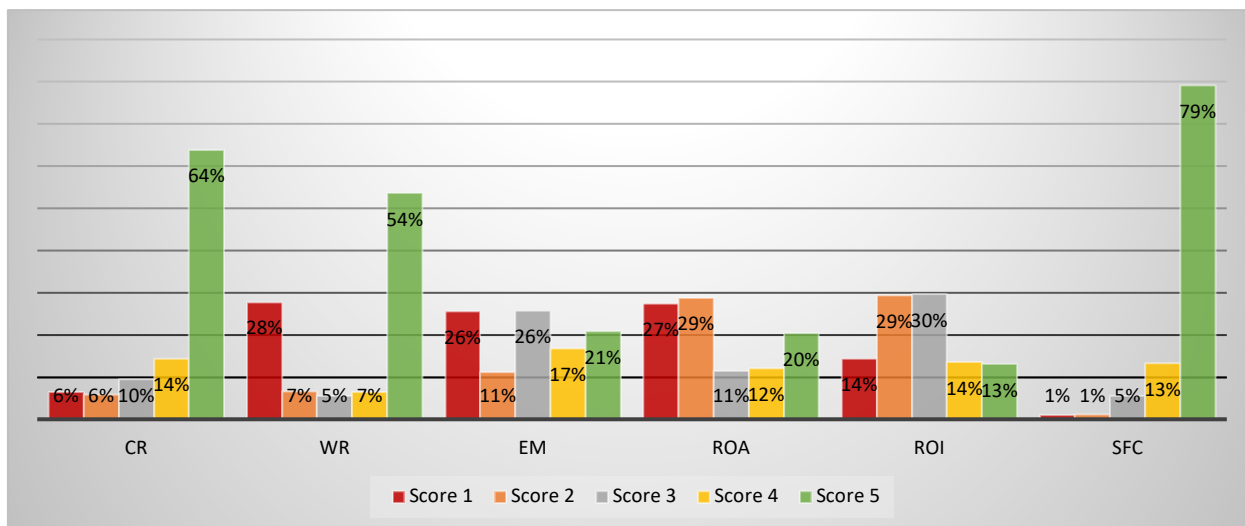


Fig. 1 – Distribuzione % nelle CS nelle classi di punteggio, Anno 2019

| | Equilibrio economico | Squilibrio economico |
|------------------------|----------------------|----------------------|
| Equilibrio finanziario | A: 616 CS | C: 199 CS |
| Squilibrio finanziario | B: 201 CS | D: 151 CS |

Tab. 4 – Risultati della matrice della salute economica e finanziaria, Anno 2019

Il grafico di Figura 2 mostra l'incidenza percentuale delle diverse categorie rispetto al totale delle CS esaminate.

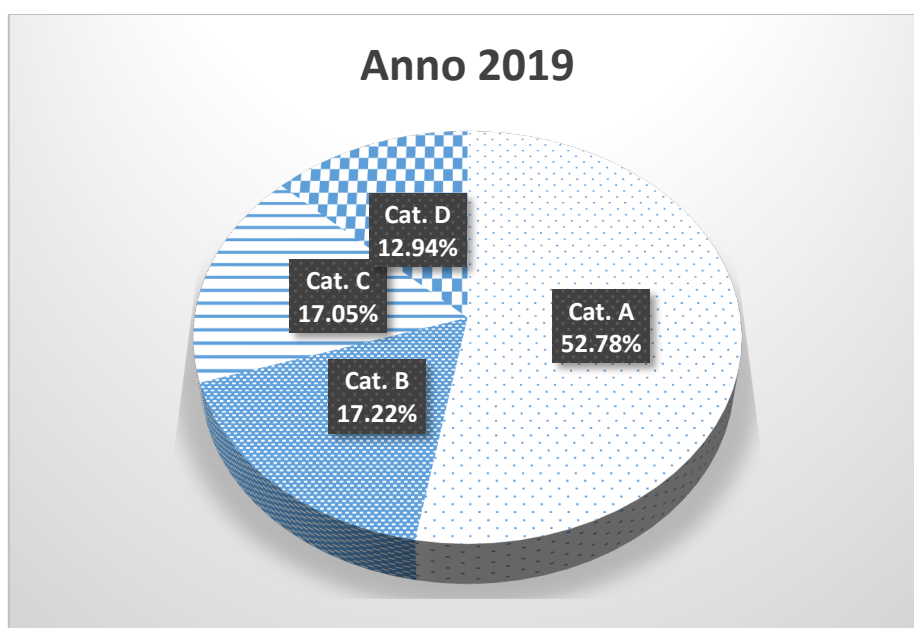


Fig. 2 – Frequenza delle categorie (%) - Anno 2019

Come si può notare, nel 2019, la situazione delle CS italiane era complessivamente buona, con poco meno del 53% di esse (616 su 1.167) in condizioni di equilibrio sia economico sia finanziario.

D'altro canto, il numero di CS in totale squilibrio era abbastanza contenuto (151 su 1.167), con un'incidenza percentuale di quasi il 13%. Infine, le due categorie intermedie risultavano simili per peso e niente affatto trascurabili: insieme, esse ammontavano ad oltre il 34% del totale.

A questo punto abbiamo a disposizione un significativo termine di confronto con cui procedere all'analisi ed al commento dei dati emergenti dai 1.167 bilanci disponibili per il 2020. A tal fine, nella seguente Tabella 5 è riportata la distribuzione delle CS nelle classi di punteggio per ciascuno dei sei indici con riferimento ai bilanci disponibili per l'esercizio 2020 sulle stesse aziende di cui alla precedente Tabella 3.

| | CR | WR | EM | ROA | ROI | SFC |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Score 1 | 64 | 341 | 271 | 442 | 305 | 16 |
| Score 2 | 56 | 76 | 143 | 264 | 307 | 17 |
| Score 3 | 93 | 54 | 315 | 116 | 304 | 77 |
| Score 4 | 151 | 76 | 198 | 120 | 106 | 147 |
| Score 5 | 803 | 620 | 240 | 225 | 145 | 910 |
| Totale | 1.167 | 1.167 | 1.167 | 1.167 | 1.167 | 1.167 |

Tab. 5 – Distribuzione nelle CS nelle classi di punteggio, Anno 2020

In particolare, osservando il grafico di Figura 3 si può facilmente vedere che per gli indici CR, WR e SFC la maggioranza delle CS si colloca ancora all'interno dello score più elevato. Diversamente ROA e ROI hanno una maggiore frequenza nei due score più bassi (grave e moderato), mentre l'Equity Multiplier (EM) è distribuito in maniera abbastanza omogenea tra i cinque score. In generale la situazione non sembra discostarsi di molto da quella già analizzata per l'anno 2019.

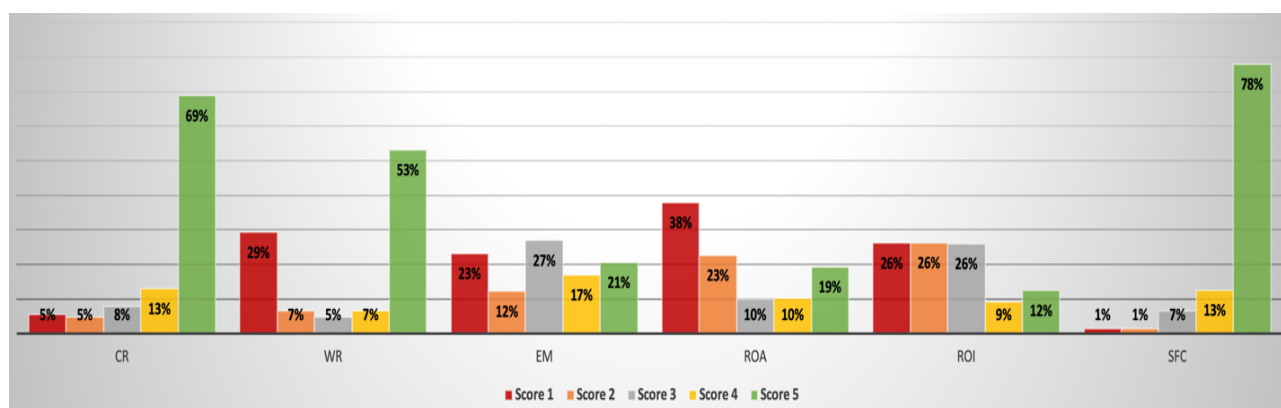


Fig. 3 - Distribuzione percentuale nelle CS nelle classi di punteggio, Anno 2020

Tuttavia, dal confronto temporale dell'*Average Financial Score (AFS)* e dell'*Average Economic Score (AES)* emergono alcune indicazioni di elevato interesse, con una asimmetria di comportamento nel profilo finanziario rispetto a quello economico. Infatti, l'*Average Financial Score (AFS)* medio dell'intero insieme mostra persino un lieve miglioramento rispetto al 2019,

passando dal 3,57 al 3,61, ma l'*Average Economic Score* (AES) subisce (come prevedibile) un significativo peggioramento, scendendo da 3,40 a 3,23.

L'interpretazione che si può ipotizzare per questo opposto andamento è che abbiano, tutto considerato, funzionato le misure emergenziali di sostegno alle imprese, tese a dotarle delle risorse finanziarie utili a superare la fase di difficoltà, senza però con questo poter incidere sulle più profonde cause alla base di una peggiore performance economica.

Una simile ipotesi è peraltro confortata dalla mutata composizione (a parità delle CS considerate che, si ribadisce, sono gli stessi soggetti) dei dati riportati nella sotto riportata matrice della salute economica (Tabella 6).

| | Equilibrio economico | Squilibrio economico |
|------------------------|----------------------|----------------------|
| Equilibrio finanziario | A: 542 CS | C: 288 CS |
| Squilibrio finanziario | B: 148 CS | D: 189 CS |

Tab. 6 – Risultati della matrice della salute economica e finanziaria, Anno 2020

Si può infatti notare come, rispetto alla matrice del 2019, la categoria A perda ben 74 CS sulle 616 presenti l'anno precedente, con un complessivo "scivolamento" verso le categorie C e D e con un significativo decremento della categoria B (da 201 a 148 CS), quella in cui si riscontra il solo squilibrio finanziario, al quale, evidentemente, è stato posto, come detto, un freno.

Il grafico di Figura 4, mostra l'incidenza percentuale rispetto al totale delle CS esaminate.

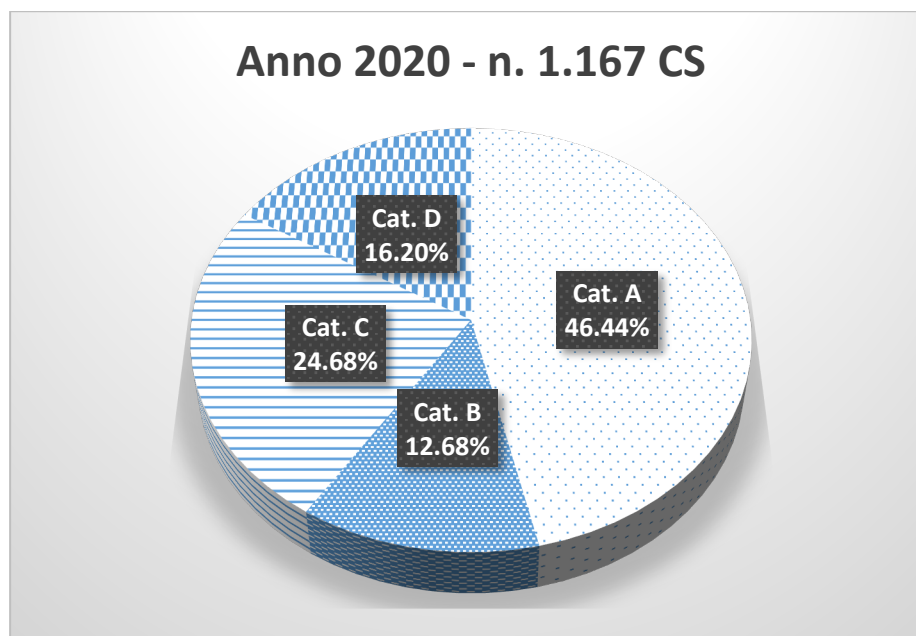


Fig. 4 – Frequenza delle categorie (%) - Anno 2020

Si possono qui notare, anche con maggior evidenza, i fenomeni sopra individuati, con una significativa contrazione della categoria A, quella di equilibrio in entrambi i profili, che perde in termini di peso relativo sul totale oltre 6 punti percentuali, fenomeno la cui lettura in senso negativo è inevitabile. Si riduce anche il peso della categoria B (squilibrio finanziario, ma equilibrio economico), con una perdita non lontana dai 5 punti percentuali; qui la lettura può,

come si è già detto, essere in chiave positiva, nel senso che le politiche di sostegno sembrano aver consentito nell'immediato di salvaguardare (o persino migliorare) le condizioni finanziarie delle CS, riducendo il numero di esse che soffre di squilibrio in questo aspetto.

Pertanto, un inequivocabile segnale di allarme viene dalle restanti (e più preoccupanti) categorie C e D che insieme arrivano a pesare per quasi il 41%, crescendo in misura prossima ad 11 punti percentuali rispetto all'anno precedente. In altri termini, non solo sono aumentate le CS in completo squilibrio, sia finanziario che economico, ma in misura ancor più sensibile si è allargata (dal 17,05% al 24,68%) la platea delle CS che, pur non avendo (ancora) difficoltà sul piano finanziario, hanno problemi su quello economico che, per sua natura, richiede interventi di sostegno ben più complessi e di effetti positivi da verificare solo nel medio-lungo termine.

Infine, significativa per visualizzare i fenomeni verificatisi nel passaggio dal 2019 al 2020 è la seguente matrice (Tabella 8) della salute economica e finanziaria espressa in termini di variazioni tra i dati di Tabella 4 e di Tabella 6, la cui somma algebrica risulta, ovviamente, pari a zero essendo invariato il totale delle CS prese in esame.

| | Equilibrio economico | Squilibrio economico |
|------------------------|----------------------|----------------------|
| Equilibrio finanziario | A: - 74 CS | C: + 89 CS |
| Squilibrio finanziario | B: - 53 CS | D: +38 CS |

Tab. 8 – Variazioni nella matrice della salute economica e finanziaria dal 2019 al 2020

6 – Indicazioni di policy

Le difficoltà straordinarie e congiunturali, ma che fanno emergere anche problemi strutturali, generate dalla crisi innescata dalla pandemia per Covid-19, hanno reso normale e diffuso il sostegno pubblico per tutte le categorie d'impresa. Tuttavia, poiché le risorse pubbliche disponibili sono limitate, per il loro impiego ottimale è estremamente importante indirizzarle in modo da massimizzarne la ricaduta positiva sul tessuto economico e sociale (Thomas, 2013).

La suddivisione nelle quattro categorie di cui ai paragrafi precedenti consente un indirizzamento migliore e più tempestivo delle risorse disponibili su quelle CS che, pur avendo difficoltà, possano superarle in maniera efficace ed efficiente, cioè conseguendo gli obiettivi di ripristinare l'equilibrio dell'azienda e di minimizzare l'impiego di risorse pubbliche necessarie per sostenerle.

Nello specifico, dirigere risorse verso le CS della categoria A potrebbe essere superfluo, visto che sono in grado di provvedere a sé stesse e non hanno bisogno di sostegni per continuare ad operare, posto che le condizioni congiunturali non peggiorino nuovamente. Dal lato opposto, sostenere le CS della categoria D provocherebbe uno spreco di denaro pubblico, considerato che le misure poste in essere verosimilmente non riuscirebbero a farle riprendere. Le medesime risorse, inoltre, se dirottate altrove, probabilmente consentirebbero di recuperare i posti di lavoro persi con la chiusura e la liquidazione delle imprese della presente categoria. C'è naturalmente un beneficio nell'assistere tutte le organizzazioni colpite; tuttavia, occorre essere consapevoli di quanto siano scarse le risorse disponibili, anche se le CS andrebbero favorite rispetto alle aziende "for profit" per via della loro natura sociale.

I risultati che emergono dalla analisi svolta e da un approccio differenziato per le diverse categorie possono dunque essere utili ai "policy maker" che dovrebbero concentrare il sostegno pubblico sulle imprese appartenenti alle rimanenti categorie B e C, pur mettendo in atto misure e linee di azione differenti.

Le CS della categoria B (equilibrio economico, ma squilibrio finanziario) dovrebbero ricevere sostegno in forma di liquidità necessaria a superare la fase di difficoltà, come in parte già avvenuto. Dato che il modello aziendale appare sano (come indica l'equilibrio economico), gli interventi possono indirizzarsi su mere politiche di sostegno finanziario e di accesso agevolato a linee di credito, anche limitato al periodo strettamente necessario al completo recupero di equilibrio con passaggio alla categoria A. Un'altra possibilità di sostegno pubblico, spesso impiegata con successo nel nostro paese, è di fornire garanzie in caso di mancato pagamento alle banche che offrano prestiti alle aziende in difficoltà finanziarie.

L'intervento sulla categoria C (equilibrio finanziario, ma squilibrio economico) è più complesso perché, visto il ruolo causale dell'aspetto economico rispetto a quello finanziario, queste imprese soffrono di problemi più profondi e di soluzione meno agevole rispetto alla categoria precedente. Infatti, a meno che non sia posto rimedio a ciò che non funziona nel modello economico impiegato dall'azienda, prima o poi si genererà anche uno squilibrio finanziario e, in assenza di misure di sostegno adatte, probabilmente la retrocessione nella categoria D sarà solo questione di tempo.

Tutto ciò per asserire che le imprese appartenenti alla categoria C possono essere sostenute al meglio attraverso misure che migliorino i livelli di efficienza e produttività. Ciò si ottiene concentrandosi su altri tipi di "capitale" rispetto a quello finanziario, ossia soprattutto su quello umano e su quello immateriale.

La più efficace misura per migliorare la produttività dell'azienda consiste nell'incidere sulla qualità delle risorse umane, rafforzando in particolare la qualità del management da cui dipendono fortemente sia l'efficienza sia l'attitudine all'innovazione di un'impresa (Bloom, & Van Reenen, 2007, 2010; Cucculelli *et al.* 2014; Prometeia-Federmanager, 2015; Syverson, 2011). Ciò è possibile incoraggiando, anche con una parziale copertura dei costi, la formazione e l'assunzione di manager che, nella misura in cui siano in grado di organizzare meglio l'azienda, potranno avere un impatto positivo tanto sulla produttività del lavoro quanto sulla creazione di valore aggiunto.

L'assunzione di nuovi profili professionali così come una formazione specifica dei dipendenti serve anche per ottenere la necessaria complementarità tra l'introduzione di nuove tecnologie e gli investimenti nel capitale umano della forza lavoro (Colombo, & Stanca, 2014; Dearden *et al.* 2005).

Un'altra misura possibile consiste nel rafforzare la qualità del capitale investito grazie all'introduzione di tecnologie dell'informazione e all'espansione della componente immateriale del capitale stesso, da cui maggiormente dipendono la capacità di introdurre innovazioni e la produttività (Jona-Lasinio, & Manzocchi, 2014). Il rafforzamento della qualità del capitale, nel senso delineato sopra, può essere conseguito non solo aumentando l'entità degli investimenti, ma dirigendoli attraverso misure selettive di finanziamento agevolato, che sono efficaci nell'esercitare un impatto positivo in termini di attività con maggiore valore aggiunto, dematerializzazione e innovatività, aumentando in tal modo la produttività del lavoro.

7 – Conclusioni

Anche in assenza di una pandemia, o alla sua fine, cercare di tenere in equilibrio il successo sul mercato con la fornitura di benefici alla società può essere una sfida. È quasi inevitabile che, nel prossimo futuro e sulla scia della situazione economica negativa causata dalla pandemia di Covid-19, saranno necessari notevoli interventi pubblici di sostegno per salvaguardare e, se possibile, rafforzare le IS italiane. In caso contrario, numerose di queste aziende rischieranno di cadere in una profonda crisi, con la conseguente perdita di soggetti preziosi non solo e non tanto sotto il profilo economico, ma soprattutto con un fondamentale ruolo sociale.

Il presente studio si è servito dell'analisi del bilancio con l'impiego di un numero limitato, ma altamente significativo, di indici per costruire una matrice di equilibrio economico e

finanziario per le IS italiane studiando le piccole e medie CS e impiegando un approccio metodologico che, dopo gli adattamenti necessari, potrebbe essere esteso anche alle altre forme di IS esistenti nel nostro ed in altri Paesi.

Basandosi sulla suddetta matrice, è possibile indirizzare le risorse finanziarie pubbliche e le misure di politica economica sulle IS della categoria B, mettendo però anche in atto misure aggiuntive (con minori benefici immediati ma effetti positivi a più lungo termine) per le IS della categoria C. Inoltre, si assume che le IS della categoria A non abbiano bisogno di sostegno significativo, mentre quelle della categoria D potrebbero essere troppo compromesse per riprendersi e, quindi, l'intervento pubblico sarebbe inefficace e provocherebbe uno spreco di risorse.

In questo quadro, l'analisi empirica svolta confrontando le risultanze emergenti dalla considerazione dei bilanci 2019 e 2020 del medesimo insieme di IS costituite in forma giuridica di CS ha posto in evidenza fenomeni che non possono non destare preoccupazione.

Si è infatti assistito ad una significativa riduzione del peso percentuale della categoria A (aziende in equilibrio sia economico che finanziario), fenomeno la cui lettura in senso negativo è inevitabile. Si è ridotto anche il peso della categoria B (squilibrio finanziario, ma equilibrio economico), con una perdita non lontana dai 5 punti percentuali; qui la lettura può però essere in chiave positiva, nel senso che le politiche di sostegno sin qui attuate sembrano aver consentito nell'immediato di salvaguardare (o persino migliorare) almeno gli equilibri finanziari di numerose CS. Tuttavia, un inequivocabile segnale di allarme viene dalle restanti categorie, dove non solo sono aumentate le CS in squilibrio sia finanziario che economico, ma in misura ancor più sensibile si è allargata la platea di quelle aziende che, pur non avendo (ancora) difficoltà sul piano finanziario, hanno problemi su quello economico che, per sua natura, richiede interventi di sostegno ben più complessi e di effetti positivi da verificare solo nel medio-lungo termine.

L'analisi è stata effettuata anche allo scopo di offrire utili indicazioni ai "policy maker" per impiegare più efficacemente le risorse pubbliche a disposizione. In un mondo ideale e con risorse illimitate a disposizione, chiunque sosterebbe tutte le IS a causa del loro prezioso ruolo sociale; è invece solo pragmatico ricordare che, nel mondo reale, ciò condurrebbe a un impiego eccessivo e scorretto di risorse pubbliche che potrebbero essere usate più adeguatamente in altri modi. Pertanto, indirizzare un tempestivo sostegno pubblico a quelle che ne hanno bisogno e hanno, al tempo stesso, anche migliori probabilità di riprendersi provvederà il maggior beneficio a parità di risorse impiegate.

Limite di questa ricerca, nella sua parte di analisi empirica, è la non ancora completa disponibilità dei bilanci 2020, per cui future linee di indagine dovranno necessariamente basarsi su una mole più ampia di dati.

Un ulteriore sviluppo potrà poi consistere nel cercare di capire, impiegando la medesima metodologia, se le IS (qui studiate nella loro prevalente forma di CS) pur avendo con evidenza subito le conseguenze negative della crisi pandemica, si siano o meno dimostrate più resilienti di aziende "for profit" di analoghe dimensioni e operanti nei medesimi settori di attività.

8 – Bibliografia

- Airoldi, G., (1996). Le aziende nonprofit: Definizioni e classificazioni. In AA. VV. (Eds.), *Le Aziende Non Profit tra Stato e Mercato. Atti del Convegno Svoltosi a Roma 28-30 Settembre 1995*. Bologna: CLUEB.
- Altman, E.I. (1993). *Corporate Financial Distress*. New York: Wiley Interscience.
- Altman, E.I., Hartzell, J., & Peck, M. (1995). *Emerging Markets Corporate Bonds: A Scoring System*. New York: Salomon Brothers Inc.
- Amaduzzi, A. (1948). *Il Sistema Produttivo dell'Impresa nelle Condizioni del Suo Equilibrio e nel Suo Andamento*. Genova: Bozzi.

- Andreus, M., & Tortia, E. (2007). La dimensione economica. *Impresa Sociale*, 3(76), 83-106.
- Argenti, J. (1976). *Corporate Collapse: The Causes and Symptoms*. Milan: McGraw-Hill.
- Avi, M.S. (2007). *Bilancio Riclassificato e Analisi per Indici e Flussi*. Milan: IlSole24Ore.
- Becchetti, L., Castriota, S., & Depedri, S. (2014). Working in the for-profit versus not-for-profit sector: what difference does it make? An inquiry on preferences of voluntary and involuntary movers. *Industrial and Corporate Change*, 23(4), 1087–1120.
- Bertini, U. (1996). Presentazione. In AA. VV. (Eds.), *Le Aziende Non Profit tra Stato e Mercato. Atti del Convegno Svoltosi a Roma 28-30 settembre 1995*. CLUEB. Bologna.
- Bertoli, G. (2000). *Crisi d'Impresa, Ristrutturazione e Ritorno al Valore*. Milano: Egea.
- Berzkalne, I., & Zelgalve, E. (2013). Bankruptcy prediction models: a comparative study of the Baltic Listed Companies. *Journal of Business Management*, 7, 72-82.
- Besta, F. (1922). *La Ragioneria*. Milano: Vallardi.
- Bloom N., & Van Reenen, J. (2007). Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Nations. *Quarterly Journal of Economics*, 122(4), 1351-1408.
- Bloom, N., & Van Reenen, J. (2010). Human resource management and productivity. *NBER Working Paper*, 16019, Cambridge MA.
- Bogarelli, P. (2015). Competenze manageriali e professionali per il fronteggiamento delle crisi nelle imprese di minori dimensioni. *Economia Aziendale Online*, 6(2), 79-98.
- Boritz, J.E., Kennedy, D.B., & Sun, J.Y. (2007). Predicting business failures in Canada. *Accounting Perspectives*, 6(2), 141-165.
- Borzaga, C. (2013). Innovazione sociale e impresa sociale: un legame da sciogliere. *Impresa sociale*, 3, 1-2.
- Borzaga, C., Calzaroni, M., & Lori, M. (2016). L'impresa sociale nei dati censuari. In G.P. Barbetta, G. Ecchia, & N. Zamaro (Eds.), *Le Istituzioni Nonprofit in Italia. Dieci Anni Dopo*. Bologna: il Mulino.
- Borzaga, C., Calzaroni, M., Fontanari, E., & Lori, M. (2021). *L'economia sociale in Italia. Dimensioni, caratteristiche e settori chiave*. Rapporto di ricerca ISTAT-EURICSE
- Borzaga, C., & Fontanari, E. (2017). Impresa sociale e finanza oltre le narrazioni. Come le cooperative sociali hanno gestito il fabbisogno di mezzi finanziari. *Cooperazione di Credito*, 227-2(69).
- Borzaga, C., & Tortia, E.C. (2006). Worker motivations, job satisfaction, and loyalty in public and nonprofit social services. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 35(2), 225–248.
- Brugger, G. (1984). Gli interventi professionali nelle situazioni di crisi d'impresa. *Finanza, Marketing e Produzione*, 2.
- Brunetti, G., Coda, V., & Favotto, F. (1984). *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*. Milano: Etas.
- Capaldo, P. (1996). Le aziende non profit tra Stato e mercato. In AA. VV. (Eds.), *Le Aziende Non Profit tra Stato e Mercato. Atti del Convegno Svoltosi a Roma 28-30 settembre 1995*. Bologna: CLUEB.
- Caramiello, C., Di Lazzaro, F., & Fiori, G. (2003). *Indici di Bilancio. Strumenti per l'Analisi della Gestione Aziendale*. Milano: Giuffrè.
- Ceccherelli, A. (1931). *Le Prospettive Economiche e Finanziarie nelle Aziende Commerciali*. Firenze: Le Monnier.
- Chen, M.Y. (2014). Using a hybrid evolution approach to forecast financial failures for Taiwan-listed companies. *Quantitative Finance*, 14(6), 1047-1058.

- Coda, V. (1977). Crisi d'impresa e comportamento direzionale, In AA.VV. (Eds), *Crisi di Impresa e Sistemi di Direzione*. Milano: Etas.
- Colombo, E., & Stanca L. (2014). The impact of training on productivity: Evidence from a panel of Italian firms. *International Journal of Manpower*, 35(8), 1140-1158.
- Confalonieri, M. (1993). Le cause dei dissesti aziendali. *Finanza Marketing e Produzione*, 9.
- Costa E., Andreaus, M., Carini, C., & Carpita, M. (2012). Exploring the efficiency of Italian social cooperatives by descriptive and principal component analysis. *Service Business*, 6(1), 117-136.
- Costa E., & Carini, C. (2016). Northern and Southern Italian social cooperatives during the economic crisis: a multiple factor analysis. *Service Business*, 10(2), 369-392.
- Cucculelli, M., Mannarino, L., Pupo, V., & Ricotta, F. (2014). Owner-management, firm age and productivity in Italian family firms. *Mofir - Working Paper*, 99.
- Dacin, M. T., Dacin, P. A., & Tracey, P. (2011). Social entrepreneurship: A critique and future directions. *Organization Science*, 22(5), 1203-1213.
- Dakovic, R., Czado, C., & Berg, D. (2010). Bankruptcy prediction in Norway: a comparison study. *Applied Economics Letters*, 17, 1739-1746.
- Dearden, L., Reed, H., van Reenen, J. (2005). The impact of training on productivity and wages: Evidence from British panel data. *The Institute for Fiscal Studies WP 05(16)*.
- Dees, J. G. (1996). The social enterprise spectrum: Philanthropy to commerce. *Harvard Business Review*, 7.
- Facchinetti, I. (2006). *Analisi di Bilancio*. Milano: Il Sole24Ore.
- Falini, A. (2008). *La Straordinaria Amministrazione*. Milano: Franco Angeli.
- Ferrero, G., Dezzani, F., Pisoni, P., & Puddu, L. (2003). *Le Analisi di Bilancio. Indici e Flussi*. Milano: Giuffrè.
- Fiorentini, G. (1996). Il finanziamento delle aziende non profit. In AA. VV. (Eds.), *Le Aziende non Profit tra Stato e Mercato. Atti del Convegno Svolto a Roma 28-30 settembre 1995*. Bologna: CLUEB.
- Fiorentini, G., & Calò, F. (Eds.). (2013). *Impresa Sociale & Innovazione Sociale. Imprenditorialità nel Terzo Settore e nell'Economia Sociale: il Modello IS&IS*. Milano: Franco Angeli.
- Fito, M.A., Plana-Erta, D., & Llobet, J. (2017). Usefulness of Z scoring models in the early detection of financial problems in bankrupt Spanish companies. *Intangible Capital*, 14 (1), 162-170.
- Franceschetti, B.M. (2013). Sulla capacità di sopravvivenza della social enterprise nazionale. *Economia e Diritto del Terziario*, 1, 127-149.
- Gabbianelli, L. (2018), A territorial perspective of SME's default prediction models, *Studies in Economics and Finance*, 35(4), 542-563.
- Giunta, F. (1996). *Appunti di economia aziendale*. Padova: Cedam.
- Guatri, L. (1986). *Crisi e risanamento delle imprese*. Milano: Giuffrè.
- Guatri, L. (1991). *La teoria di creazione del valore. Una via europea*. Milano: Egea.
- Guatri, L. (1992). *La diffusione del valore*. Milano: Egea.
- Guatri, L. (1995). *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*. Milano: Egea.
- Göler von Ravensburg, N., Lang, R., Poledrini, S. e Starnawska, M. (2021). How context shapes the character of cooperative social enterprises: Insights from various countries. In Defourny, J. & Nyssens, M. (Eds), *Social enterprises models in Europe*. London: Routledge.
- Hwang, H., & Powell, W.W. (2009). The rationalization of charity: The influences of professionalism in the nonprofit sector. *Administrative Science Quarterly*, 54(2), 268-298.

- Invernizzi, G., & Molteni, M. (1990). *Analisi di bilancio e diagnosi strategica. Strumenti per valutare posizione competitiva, vulnerabilità, patrimonio intangibile*. Milano: Etas.
- James, H. (2010). *The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle*. Cambridge: Harvard University Press.
- Jona-Lasinio, C., & Manzocchi, S. (2014). Intangible assets and productivity growth differentials across EU economies: The role of ICT and R&D. *Rivista di Politica Economica*, 1(3), 355-383.
- Litrico, J.-B., & Besharov, M.L. (2018). Unpacking variation in hybrid organizational forms: changing models of social enterprise among nonprofits. *Journal of Business Ethics*, 159, 343-360.
- Manzonetto, P. (2002). *Indicatori e Indici nell'Analisi di Bilancio*. Milano: Franco Angeli.
- Moliterni, R. (1999). *Dalla Fisiologia alla Crisi d'Impresa: Diagnosi dei Processi Degenerativi e Misure di Prevenzione*. Padova: Cedam.
- Montrone, A. (2016). *L'Analisi del Valore e della Performance nel Ciclo di Vita dell'Impresa*. Milano: Franco Angeli.
- Montrone, A., & Poledrini, S., (2021). La misurazione della performance delle piccole e medie cooperative sociali. Un apprezzamento basato sul valore aggiunto. *Impresa Sociale*, 1.
- Montrone, A., Poledrini, S., & Searing, E. (2020). La previsione delle crisi aziendali nelle cooperative sociali italiane. *Impresa Sociale*, 4.
- Nam, J.H., & Jinn, T. (2000). Bankruptcy prediction: Evidence from Korean listed companies during the IMF crisis. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 11(3).
- Paganelli, O. (1987). *Analisi di Bilancio. Indici e Flussi*. Torino: Utet.
- Palazzi, F., Sgrò, F., & Ciambotti, M. (2018). Alle radici della crisi d'impresa durante la recessione economica globale: focus sulle PMI italiane. *Rivista Piccola Impresa/Small Business*, 3.
- Panelli, M. (2016). La prevenzione della crisi d'impresa. I lavori della commissione rordorf e gli scenari futuri". *Economia Aziendale Online*, 6(4), 225-244.
- Pellicelli, M. (2007). *Creazione di Valore e Value Based Management*. Torino: Giappichelli.
- Pencarelli, T., Gabbianelli, L., & Cecchini, S. (2013). *Le Crisi d'Impresa. Diagnosi, Previsione e Procedure di Risanamento*. Milano: Franco Angeli.
- Pencarelli, T., Cesaroni, F. M., & Demartini, P. (2021). Covid-19 and Italian small and medium-sized enterprises: consequences, threats and opportunities. *Piccola Impresa / Small Business*, 3.
- Piciocchi, P. (2003). *Crisi d'Impresa e Monitoraggio di Vitalità*. Torino: Giappichelli.
- Poledrini, S. (Ed.) (2010). *Le Imprese Senza Scopo di Lucro. Risultati del Progetto IN.NE.S.T.I. (INserimento NELLA Società Tramite Imprese)*. Milano: Franco Angeli.
- Poledrini, S. (2017). *Le Social Enterprise in Italia: Modelli a Confronto. Risultati dal Progetto di Ricerca Internazionale ICSEM*. Milano: Franco Angeli.
- Poledrini, S. (2018). The emergence of new social enterprise models in Italy: First insights from the international ICSEM project". *Impresa Progetto - Electronic Journal of Management*, 2, 1-19.
- Poledrini, S., Degavre, F. & Tortia, E. (2018). Editorial: Background and further perspectives on social innovation in social enterprises. *Journal of Entrepreneurial and Organizational Diversity*, 7(1), 1-13.
- Poledrini, S., & Tortia, E. (2018). L'impresa sociale italiana nella prospettiva economico-manageriale. *Analisi Giuridica dell'Economia*, 17(1), 45-70.
- Prometeia-Federmanager (2015). *Manager e attrazione investimenti: due spunti per la ripresa*. Rapporto di ricerca.

- Quagli, A., Froli, M., & Giusepponi, K. (1994). *Analisi di Bilancio Indici e Flussi Finanziari*. Ancona: Clua.
- Searing, E.A.M., Poledrini, S., Young, D.R. and Nyssens, M. (2021). The hybrid nature of social enterprises how does it affect their revenue sources?, *Social Enterprise Journal*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
- Sostero, U., Ferrarese, P., Mancin, M., & Marcon, C. (2016). *L'Analisi Economico-Finanziaria di Bilancio* (2nd ed.). Milano: Giuffrè.
- Spano, A. (2002). *Lineamenti di Analisi di Bilancio*. Milano: Giuffrè.
- Staiano, C., & Montella, S. (2013). La valutazione della continuità aziendale nella crisi d'impresa. *Economia Aziendale Online*, 3(3-4), 419-427.
- Syverson, C. (2011). What determines productivity? *Journal of Economic Literature*, 49(2), 326-365.
- Teodori, C. (2000). *L'Analisi di Bilancio*. Torino: Giappichelli.
- Terzani, S. (1996). *Le Comparazioni di Bilancio*. Padova: Cedam.
- Thomas, A. (2002). Gli elementi di competitività delle cooperative sociali. *Economia e Diritto del Terziario*, 2, 653-673.
- Thomas, A. (2004). The rise of social cooperatives in Italy. *Voluntas: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*, 15(3), 243-263.
- Thomas, A. (2013). Riflessioni sulla crisi: un nuovo ruolo per gli economisti aziendali nell'ottica dello sviluppo integrale. *Economia Aziendale Online*, 4(3), 261-270.
- Tortia E., Degavre, F., & Poledrini, S. (2020). Why are social enterprises good candidates for social innovation? Looking for personal and institutional drivers of innovation. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 91(3).
- Travaglini, C. (1997). *Le Cooperative Sociali tra Impresa e Solidarietà. Caratteri Economico-Aziendali ed Informativa Economico-Sociale*. Bologna: Clueb.
- Zito, M. (1999). *Fisiologia e patologia delle crisi di impresa*. Milano: Giuffrè.