



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali
Corso di Laurea Magistrale in
Economia e Gestione delle Imprese

**La crisi d'impresa e i fattori
critici per il risanamento:
il caso KTM AG**

Relatore:

Prof. Navaroni Matteo

Tesi di Laurea
di Carmina Mattia
Matricola n. 548596

Anno Accademico 2025-2026

«Diventa ciò che sei.» - Friedrich Nietzsche

A me stesso, che ho continuato anche quando è stato difficile

Al bambino che porto dentro, oggi parte dell'uomo che sono

A chi cammina con il proprio passo

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO I - LA CRISI D'IMPRESA.....	7
1.1 Definizione generale.....	7
1.2 Tipologie di crisi.....	10
1.3 Cause endogene ed esogene	19
1.4 Dinamiche della crisi in Italia e in Europa	28
1.4.1 Sony: crisi endogena.....	32
1.4.2 Jaguar Land Rover: crisi esogena.....	34
1.4.3 Blockbuster: crisi mista	37
CAPITOLO II - LE MODALITA' DI RISANAMENTO	41
2.1 Approccio generale.....	41
2.2 Ambiti d'intervento	45
2.3 Strumenti e strategie	47
2.4 Ruolo degli shareholders e stakeholders	51
2.5 Fattori critici di successo	54
2.6 Early warning systems e meccanismi di prevenzione	57
2.7 L'auto-amministrazione nel risanamento d'impresa	60
CAPITOLO III - IL CASO KTM AG.....	65
3.1 Profilo e contesto aziendale.....	65
3.2 Cause della crisi.....	70
3.3 Modalità di risanamento	74
3.4 Confronto pre e post intervento	78
CAPITOLO IV – CONCLUSIONI.....	87
4.1 Sintesi delle evidenze emerse	87
4.2 Valutazione del ruolo dell'analisi di bilancio.....	88

4.3 Confronto con altri casi aziendali.....	90
4.4 Considerazioni finali	93
BIBLIOGRAFIA	95
SITOGRAFIA.....	99
INDICE DELLE FIGURE E DELLE TABELLE	103

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni il contesto economico e imprenditoriale ha subito cambiamenti profondi, che hanno reso l'attività delle imprese sempre più complessa e meno prevedibile. La competizione è aumentata, le innovazioni tecnologiche si sono intensificate e l'incertezza è diventata ormai una componente stabile dell'ambiente in cui le imprese operano. In questo scenario, è diventato più difficile crescere in modo stabile perché sempre più spesso le imprese si trovano esposte a situazioni di squilibrio che, se non affrontate per tempo, possono incidere negativamente sui risultati economici e finanziari. La stabilità, pertanto, non è più qualcosa di garantito ma va costruita e mantenuta nel tempo attraverso le scelte che l'impresa compie nella gestione.

In questo contesto, il tema della crisi d'impresa è diventato sempre più centrale nel dibattito economico e manageriale. Nella maggior parte dei casi, infatti, la crisi non emerge all'improvviso ma prende forma gradualmente, attraverso segnali deboli che spesso vengono interpretati come semplici variazioni legate alla gestione ordinaria¹. Questa evoluzione graduale rende più difficile riconoscere per tempo i primi squilibri e intervenire in modo tempestivo, con il rischio che le tensioni si accumulino e finiscano per mettere in difficoltà l'equilibrio economico e finanziario dell'impresa. I primi segnali tendono a emergere sul piano finanziario e patrimoniale, con tensioni nella gestione della liquidità, ritardi negli incassi o un ricorso crescente a risorse di breve periodo; solo successivamente tali squilibri si riflettono in modo evidente anche sui risultati economici.

Anche realtà apparentemente solide possono mostrare fragilità quando il contesto cambia; negli ultimi anni, diversi eventi macroeconomici lo hanno chiaramente confermato: la pandemia da COVID-19 ha messo in difficoltà le catene di fornitura e modificato i comportamenti dei consumatori, costringendo molte aziende a operare in un clima di forte incertezza. A questo, si sono poi aggiunti l'aumento dei costi energetici, la crescita dell'inflazione e il rialzo dei tassi di interesse, fattori che hanno inciso sui margini operativi e reso più oneroso l'accesso al credito, limitando le possibilità di finanziamento².

Questi eventi non hanno introdotto problemi nuovi, ma hanno fatto emergere e accelerato fragilità già presenti nelle imprese che, fino a quel momento, erano state gestite senza

¹ L. Guatri, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, Egea, 1995.

² OECD, *Liquidity Shortfalls during the COVID-19 Outbreak*, Working Paper n. 1647, 2021; BCE, *Economic Bulletin*, 2022; Commissione Europea, *European Economic Forecast – Spring 2023*.

particolari difficoltà.

Le dinamiche descritte risultano particolarmente evidenti nei settori manifatturieri, dove i processi produttivi tendono a essere rigidi e i costi fissi pesano in modo significativo. In contesti di questo tipo, adattare rapidamente i livelli di produzione all'andamento della domanda non è semplice e può portare a una serie di conseguenze negative come l'accumulo di scorte, il rallentamento degli incassi e tensioni nella gestione del capitale circolante.

Parallelamente anche il quadro normativo in materia di gestione della crisi d'impresa si è aggiornato, seguendo l'impostazione europea orientata alla prevenzione e alla ristrutturazione anticipata delle situazioni di difficoltà³. In questa prospettiva si inserisce il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, con cui l'ordinamento italiano ha recepito i principi europei, spostando l'attenzione dalla gestione delle crisi conclamate alla loro prevenzione e all'individuazione tempestiva degli squilibri⁴.

Diventa quindi centrale distinguere tra crisi e insolvenza. La crisi rappresenta una fase ancora reversibile, in cui l'impresa ha la possibilità di intervenire con strumenti preventivi e negoziali. L'insolvenza, invece, segna una situazione più grave che di solito richiede l'avvio di procedure giudiziali. Questo cambio di prospettiva sottolinea l'importanza di riconoscere per tempo i segnali di difficoltà e di dotarsi di strumenti adeguati a monitorare l'evoluzione degli equilibri aziendali.

In questo contesto, l'analisi di bilancio assume un ruolo essenziale: non si limita a leggere i risultati dell'impresa, ma permette di osservarne l'evoluzione e di comprendere come cambiano nel tempo gli equilibri economici, finanziari e operativi. Indicatori come la liquidità, l'andamento delle rimanenze, dei crediti e dei debiti a breve permettono di individuare i primi segnali di deterioramento e di comprendere come tali dinamiche si trasformino progressivamente in squilibri più rilevanti. L'analisi di bilancio diventa così uno strumento interpretativo, utile non solo per valutare la situazione corrente, ma anche per supportare le decisioni gestionali nelle fasi di difficoltà.

L'obiettivo di questo elaborato è analizzare la crisi d'impresa e il modo in cui si sviluppa nel tempo, cercando di comprendere come i primi segnali di squilibrio possano emergere e, se non gestiti, trasformarsi progressivamente in difficoltà più gravi fino a compromettere la continuità aziendale. In questo percorso, l'analisi di bilancio ha un ruolo importante perché permette di seguire l'evoluzione degli equilibri economici e finanziari e di individuare

³ Parlamento europeo e Consiglio, *Direttiva (UE) 2019/1023 del 20 giugno 2019*.

⁴ D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, art. 2, comma 1.

tempestivamente le dinamiche che anticipano l'emersione della crisi.

Il lavoro si sviluppa come segue: nella prima parte viene introdotto il quadro teorico e normativo della crisi d'impresa; successivamente, l'analisi si concentra sulle modalità con cui le imprese possono affrontare e gestire le difficoltà, evidenziando le principali strategie e strumenti di risanamento; infine, la parte finale applica i concetti teorici a un caso aziendale concreto così da confrontare la teoria con quanto rilevato nell'analisi dell'impresa.

Il caso scelto è quello di KTM AG, un'azienda del settore motociclistico che per diversi anni ha vissuto una fase di crescita sostenuta e una forte espansione produttiva. Proprio per questo, il caso risulta particolarmente interessante, in quanto consente di osservare come un'impresa con una posizione consolidata sul mercato possa andare incontro a una crisi in seguito al peggioramento delle condizioni esterne e all'emersione di fragilità operative e finanziarie.

L'analisi del caso permette di seguire l'evoluzione della crisi a partire dalle prime difficoltà operative fino al manifestarsi delle tensioni finanziarie, e di osservare le misure adottate dall'impresa per fronteggiare la situazione, tra cui il ricorso alla procedura di auto-amministrazione disciplinata dall'ordinamento austriaco. I dati disponibili permettono di osservare i primi risultati degli interventi messi in atto, soprattutto sul piano finanziario. Tuttavia, trattandosi di risultati riferiti a una fase iniziale del risanamento e a un periodo di osservazione limitato, anche perché i dati completi relativi al 2025 non sono ancora disponibili, non è possibile stabilire se il miglioramento potrà essere mantenuto nel tempo. Il recupero della redditività operativa, infatti, richiede un orizzonte più lungo e dipende anche da fattori esterni, come l'andamento della domanda.

La tesi si struttura in quattro capitoli, ognuno dei quali affronta un aspetto specifico del tema. Il primo capitolo introduce la crisi d'impresa, descrivendone le principali dinamiche e cause e richiamando alcuni casi reali utili per comprenderne meglio il fenomeno.

Il secondo capitolo approfondisce il modo in cui le imprese affrontano e gestiscono la crisi, concentrandosi sia sulle scelte operative e finanziarie utili al riequilibrio, sia sugli strumenti normativi che possono accompagnare i percorsi di risanamento. Particolare attenzione è dedicata ai diversi attori coinvolti nel processo e al contributo che ciascuno può offrire nelle varie fasi dell'intervento. All'interno di questo quadro, viene dedicata attenzione anche all'evoluzione della disciplina europea in materia di ristrutturazione preventiva e alle soluzioni adottate nei diversi ordinamenti, con particolare riferimento ai modelli italiano e austriaco.

Il terzo capitolo è dedicato al caso KTM AG e ricostruisce l'emersione della crisi e il

successivo percorso di risanamento, attraverso l'analisi pluriennale dei dati di bilancio e delle principali decisioni gestionali che ne hanno influenzato l'evoluzione.

Infine, il quarto capitolo chiude il lavoro riprendendo i risultati principali e mettendoli a confronto con il quadro teorico di riferimento.

Le evidenze emerse confermano come la crisi d'impresa sia un fenomeno graduale: non si manifesta all'improvviso ma tende a svilupparsi lentamente, attraverso segnali deboli spesso sottovalutati dal management. Inoltre, nella maggior parte dei casi, la crisi non è riconducibile a un solo fattore bensì alla combinazione di più elementi interconnessi tra loro.

In questo quadro, agire tempestivamente e su più fronti finanziari, operativi e strategici, risulta decisivo; allo stesso tempo, è necessario mantenere un dialogo costante con i principali stakeholder, aumentando così le probabilità di successo del percorso di risanamento.

L'analisi di bilancio rappresenta uno strumento fondamentale per comprendere l'evoluzione della crisi e valutare gli effetti delle scelte adottate. Tuttavia, da sola non è sufficiente poiché non consente di cogliere gli aspetti qualitativi né di elaborare scenari futuri, elementi indispensabili per valutare la reale sostenibilità del risanamento.

Infine, il caso di KTM conferma come la coerenza delle scelte adottate, la tempestività con cui sono state prese le decisioni e la gestione attenta delle relazioni esterne, incidano in modo significativo sulle possibilità di recupero e di rilancio dell'impresa.

Nel complesso, la tesi cerca di proporre una visione della crisi d'impresa come un processo che si sviluppa nel tempo, utile per riconoscere i primi segnali di difficoltà e per valutare la sostenibilità delle misure adottate nei percorsi di risanamento.

CAPITOLO I - LA CRISI D'IMPRESA

1.1 Definizione generale

Definire il concetto di crisi d'impresa non è semplice e numerosi sono i dibattiti che si sono susseguiti nel tempo. Anche la letteratura fatica a trovare una definizione coerente e comune poiché diversi studi hanno posto l'attenzione su aspetti differenti a seconda del contesto storico, macroeconomico e manageriale. La crisi, infatti, può essere interpretata da prospettive diverse: può essere vista come un evento improvviso, una fase evolutiva di un processo di peggioramento, il risultato della competizione tra imprese sul mercato oppure una condizione da affrontare con adeguati interventi di natura gestionale e normativa. Anche tra i vari Paesi il concetto di crisi assume significati diversi: nei Paesi anglosassoni, ad esempio, l'attenzione è maggiormente rivolta alla previsione della crisi attraverso strumenti di analisi predittivi, come mostrano i lavori di Beaver, Altman, Ohlson e Zmijewski⁵, che hanno la finalità di anticipare per tempo i segnali di insolvenza.

In Italia, invece, la crisi viene interpretata sotto due aspetti differenti: quello giuridico, legato alle procedure concorsuali⁶ e quello manageriale, focalizzato sulle strategie di risanamento e sul recupero della redditività⁷.

Un contributo rilevante alla comprensione del concetto di crisi d'impresa è stato offerto da Luigi Guatri, che la definisce come una fase naturale e ricorrente del ciclo economico che permette di rafforzare le imprese più forti e competitive, eliminando dal mercato quelle meno efficienti, innovative o incapaci di adattarsi⁸. Lo stesso autore, ha poi introdotto una distinzione tra declino e crisi conclamata, individuando quest'ultima come la fase in cui il peggioramento delle condizioni economiche e finanziarie diventano visibili anche dall'esterno e risultano difficilmente recuperabili senza adottare interventi straordinari⁹. Da questa considerazione emerge quindi che la crisi non è riconducibile a un evento improvviso ma rappresenta il risultato lento e graduale di un processo di deterioramento.

Nella figura 1 è stato rappresentato il percorso evolutivo della crisi definito da Guatri, che

⁵ Beaver, *Financial Ratios as Predictors of Failure*, 1966; Altman, *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, 1968; Ohlson, *Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy*, 1980; Zmijewski, *Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models*, 1984.

⁶ Caprio, *Il sistema delle procedure concorsuali*, 1997; Floreani, *Crisi e ristrutturazioni aziendali*, 1997.

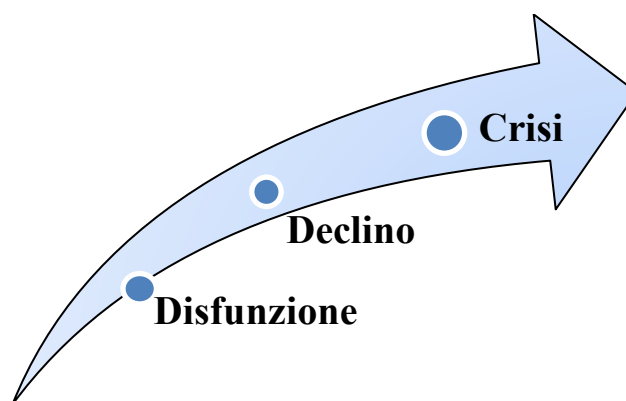
⁷ Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, 1986; Danovi, *Crisi d'impresa e risanamento*, 2003.

⁸ Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, cit.

⁹ Guatri, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, 1995.

mostra come essa si sviluppi in modo progressivo: ha origine da una prima fase definita disfunzione, in cui emergono le prime criticità; segue poi un periodo di declino, caratterizzato dal peggioramento della performance aziendali, fino a giungere all'ultima fase che rappresenta la vera e propria crisi (Fig. 1).

Figura 1 – *Evoluzione del processo dalla disfunzione alla crisi*



Fonte: rielaborazione da Savioli.

Un'ulteriore interpretazione della crisi, più ampia e moderna, è rappresentata dall'approccio sistemico-vitale¹⁰, che considera l'impresa come un sistema aperto capace di sopravvivere soltanto se in grado di interagire costantemente con l'ambiente esterno, adattandosi ai cambiamenti per mantenere l'equilibrio. In quest'ottica, la crisi si manifesta quando questa capacità di adattamento e di equilibrio viene meno. Numerosi sono gli autori che hanno condiviso questo approccio: Andrei, ad esempio, descrive la crisi come un progressivo deterioramento delle capacità gestionali dell'impresa¹¹; Moliterni mette in luce come la crisi abbia origine dalla rottura degli equilibri tra proprietà, leadership e struttura operativa¹²; Sciarelli, invece, paragona l'impresa a un organismo vivente che, una volta indebolito, rischia di non riuscire a riprendersi se non vengono messe in campo azioni tempestive¹³. Un'altra interpretazione della crisi, di tipo evolutivo e finanziario, è proposta da autori che, a differenza dei precedenti, la considerano come un fenomeno che si manifesta e peggiora gradualmente nel tempo. Aldrighetti e Savaris¹⁴, la descrivono come un progressivo

¹⁰ Golinelli, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa*, 2000.

¹¹ Andrei, *Crisi d'impresa e procedure concorsuali*, 1996.

¹² Moliterni, *Dalla fisiologia alla crisi d'impresa*, 1999.

¹³ Sciarelli, *La crisi d'impresa*, 1995.

¹⁴ Aldrighetti – Savaris, *La riforma delle procedure concorsuali e i modelli di gestione dell'impresa in crisi*, 2008.

peggioramento che porta a deterioramento degli equilibri economici, patrimoniali e finanziari, capaci di produrre effetti irreversibili. Sulla stessa linea di pensiero l'autore Falini¹⁵, richiamando la teoria del valore, considera la crisi come una fase avanzata del declino segnata da perdite economiche, squilibri finanziari e difficoltà di accesso al credito. Altri due autori che interpretano la crisi adottando un'interpretazione simile sono Pencarelli¹⁶ e Sommariva¹⁷: il primo, vede la crisi come una progressiva perdita nel tempo della capacità di generare redditività mentre il secondo evidenzia come la crisi può emergere anche da fattori meno tangibili, come la fiducia e la conoscenza, la cui assenza può mettere a rischio la continuità aziendale.

Dalle diverse prospettive analizzate, si evidenziano aspetti diversi della crisi che, complessivamente, aiutano a comprendere meglio la natura e le dinamiche del fenomeno.

In passato, la crisi d'impresa veniva analizzata soprattutto da un punto di vista teorico mentre negli ultimi anni questo tema si è affrontato in modo più concreto: ciò ha portato allo sviluppo di un vero e proprio quadro normativo, con l'obiettivo di introdurre regole che permettano di prevenirla e gestirla in maniera più tempestiva ed efficace. Con il D.lgs. n. 14/2019¹⁸, noto come *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, il legislatore ha introdotto per la prima volta una definizione giuridica di crisi, intesa come *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*.

Questa definizione ha reso possibile distinguere in modo più chiaro la crisi dall'insolvenza, ossia la situazione in cui l'impresa non è più in grado di far fronte ai propri debiti; essa, tuttavia, si concentra prevalentemente sugli aspetti economico-finanziari, trascurando quelli strategici e organizzativi che la letteratura considera fondamentali per comprendere a fondo le cause della crisi¹⁹.

In conclusione, la crisi non può essere considerata come un evento improvviso ed eccezionale, ma va intesa come il risultato di un processo graduale che provoca il progressivo

¹⁵ Falini, *La crisi d'impresa e le sue cause: un modello interpretativo*, 2011.

¹⁶ Pencarelli, *Le crisi d'impresa. Diagnosi, previsione e procedure di risanamento*, 2013.

¹⁷ Sommariva, *Lo stato di crisi dell'impresa: lineamenti della fattispecie*, 2014.

¹⁸ D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, art. 2, comma 1.

¹⁹ Un esempio concreto dei limiti di questa visione, puramente economica e finanziaria, è rappresentato dalla pandemia di Covid-19 che ha mostrato come i fattori esterni, come ad esempio la sospensione della produzione, il calo della domanda e l'interruzione delle catene di approvvigionamento, possano incidere in tempi molto rapidi sulla continuità aziendale anche per imprese solide. Da questa esperienza è emerso come sia necessario affiancare agli strumenti di prevenzione economico-finanziari adeguati interventi strategici e organizzativi, capaci di rafforzare la resilienza dell'impresa.

deterioramento degli equilibri economici, patrimoniali e finanziari.

Per garantire la continuità aziendale e la capacità dell'impresa di creare valore nel lungo periodo, è quindi fondamentale riconoscere per tempo i segnali di crisi e intervenire con misure correttive di natura gestionale, strategica e finanziaria.

1.2 Tipologie di crisi

Al fine di stabilire le priorità di intervento e la scelta degli strumenti più adatti per fronteggiare la crisi, è fondamentale identificare correttamente le tipologie di crisi che un'impresa si trova ad affrontare. Secondo la letteratura economico-aziendale, distinguere le tipologie di crisi non è soltanto un'esigenza operativa ma ha uno scopo più profondo che consente di ricondurre le diverse manifestazioni a schemi già identificati e consolidati, in grado di facilitare l'analisi delle cause e l'individuazione delle strategie di intervento più appropriate²⁰. È bene sottolineare che le tipologie di crisi non devono essere ricondotte a delle categorie rigide e indipendenti poiché nella realtà una crisi può manifestarsi in un modo per poi evolvere nel tempo e assumere caratteristiche di un'altra. Ad esempio, una crisi può avere origini economiche ma poi evolvere in crisi finanziaria o patrimoniale. Per questa ragione, è importante affrontare la crisi considerando non solo le singole dimensioni ma anche le interazioni che si sviluppano tra di esse.

La classificazione delle diverse tipologie di crisi, presenta tuttavia un limite: consente di descrivere come la crisi si manifesta ma non permette di comprenderne le origini. È quindi utile per ottenere un quadro descrittivo del fenomeno ma non è sufficiente per individuare le aree critiche e spiegare i meccanismi che hanno portato l'impresa alla situazione di difficoltà. Per comprenderne meglio il fenomeno, si rende necessario analizzare i fattori endogeni legati alle scelte strategiche, gestionali e organizzative dell'impresa, e quelli esogeni, riconducibili al contesto economico e competitivo.

Tipologie di crisi in base all'ambito aziendale prevalentemente colpito

L'ambito aziendale nel quale si manifestano i primi segnali di squilibrio, è un primo criterio di classificazione della crisi d'impresa. In quest'ottica, la letteratura economico-aziendale definisce quattro tipologie principali di crisi: economica, finanziaria, patrimoniale e strategico-organizzativa.

Tendenzialmente, i primi segnali di difficoltà emergono sul piano finanziario, attraverso

²⁰ L. Guatri, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, Egea, 1995.

tensioni di liquidità e squilibri nel capitale circolante, mentre le cause della crisi possono avere origine in ambiti diversi. Non esiste, infatti, un ordine rigido: la crisi può nascere da fattori economici, patrimoniali, organizzativi o strategici, a seconda delle specifiche condizioni in cui si trova l'impresa. Tuttavia, sebbene le categorie vengano definite in modo distinto, nella realtà tendono a influenzarsi e condizionarsi reciprocamente, dando origine a crisi ben più complesse e dinamiche che evolvono nel tempo²¹.

La crisi economica ha origine quando l'impresa non è più in grado di generare risultati economici soddisfacenti tali da ripagare i capitali investiti, determinando così un peggioramento degli indici di redditività, che restano stabilmente al di sotto dei livelli considerati normali o accettabili²².

La progressiva riduzione della redditività, secondo Guatri, rappresenta il segnale più attendibile di declino aziendale perché è nel conto economico che emergono i primi segnali di inefficienza come scelte strategiche errate o politiche di prezzo sbagliate.

Secondo la dottrina, quando l'impresa non è più in grado di generare margini positivi, gli effetti non sono visibili soltanto sulla gestione ordinaria ma anche sulla capacità di investire e crescere dando origine ad un circolo vizioso che compromette la stabilità dell'impresa, aggravando l'evoluzione della crisi²³.

La seconda tipologia di crisi è quella finanziaria, che si identifica quando i flussi di cassa non sono più sufficienti a coprire le obbligazioni assunte. Questa situazione è coerente con la definizione di crisi contenuta nell'articolo 2 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, che la descrive come «inadeguatezza dei flussi prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate»²⁴. La seguente definizione identifica la crisi non come una mancanza temporanea di liquidità bensì la associa a problemi più profondi in cui si ha uno squilibrio strutturale tra le entrate e le uscite future. Per poter fronteggiare tempestivamente questo problema, diventa fondamentale adottare l'utilizzo di indicatori di allerta come il *Debt Service Coverage Ratio*, la variazione del capitale circolante netto o i rapporti di indebitamento.

Questi indicatori, permettono di identificare per tempo i segnali emergenti delle tensioni finanziarie e di capire se si tratta di difficoltà transitorie oppure squilibri più gravi, che possono mettere a rischio la continuità aziendale²⁵.

²¹ P. Onida, *Economia d'azienda*, Torino, UTET, 1971.

²² L. Guatri, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, Egea, 1995.

²³ G. Airoldi – G. Brunetti – V. Coda, *Economia aziendale*, Bologna, Il Mulino, 1994.

²⁴ Decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, art. 2.

²⁵ Assonime, *Note e studi sulla crisi d'impresa e gli strumenti di allerta*, Roma, Assonime, 2019.

Successivamente alla crisi finanziaria si identifica la crisi patrimoniale, che si manifesta in una fase più avanzata del processo di deterioramento e che incide in modo rilevante sulla consistenza e composizione del patrimonio dell'impresa. I primi segnali di questa crisi si evidenziano con l'erosione del patrimonio netto, attribuibile a perdite ricorrenti, a svalutazioni importanti delle immobilizzazioni o altre poste patrimoniali. Un altro segnale è rappresentato dall'aumento del livello di indebitamento rispetto ai mezzi propri, che indica una maggiore dipendenza dell'azienda verso i finanziatori esterni. Altri segnali importanti da tenere in considerazione sono la riduzione del valore delle attività e la riduzione del patrimonio netto che evidenziano una struttura economico-finanziaria dell'impresa compromessa. Quando, ad esempio, le passività a breve superano l'attivo corrente effettivamente liquidabile, significa che l'impresa non ha più a disposizione risorse sufficienti da poter utilizzare per far fronte agli impegni imminenti, generando uno squilibrio patrimoniale e temporale tra fonti e impieghi. La letteratura, partendo da queste situazioni, definisce la crisi patrimoniale come la fase ultima del processo degenerativo già in corso sul piano economico e finanziario²⁶. La crisi patrimoniale è quindi il risultato di perdite e tensioni di liquidità costanti che non sono state affrontate tempestivamente, erodendo progressivamente il patrimonio netto dell'impresa. Tuttavia, queste non sono le uniche situazioni possibili poiché la crisi patrimoniale può avere origine anche da una crescita eccessiva e non gestita correttamente, finanziata prevalentemente con il debito.

In questi casi, l'impresa cresce troppo rapidamente senza però disporre di risorse sufficienti, comportando un aumento di debiti che ne indeboliscono la struttura patrimoniale.

A supporto di queste considerazioni, è bene sottolineare che anche il Codice civile pone particolare attenzione sul tema del patrimonio netto come indicatore di equilibrio aziendale. Nello specifico, ai sensi dell'articolo 2482-bis del Codice civile²⁷, gli amministratori hanno l'obbligo di convocare senza indugio l'assemblea quando il capitale si riduce di oltre un terzo. Nel caso in cui la perdita comporti la riduzione del capitale al di sotto del minimo legale, la società deve procedere alla sua ricostituzione oppure, se questo non avviene, è necessario avviare il procedimento di scioglimento della società.

In sintesi, quando l'impresa deve affrontare la crisi patrimoniale, si trova spesso in una fase irreversibile nella quale perde non soltanto la propria solidità finanziaria ma anche i presupposti giuridici per poter proseguire con l'attività.

²⁶ G. Zappa, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Milano, Giuffrè, 1956.

²⁷ Codice civile, art. 2482-bis.

L'ultima tipologia di crisi, in base all'ambito aziendale prevalentemente colpito, è quella strategico-organizzativa, considerata dalla dottrina la forma più grave perché fa riferimento alla capacità dell'impresa di mantenere nel tempo la sua posizione competitiva e adattarsi ai cambiamenti derivanti dall'ambiente esterno. In questo caso, la crisi può essere analizzata sotto due punti di vista differenti: strategico e organizzativo.

Dal punto di vista strategico, nasce quando il modello di business adottato fino a quel momento non è più efficiente come prima e non permette di ottenere un vantaggio competitivo duraturo. In questa situazione l'impresa fatica a distinguersi dai concorrenti e le strategie adottate, come la differenziazione o la leadership di costo, diventano meno efficaci in seguito al mutamento dell'ambiente esterno. Tali cambiamenti, riconducibili a trasformazioni tecnologiche, mutamenti del settore o variazioni della domanda²⁸, richiedono un intervento tempestivo delle strategie aziendali. In caso contrario, l'impresa faticcherà a mantenere il proprio vantaggio competitivo e non riuscirà più a soddisfare i clienti presenti sul mercato, portandola progressivamente al declino.

Sul piano organizzativo, invece, si manifestano problemi differenti come inefficienze nei processi, carenze nei sistemi informativi e di controllo, debolezze nella *governance* e scarsa coerenza tra vertice aziendale e struttura operativa. Analizzate insieme, le dimensioni strategica e organizzativa aiutano a comprendere le cause scatenanti della crisi d'impresa: spesso, infatti, è proprio un mancato allineamento tra strategia ed organizzazione a generare le difficoltà.

Questo aspetto è messo in evidenza anche dall'Approccio Sistemico Vitale, secondo cui la crisi strategico-organizzativa può diventare l'origine di tutte le altre forme di crisi. In tale prospettiva, quando strategia e struttura non sono più allineate, l'impresa perde la capacità di tradurre le scelte strategiche in risultati economici, di generare flussi finanziari adeguati e di mantenere un equilibrio patrimoniale sostenibile²⁹. Questa condizione innesca un processo degenerativo che, se non affrontato tempestivamente, può compromettere la continuità aziendale.

In conclusione, la dimensione strategico-organizzativa rappresenta un elemento centrale per comprendere le dinamiche di crisi e per avviare percorsi di risanamento efficaci.

²⁸ M. Porter, *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, New York, Free Press, 1985.

²⁹ G.M. Golinelli, *L'approccio sistemico vitale*, Padova, Cedam, 2010.

Tipologie di crisi in base allo stadio evolutivo

Un secondo criterio di classificazione della crisi d'impresa si basa sullo stadio evolutivo del processo di deterioramento delle condizioni economiche, finanziarie e competitive dell'impresa e consente di distinguere le diverse fasi della crisi, ciascuna con caratteristiche proprie. Tale approccio si fonda sull'idea che la crisi non rappresenti un evento improvviso, ma il risultato di un processo graduale articolato in più stadi di gravità crescente. Individuare correttamente la fase in cui ci si trova è fondamentale per una diagnosi tempestiva e per la definizione di strategie di intervento adeguate.

La letteratura aziendalistica e finanziaria distingue tradizionalmente tre stadi principali della crisi: latente, incipiente e conclamata³⁰, ciascuno caratterizzato da segnali distintivi, diversi gradi di reversibilità e specifiche conseguenze gestionali e finanziarie.

Nella prima fase, definita come "latente", i segnali sono ancora deboli, spesso qualitativi e non sempre rilevabili dai tradizionali indicatori contabili. Possono manifestarsi, ad esempio, nella perdita di figure manageriali chiave, ritardi nel lancio di nuovi prodotti, peggioramento dei livelli di servizio o primi scostamenti rispetto ai *benchmark* di settore. In termini finanziari, gli equilibri fondamentali non risultano ancora compromessi, ma iniziano a manifestarsi segnali di peggioramento della situazione aziendale. Per questo motivo, la fase latente rappresenta il momento più opportuno per un intervento tempestivo, poiché i costi risultano contenuti e le probabilità di successo maggiori, essendo le risorse finanziarie e organizzative ancora abbastanza flessibili per sostenere azioni correttive efficaci.

In questa fase, la principale difficoltà consiste nel riuscire a cogliere per tempo i primi segnali di crisi e superarli con un sistema di monitoraggio adeguato, così da poter intervenire preventivamente, come previsto anche dall' ex art. 3 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza³¹.

Successivamente, la crisi diventa più evidente o "incipiente" e manifesta segnali di deterioramento misurabili negli indicatori economici, patrimoniali e finanziari dell'impresa. In particolare, alcuni segni di questa crisi si riflettono in: riduzione dei profitti a fronte di attività ancora in corso, minor cassa disponibile poiché il capitale circolante richiede più risorse e difficoltà nel poter far fronte ai propri impegni finanziari, compromettendo la fiducia di fornitori e investitori.

Per affrontare questa fase, l'impresa deve intervenire su più fronti: da un lato, con interventi

³⁰ L. Guatri, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, Egea, 1995.

³¹ D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, art. 3.

operativi, come la riduzione dei costi o la concentrazione su mercati più redditizi; dall'altro attraverso azioni finanziarie, come la rinegoziazione dei debiti o la ricerca di nuove fonti di capitale. Per garantire che l'impresa possa uscire con successo da questa fase, è fondamentale che gli interventi siano tempestivi e coerenti tra loro. In caso contrario, la situazione potrebbe peggiorare portando velocemente alla fase successiva della crisi.

La fase conclamata, infine, rappresenta il momento in cui la crisi si manifesta chiaramente e, nella maggior parte dei casi, non può più essere affrontata con gli strumenti normalmente utilizzati nella gestione ordinaria. Le difficoltà diventano evidenti e si diffondono a tutta l'organizzazione, traducendosi in risultati economici negativi, erosione del patrimonio netto e tensioni di liquidità tali da compromettere la capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari. Affinché l'impresa possa uscire dalla crisi, sono necessarie misure straordinarie che, in alcuni casi, possono comportare l'avvio di procedure concorsuali o negoziali quali la cessione di rami d'azienda, l'ingresso di nuovi soci con nuovi conferimenti di capitale o la liquidazione del patrimonio aziendale.

In questa situazione, è essenziale che l'azienda agisca tempestivamente evitando ritardi nell'adozione di strumenti di risanamento poiché ogni intervento tardivo potrebbe avere ripercussioni importanti sul futuro dell'impresa conducendola rapidamente verso il fallimento. Per individuare in modo tempestivo i segnali di difficoltà e consentire all'impresa di intervenire rapidamente, il legislatore ha introdotto, con il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, un insieme di strumenti e procedure volte a favorire la rilevazione anticipata delle criticità e l'avvio tempestivo di piani di risanamento. L'obiettivo è intervenire prima che la situazione diventi irreversibile, tutelando al tempo stesso gli interessi degli stakeholder³².

Un ulteriore criterio di classificazione delle crisi riguarda la durata e la reversibilità del fenomeno. La dottrina economico-aziendale distingue, in linea generale, tra crisi temporanee o congiunturali e crisi strutturali o irreversibili. Le prime si manifestano in corrispondenza di eventi specifici che spesso derivano da fattori esterni all'impresa come un improvviso aumento dei costi delle materie prime, un calo della domanda o un'interruzione temporanea dei flussi di approvvigionamento. In questi casi, se l'impresa dispone di adeguate risorse patrimoniali e gestionali, le difficoltà possono essere superate mediante interventi relativamente rapidi e contenuti, senza compromettere la continuità aziendale³³.

³² Assonime, *Note e studi sulla crisi d'impresa e gli strumenti di allerta*, Roma, Assonime, 2019.

³³ V. Coda, *La valutazione della performance aziendale*, Torino, Giappichelli, 1988.

La situazione è diversa per quanto riguarda le crisi strutturali o irreversibili, la cui origine è riconducibile a cause più profonde e persistenti come trasformazioni tecnologiche radicali, cambiamenti nei modelli di consumo o la perdita definitiva di sostenibilità del modello di business.

Le crisi strutturali, diversamente da quelle temporanee che possono essere risolte tramite un miglioramento delle condizioni di mercato o azioni interne all'impresa, richiedono interventi e decisioni strategiche di lungo periodo.

In questi casi, alcuni interventi possibili possono riguardare la revisione del proprio portafoglio di attività, la riorganizzazione dei processi produttivi, la ricerca di nuove alleanze oppure, nei casi più gravi, la dismissione di aree di business non più redditizie³⁴.

Un ulteriore aspetto rilevante da considerare quando si analizza una crisi riguarda non solo la sua natura, ma anche la sua durata e l'impatto che può avere sull'impresa. Un evento di breve periodo, infatti, può comunque avere effetti molto gravi sulla sopravvivenza dell'impresa. Si pensi, ad esempio, a una scelta gestionale errata che provochi un danno d'immagine: pur trattandosi di un evento transitorio, può portare a una perdita di fiducia degli stakeholder, compromettendo al tempo stesso la capacità dell'impresa di operare a lungo sul mercato.

Diversamente, una crisi di lunga durata, non porta per forza al fallimento. Se l'impresa è in grado di anticipare i cambiamenti del mercato e riesce ad adattare la propria strategia innovando, diversificando o riorganizzandosi, può comunque superarla con successo³⁵.

In questi contesti, per garantire la sopravvivenza dell'impresa, è fondamentale anticipare i cambiamenti e tradurli in decisioni strategiche. Le imprese possono utilizzare strumenti di analisi che permettono di definire con maggiore precisione gli interventi e le misure necessarie per superare la crisi inquadrandola secondo due dimensioni principali: la durata, ovvero quanto a lungo durerà la crisi e la reversibilità, cioè la possibilità di superarla, o al contrario, il rischio che diventi irreversibile portando l'impresa al fallimento³⁶.

Una volta analizzate le diverse forme di crisi, è necessario capirne l'origine e le modalità con cui esse si diffondono all'interno dell'impresa. Nella maggior parte dei casi, infatti, raramente la crisi è circoscritta ad un solo fenomeno³⁷ ma coinvolge più aree e richiede interventi tempestivi per prevenirne l'evoluzione ed evitare che si trasformi in forme più

³⁴ L. Guatri, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, Egea, 1995.

³⁵ *Ibid.*

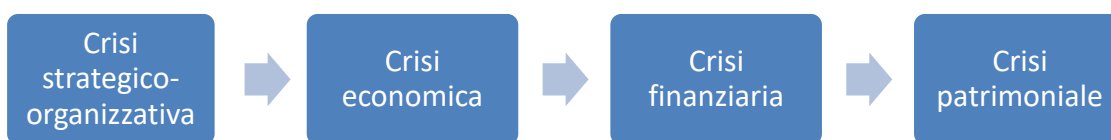
³⁶ S. Sciarelli, *La crisi d'impresa: il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Padova, Cedam, 1995.

³⁷ S. Sciarelli, *Crisi e risanamento delle imprese*, Padova, Cedam, 1995.

gravi di deterioramento, anche di natura patrimoniale³⁸.

La diffusione della crisi può essere rappresentata, in via generale, come una sequenza ricorrente di fasi che evidenziano come essa si propaga tra le diverse dimensioni aziendali.

Figura 2 – *Traiettoria tipica di sviluppo della crisi d'impresa: dalle cause strategico-organizzative al deterioramento patrimoniale*



Fonte: elaborazione propria sulla base della letteratura aziendalistica.

Come mostrato nella figura 2, la crisi si propaga gradualmente nelle diverse aree aziendali passando da squilibri strategici e organizzativi fino a generare effetti di natura patrimoniale. Nella fase iniziale, la crisi produce effetti sul piano economico portando a riduzione dell'utile o alla presenza di perdite: i margini di profitto si riducono e, di conseguenza, si riflettono anche sull'equilibrio finanziario. La minore redditività comporta infatti una riduzione della liquidità che rende più difficile per l'impresa pagare i propri debiti e al tempo stesso mina la fiducia degli stakeholder e la possibilità di accedere al credito. Questa condizione porta a mancanza di liquidità sufficiente a coprire le uscite, con conseguenti ritardi nei pagamenti verso fornitori, dipendenti e banche, nonché un aumento dei tassi di interesse o la richiesta di maggiori garanzie per ottenere nuovi prestiti. Se queste difficoltà non vengono affrontate tempestivamente, i problemi possono aggravarsi al punto tale da compromettere la struttura patrimoniale dell'impresa. Ogni volta che l'impresa chiude un esercizio con un risultato negativo, infatti, una parte del capitale proprio viene utilizzata per coprire le perdite. Il perdurare di tale situazione può portare a una riduzione del patrimonio netto fino al suo azzeramento, o addirittura a un valore negativo. In questo caso, l'impresa non può più essere considerata in continuità aziendale, poiché perde la sua stabilità economico-finanziaria e, conseguentemente, i requisiti legali per continuare a operare.

In alcuni casi, però, le crisi non dipendono da fattori interni all'impresa bensì sono generate da fattori esterni e imprevedibili come ad esempio rallentamenti generali dell'economia, pandemie, aumenti improvvisi dei costi dell'energia e infine eventi geopolitici come guerre, sanzioni e instabilità politica. Questi eventi fungono da fattori scatenanti, facendo emergere

³⁸ L. Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, Egea, 1995.

problemi che probabilmente esistevano già all'interno dell'impresa ma che ancora non erano visibili. La vera difficoltà per l'impresa non è l'evento in sé ma la mancanza di strumenti che permettano di adattarsi velocemente e in modo coerente ai cambiamenti.

Anche la letteratura, in particolare quella italiana, evidenzia come la crisi non derivi da una singola causa; Sciarelli, infatti, sottolinea che nella maggior parte dei casi il fenomeno è riconducibile a una combinazione di fattori esterni e interni interconnessi tra loro³⁹. Per comprendere realmente una crisi è quindi necessario condurre un'analisi approfondita e su più livelli che consideri le cause profonde spesso riconducibili a errori strategici o organizzativi che ne hanno determinato la nascita.

Un ulteriore elemento fondamentale da tenere in considerazione è la rapidità con cui l'impresa mette in atto gli interventi: quanto più è tempestiva, individuando fin da subito i primi segnali di crisi, tanto maggiori saranno le soluzioni disponibili per poter affrontare la crisi, adottando misure gradualmente e correttive a minor impatto. Al contrario, se l'impresa tarda ad agire, è probabile che la crisi tenda a peggiorare riducendo gli interventi disponibili a poche strategie di natura straordinaria o difensiva come la vendita di rami d'azienda per ottenere liquidità o l'avvio di procedure concorsuali, come il concordato preventivo o la liquidazione giudiziale per gestire l'insolvenza.

Oltre alla descrizione delle traiettorie evolutive, la classificazione delle crisi assume anche una rilevante valenza operativa, poiché orienta la diagnosi e la definizione delle priorità d'intervento. In base alla natura della crisi, infatti, cambiano le strategie da adottare: un'impresa che si trovi in una crisi strategica ancora latente dovrà puntare soprattutto su strategie di innovazione e sul riposizionamento competitivo. Al contrario, un'impresa che si trovi ad affrontare una crisi finanziaria nelle fasi iniziali, dovrà concentrarsi prima di tutto sulla capacità di rafforzare la gestione delle entrate ed uscite di denaro e sul recupero della fiducia dei creditori.

Un ulteriore condizione in cui l'impresa può trovarsi è rappresentata dalle crisi strutturali, radicate nella struttura dell'impresa che risultano ormai evidenti e che richiedono cambiamenti significativi nella struttura o nell'attività dell'impresa. Tali crisi possono manifestarsi, ad esempio, in modelli di business obsoleti, processi produttivi inefficienti, prodotti che il mercato non ricerca più oppure costi fissi più elevati rispetto ai ricavi. In questo contesto, la classificazione della crisi non ha solo una valenza teorica ma anche

³⁹ S. Sciarelli, *Economia e gestione delle imprese*, Padova, Cedam, 2005.

un'utilità concreta poiché aiuta l'impresa a scegliere il giusto tipo di intervento da adottare. In particolare, è possibile distinguere due misure differenti: quelle correttive e preventive, che vengono adottate nelle fasi iniziali della crisi e quelle difensive e straordinarie, che vengono messe in atto quando la crisi è più grave o si trova in una fase già avanzata.

1.3 Cause endogene ed esogene

Secondo la letteratura economico-aziendale, non esiste un solo modo per interpretare la crisi e diverse sono le classificazioni delle cause che si distinguono per approcci teorici, livelli di analisi e finalità differenti. La dottrina italiana, grazie al contributo di alcuni autori come Tedeschi Toschi⁴⁰, Sciarelli⁴¹ e Guatri⁴², interpreta la crisi d'impresa attraverso una visione sistemica, che la considera come un sistema unico costituito da singoli elementi che interagiscono tra loro. Secondo questo approccio, la crisi non è identificata come un evento singolo ma come la combinazione di cause endogene, come scelte aziendali errate e inefficienze interne e cause esogene, derivanti da cambiamenti della domanda o da shock economici. Diverso è invece l'approccio adottato dalla letteratura internazionale, caratterizzato da un orientamento più pragmatico e incentrato sulla pratica e sui risultati piuttosto che sui concetti teorici. Un contributo importante è stato offerto da Slatter e Lovett⁴³ che privilegiano l'osservazione empirica rispetto ai concetti teorici, concentrandosi maggiormente sull'analisi delle cause che hanno determinato la crisi. Anche in questo caso, viene applicata una distinzione tra fattori interni, come l'inadeguatezza del management, le inefficienze operative e le scelte finanziarie non sostenibili, e fattori esterni, quali variazioni della domanda, aumento della concorrenza e cambiamenti delle principali variabili macroeconomiche; tuttavia, in questo caso, la distinzione assume un carattere più operativo poiché mira a individuare su quali fattori intervenire concretamente nel processo di risanamento. Questo approccio, pur non sostenuto da solide basi teoriche, risulta comunque efficace nell'individuare rapidamente le aree di criticità nei processi di crisi e di risanamento. Nella presente analisi, si è scelto tuttavia di adottare l'approccio della letteratura italiana poiché fornisce una base teorica chiara e stabile, maggiormente coerente con gli obiettivi del lavoro e risultando particolarmente utile per approfondire nel dettaglio le cause della crisi e

⁴⁰ D. Tedeschi Toschi, *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, Giuffrè, 1993.

⁴¹ S. Sciarelli, *Crisi e risanamento delle imprese. Strategie e politiche di ristrutturazione*, Padova, Cedam, 1995.

⁴² L. Guatri, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, Egea, 1995.

⁴³ S. Slatter – D. Lovett, *Corporate Turnaround: Managing Companies in Distress*, Penguin Books, 1999.

sviluppare le successive fasi di indagine.

In linea con l'approccio adottato, le cause della crisi possono essere ricondotte a due categorie fondamentali: endogene, quando hanno origine all'interno dell'impresa, ed esogene, quando dipendono da fattori esterni al sistema aziendale. La tabella 1 riassume le principali categorie di cause individuate dalla dottrina economico-aziendale italiana e rappresenta il quadro di riferimento per l'analisi successiva.

Tabella 1 – *Classificazione delle cause di crisi endogene ed esogene*

ENDOGENE	ESOGENE
<ul style="list-style-type: none">• Errori di programmazione e di gestione• Inefficienze operative• Rigidità strutturali• Squilibri patrimoniali e finanziari• Errori strategici	<ul style="list-style-type: none">• Mutamenti del contesto macroeconomico• Crisi settoriali• Mutamenti normativi, sociali e politici• Mutamenti tecnologici• Shock esterni improvvisi

Fonte: rielaborazione da Tedeschi Toschi (1993); Sciarelli (1995); Guatri (1995).

Nell'ottica elaborata dalla dottrina economico-aziendale italiana, le cause endogene assumono un ruolo centrale nella spiegazione delle crisi d'impresa. Si tratta di fattori che hanno origine all'interno dell'organizzazione e che riflettono le scelte strategiche, organizzative e operative messe in atto dal management⁴⁴. Analizzare questi aspetti permette di individuare i punti di debolezza che, se non affrontati per tempo, possono trasformarsi in squilibri economici, patrimoniali e finanziari così gravi da mettere a rischio la continuità aziendale. Le criticità interne all'impresa tendono spesso a manifestarsi prima di quelle esterne, contribuendo ad accelerare e amplificare la crisi.

Una prima causa interna è rappresentata dalle modalità con cui l'impresa pianifica e gestisce la propria attività, che spesso si traducono in pianificazione poco realistica, scarsa capacità di previsione e obiettivi non adeguati alle risorse disponibili. In questi casi, gli errori di programmazione e la mancanza di strumenti di controllo adeguati, possono condurre a decisioni incoerenti con le effettive condizioni di mercato, generando inefficienze strutturali⁴⁵. Un esempio emblematico è quello in cui un'impresa decide di ampliare la

⁴⁴ D. Tedeschi Toschi, *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, Giuffrè, 1993.

⁴⁵ S. Sciarelli, *Crisi e risanamento delle imprese. Strategie e politiche di ristrutturazione*, Padova, Cedam, 1995.

propria attività tramite l'apertura di nuove sedi, l'ingresso in mercati esteri o l'aumento della capacità produttiva senza però disporre di adeguate risorse finanziarie o senza aver valutato correttamente la propria capacità produttiva, con il rischio di generare tensioni operative e squilibri nei flussi di cassa.

Un'altra possibile causa interna della crisi riguarda i processi operativi e gestionali dell'impresa. Rispetto agli errori strategici, queste inefficienze vengono considerate meno gravi rispetto agli errori strategici, poiché riguardano attività di breve periodo, tuttavia, possono comunque danneggiare l'impresa perché aumentano i costi, riducono la produttività e rendono l'impresa meno competitiva rispetto ai concorrenti. In questa situazione le origini della crisi non nascono da una singola causa ma dipendono da un insieme di elementi che rendono l'azienda meno efficiente. Possono derivare, ad esempio, da procedure interne obsolete, l'utilizzo di tecnologie produttive non inefficienti, scarsa automazione, eccessiva burocrazia nei processi decisionali o organizzativi, politiche commerciali poco efficaci e problemi nella gestione logistica. L'insieme di questi elementi determina un rallentamento dei tempi di risposta ai cambiamenti del mercato, riducendo la produttività complessiva e compromettendo la capacità dell'impresa di adattarsi rapidamente al contesto competitivo⁴⁶. Anche se non costituiscono di per sé la causa principale della crisi, tali inefficienze tendono comunque ad aggravare la situazione: la riduzione progressiva dei margini limita le risorse disponibili per sostenere le attività e realizzare nuovi investimenti, innescando così un processo di progressivo peggioramento.

Un'ulteriore causa interna di crisi può derivare dalla struttura dell'impresa, spesso caratterizzata da rigidità che si traducono in costi fissi elevati o in assetti organizzativi poco flessibili. Una diminuzione dei ricavi non comporta una riduzione proporzionale dei costi poiché questi ultimi sono rigidi. Ne deriva una riduzione del margine operativo che impatta negativamente sulla leva operativa e, al tempo stesso, determina un peggioramento della redditività e della liquidità aziendale⁴⁷. Le imprese manifatturiere, che possiedono numerosi impianti e macchinari, risultano particolarmente esposte al rischio di crisi perché hanno costi fissi elevati e poca flessibilità. Quando la domanda di mercato diminuisce, non riescono ad adeguare rapidamente la produzione, comportando un peggioramento della liquidità e della redditività.

Analogamente, strutture organizzative eccessivamente gerarchiche o burocratizzate possono

⁴⁶ Ibid.

⁴⁷ L. Guatri, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, Egea, 1995.

rallentare i processi decisionali, limitare il flusso di informazioni interne e ridurre la capacità dell'impresa di adattarsi con tempestività ai cambiamenti dell'ambiente competitivo.

Un ulteriore elemento di fragilità è rappresentato dagli squilibri patrimoniali e finanziari, spesso riconducibili a politiche di investimento non sostenute da adeguati flussi di cassa o a un ricorso eccessivo all'indebitamento. Per evitare che la struttura finanziaria si indebolisca e l'impresa incontri difficoltà nell'affrontare crisi esterne e adottare interventi migliorativi, è fondamentale mantenere un corretto equilibrio tra fonti e impieghi di capitale⁴⁸.

Questi squilibri si manifestano, in particolare, quando l'impresa si finanzia troppo con capitale di debito e poco con mezzi propri, aumentando così il rischio finanziario e la dipendenza dalle banche. La situazione descritta, oltre a peggiorare gli indici di solidità e limitare l'accesso a nuove fonti di finanziamento, dà avvio a un meccanismo che indebolisce gradualmente la capacità dell'impresa di reagire ai cambiamenti esterni. È bene sottolineare che le cause della crisi non sono da ricercare in questi squilibri poiché essi rappresentano il risultato finale di problemi ben più profondi che possono avere origine da scelte strategiche sbagliate o inefficienti operative protratte nel tempo.

Infine, un ultimo fattore di criticità è rappresentato dagli errori strategici legati alle scelte di medio-lungo periodo: decisioni di diversificazione non coerenti con il *core business*, operazioni straordinarie mal pianificate o politiche di sviluppo eccessivamente aggressive possono compromettere la sostenibilità economica dell'impresa⁴⁹. A questi fattori si affianca spesso una scarsa capacità di innovazione, che espone l'azienda al rischio di perdere competitività in contesti caratterizzati da rapidi mutamenti tecnologici e di domanda. Come si vedrà nei casi aziendali analizzati nei capitoli successivi, gli effetti di scelte strategiche inappropriate tendono a propagarsi nel tempo, incidendo sulla struttura organizzativa e finanziaria e aggravando progressivamente le difficoltà interne.

In sintesi, le cause endogene comprendono quei fattori interni che, se non gestiti in modo adeguato, possono minare progressivamente l'equilibrio aziendale, incidendo sia sulla competitività sia sulla solidità economico-finanziaria. La loro rilevanza non risiede soltanto nella capacità di generare crisi in assenza di fattori esterni, ma anche nel rendere l'impresa più esposta agli shock esogeni, amplificandone gli effetti negativi. Per avere un quadro completo è quindi necessario esaminare anche le cause esogene, ossia quei fattori di origine esterna che, pur non essendo direttamente controllabili dal management⁵⁰, possono incidere

⁴⁸ S. Sciarelli, *op. cit.*

⁴⁹ L. Guatri, *op. cit.*

⁵⁰ D. Tedeschi Toschi, *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, Giuffrè, 1993.

in modo significativo sulla stabilità dell'impresa. Tali fattori possono avere diverse entità e colpire soltanto alcuni settori, o in casi più gravi, l'intero sistema economico, creando condizioni ambientali sfavorevoli che mettono a dura prova la capacità delle imprese di adattarsi e reagire. Il loro impatto sulle aziende è proporzionale alla solidità, alla struttura aziendale e alla tempestività con cui l'azienda è in grado di rispondere ai cambiamenti esterni⁵¹.

Il primo fattore rilevante è rappresentato dai cambiamenti del contesto macroeconomico⁵², che costituiscono una delle principali variabili esterne in grado di influenzare la stabilità aziendale. Tra questi fattori rientrano: le fasi recessive, le contrazioni della domanda aggregata, l'instabilità dei mercati finanziari e le variazioni significative nei tassi di interesse e nei prezzi delle materie prime. In tali circostanze, si verifica un indebolimento dell'ambiente economico in cui l'impresa opera che provoca due effetti principali: il calo delle vendite, dovuto alla diminuzione della domanda aggregata e una maggiore difficoltà di accesso al credito, conseguente a politiche bancarie più restrittive nella concessione dei prestiti. Ciò rende più difficile per le imprese ottenere liquidità a supporto delle attività correnti. Le imprese caratterizzate da una struttura dei costi rigida o da un livello di indebitamento elevato, dispongono di meno margine d'azione e risorse più limitate per reagire a shock negativi, rendendole di conseguenza più vulnerabili a tali fenomeni. Le debolezze organizzative o finanziarie, che durante i periodi di crescita possono passare inosservate, tendono in queste fasi a emergere con maggiore evidenza peggiorando la stabilità interna e mettendo a rischio la solidità complessiva dell'impresa⁵³.

Un secondo fattore rilevante è rappresentato dalle crisi settoriali⁵⁴ che hanno origine da cambiamenti profondi e permanenti nel mercato che colpiscono in modo mirato soltanto specifici settori o comparti produttivi. In tali contesti, la riduzione della domanda non è transitoria ma riflette una trasformazione strutturale che modifica in modo duraturo la concorrenza e costringe le imprese a adattarsi per sopravvivere. Alcuni fattori che possono influenzare in modo permanente gli equilibri competitivi del settore e creare condizioni ambientali più difficili per le imprese operanti sul mercato sono, ad esempio, il cambiamento delle preferenze dei consumatori, la saturazione dei mercati maturi e l'adozione di prodotti o tecnologie che sostituiscono quelle tradizionali. Questi cambiamenti possono indebolire

⁵¹ S. Sciarelli, *Crisi e risanamento delle imprese. Strategie e politiche di ristrutturazione*, Padova, Cedam, 1995.

⁵² L. Guatri, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Milano, Egea, 1995.

⁵³ Ibid.

⁵⁴ S. Sciarelli, op. cit.

anche imprese solide e ben organizzate poiché le origini delle cause non sono riconducibili a errori interni ma da trasformazioni profonde nei contesti competitivi⁵⁵ che rendono più difficile per l'impresa poter mantenere livelli di redditività conseguiti in passato. Per affrontare con successo tali situazioni, è importante che le imprese siano in grado di adattarsi rapidamente ai nuovi contesti attraverso flessibilità strategica e una riorganizzazione interna efficace. Al contrario, un'impresa rigida o troppo specializzata, tende a trovarsi rapidamente in una situazione di difficoltà.

Le imprese operanti nel settore della fotografia tradizionale rappresentano un chiaro esempio di come il mancato adattamento tempestivo ai cambiamenti tecnologici possa condurre rapidamente al declino o alla scomparsa di un intero settore.

I cambiamenti normativi, sociali e politici⁵⁶, sono un ulteriore fattore da tenere in considerazione: l'introduzione di nuove disposizioni fiscali e ambientali, così come le decisioni politiche in ambito commerciale o le regolamentazioni settoriali, possono modificare radicalmente l'ambiente in cui l'impresa opera costringendo le imprese a riorganizzarsi e innovare per restare competitive. Ad esempio, le politiche legate alla sostenibilità ambientale e sociale⁵⁷ e la crescente attenzione verso gli obiettivi ESG giocano un ruolo sempre più centrale negli ultimi anni, poiché spingono le imprese a rivedere i propri processi produttivi e strategici, introducendo nuovi livelli di qualità e comportamento: devono essere più efficienti dal punto di vista energetico, garantire la tracciabilità delle filiere, operare con trasparenza e in modo socialmente responsabile.

Questi cambiamenti richiedono alle imprese di adeguarsi a nuove regole e processi produttivi, che spesso si traducono in investimenti significativi. Le imprese che dispongono di una struttura solida e risorse sufficienti, riescono ad adattarsi più rapidamente ai cambiamenti trasformandoli in opportunità strategiche; al contrario quelle meno reattive, rischiano di non intervenire per tempo, con conseguenti svantaggi competitivi e una maggiore difficoltà di accedere a mercati più regolamentati.

Un'ulteriore causa esogena è rappresentata dai mutamenti tecnologici⁵⁸ che negli ultimi anni sono diventati uno dei principali motori del cambiamento nell'economia e nel modo in cui le imprese producono e operano. Tra i principali cambiamenti tecnologici che hanno rivoluzionato le imprese vi sono la digitalizzazione dei processi, l'automazione con utilizzo

⁵⁵ L. Guatri, op. cit.

⁵⁶ S. Sciarelli, op. cit.

⁵⁷ Si veda anche Commissione Europea, *European Green Deal*, Bruxelles, 2019.

⁵⁸ L. Guatri, op. cit.

di robot, intelligenza artificiale e la transizione energetica. Queste innovazioni vengono definite radicali perché non si limitano soltanto a un miglioramento dei processi già esistenti bensì modificano in profondità i modelli organizzativi e le catene del valore, trasformando il modo di operare e rendendo obsoleti assetti produttivi e strategie consolidate. Tuttavia, non è l'innovazione tecnologica in sé a generare la crisi ma piuttosto la difficoltà di alcune imprese di anticipare o adattarsi rapidamente ai cambiamenti⁵⁹, portando a perdere competitività e, nei casi più gravi, a entrare in crisi. In questi contesti, per evitare che le imprese diventino nel tempo meno efficienti, produttive e competitive con conseguenti effetti negativi sulla posizione di mercato e sull'erosione dei margini, è fondamentale che investano tempestivamente in nuove competenze, infrastrutture digitali e capacità organizzative. Al contrario, le imprese che riescono a rafforzare la propria posizione e accedere a nuove opportunità di sviluppo sono quelle in grado di integrare rapidamente le innovazioni nei propri modelli produttivi e strategici.

Infine, un'ultima causa esogena si riferisce agli shock esterni improvvisi⁶⁰, ossia degli eventi imprevedibili ed eccezionali che colpiscono insieme produzione e consumi, creando effetti economici profondi⁶¹.

Le tensioni geopolitiche derivanti dal conflitto tra Russia e Ucraina sono un ulteriore esempio significativo di shock esterno. La guerra, infatti, ha generato effetti economici rilevanti a livello globale, ma con un impatto più marcato in Europa. I principali ambiti coinvolti sono stati il settore energetico, poiché la Russia, essendo uno dei principali fornitori di gas e petrolio, ha determinato un rilevante aumento dei prezzi dell'energia e le catene di fornitura europee, dal momento che molte imprese europee si fornivano dalla Russia. Questo conflitto ha causato blocchi e rallentamenti commerciali, con conseguenti aumenti dei prezzi e una situazione di instabilità e incertezza economica prolungata.

Allo stesso modo, anche il recente conflitto in Medio Oriente tra Israele e Palestina, provoca instabilità economica mondiale, incidendo sui costi delle materie prime, sui flussi commerciali e sulla fiducia degli investitori.

Oltre alle guerre e alle crisi geopolitiche, ulteriori eventi improvvisi e incontrollabili che

⁵⁹ OECD, *The Digital Transformation of SMEs*, Paris, 2021.

⁶⁰ Banca d'Italia, *Relazione annuale 2022*, Roma, 2023.

⁶¹ La pandemia da COVID-19 rappresenta il caso più chiaro e significativo di shock esterno e i suoi effetti sull'economia sono stati rilevanti: ha causato una riduzione drastica della domanda, e di conseguenza, minori consumi soprattutto nei settori del turismo, dei trasporti e della ristorazione; ha interrotto le catene di fornitura globali, provocando una scarsità delle materie prime che, a sua volta, ha generato ritardi operativi e un incremento generale dei costi.

possono avere gravi conseguenze economiche sulle imprese si possono ritrovare negli eventi naturali estremi come terremoti, alluvioni e incendi di vasta portata che possono colpire imprese e settore indipendentemente dalla loro solidità.

In questi casi, la capacità delle imprese di reagire prontamente, riorganizzare la produzione e garantire la continuità operativa diventa un elemento cruciale per contenere gli impatti e prevenire crisi più profonde⁶².

Lo scenario descritto evidenzia come, rispetto al passato, le cause esogene non si limitano più ai normali cicli economici, come la crescita o la recessione, ma comprendano oggi trasformazioni strutturali e shock improvvisi che mettono le imprese in difficoltà rendendo la gestione molto più difficile e complessa. Per affrontare efficacemente questi eventi e garantire la continuità aziendale, le imprese devono essere in grado di apprendere e adattarsi sia a livello strategico, migliorando la propria strategia, che a livello operativo, cambiando rapidamente il modo di lavorare, organizzare la produzione e gestire le risorse.

Anche se dal punto di vista teorico è importante distinguere le cause endogene da quelle esogene, nella realtà le crisi d'impresa hanno origine quasi sempre da una combinazione dei due fattori che, insieme, determina un graduale indebolimento dell'impresa. Ad esempio, una crisi esterna come una recessione economica, può avere conseguenze più o meno gravi a seconda della situazione interna dell'impresa; viceversa, scelte strategiche errate, possono aumentare l'impatto di shock tecnologici o macroeconomici, aggravando l'evoluzione della crisi.

Per analizzare come le cause interne ed esterne interagiscono tra loro nel generare una crisi, Falini⁶³ ha offerto un contributo importante elaborando il cosiddetto *modello diamante* (Fig. 3), uno strumento che consente di rappresentare visivamente le diverse cause della crisi mostrando quanto ciascuna incide maggiormente rispetto alle altre. Il modello individua cinque macro-variabili principali, suddivise tra cause endogene ed esogene:

- Proprietà e top management: riguarda il ruolo degli organi proprietari e del vertice aziendale nella definizione degli orientamenti strategici e nella capacità di governo dell'impresa;
- Pianificazione e gestione strategica: si riferisce alle scelte di medio-lungo periodo e alla loro coerenza rispetto alle risorse disponibili e al contesto competitivo;
- Gestione operativa: concerne l'efficienza dei processi produttivi e organizzativi e la

⁶² BCE, *Economic Bulletin*, "The impact of the war in Ukraine on euro area energy markets", 2022; Commissione Europea, *European Economic Forecast*, Spring 2023.

⁶³ Falini, A., *Il modello diamante per l'analisi delle crisi d'impresa*, Milano, Egea, 2011.

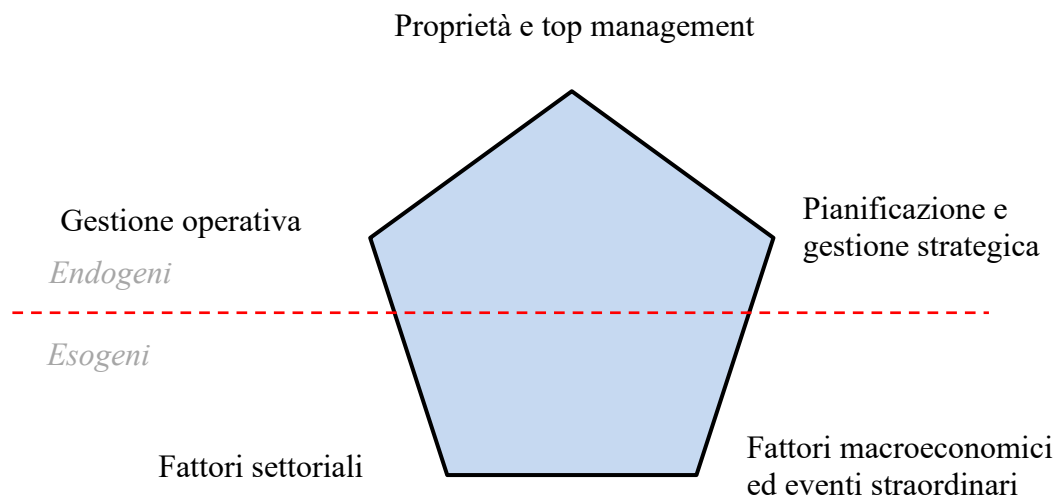
capacità di mantenere livelli adeguati di performance;

- Fattori macroeconomici ed eventi straordinari: includono gli shock esterni di carattere generale, come recessioni, crisi geopolitiche o turbolenze finanziarie;
- Fattori settoriali: si riferiscono alle dinamiche specifiche dei mercati di riferimento, come crisi di settore o mutamenti strutturali della domanda.

Le prime tre macro-variabili fanno riferimento a fattori di natura endogena, mentre le ultime due riguardano elementi esogeni.

Questi aspetti vengono collocati ai vertici di un pentagono, che offre una rappresentazione chiara e immediata dell'origine interna o esterna delle cause e consente di visualizzare in modo integrato la loro combinazione all'interno del processo di crisi.

Figura 3 – Il modello diamante



Fonte: rielaborazione da Falini (2011).

A ciascuna variabile è attribuito un punteggio da 0 a 5 in base al peso che riveste nel processo di crisi, dove 0 indica l'assenza del fattore e 5 il peso massimo, consentendo così di visualizzare con immediatezza i fattori più rilevanti e le connessioni tra di essi.

L'utilizzo di questo modello, rende possibile passare dalla teoria alla pratica, applicando concretamente la distinzione tra cause interne ed esterne all'impresa. Esso fornisce un contributo utile sia all'analisi accademica, rivolta a ricercatori e studiosi, sia alla diagnosi aziendale, consentendo ai professionisti e manager di identificare con precisione le cause delle crisi, valutarne l'incidenza e definire strategie di risanamento efficaci.

Questo modello consente così di passare dalla distinzione teorica tra cause endogene ed

esogene a un approccio operativo, utile sia per l'analisi accademica sia per la diagnosi dei casi aziendali.

In conclusione, per identificare correttamente una crisi, bisogna considerare sia le cause interne all'impresa, come problemi di gestione, inefficienze o errori strategici, sia le cause esterne, come crisi economiche, concorrenza, cambiamenti tecnologici o nuove normative. Se si considera solo uno dei due aspetti, il rischio sarà quello di elaborare una diagnosi incompleta e le soluzioni adottate saranno inefficaci. Ad esempio, se un'impresa si concentra esclusivamente sulla dimensione finanziaria senza però affrontare le cause profonde, come i cambiamenti strutturali o strategici, il miglioramento sarà temporaneo e la crisi tenderà a ripresentarsi. Un altro elemento importante per adottare interventi efficaci è la tempestività: se l'impresa interviene troppo tardi, c'è il rischio che le azioni possibili saranno limitate e circoscritte a misure d'emergenza, come tagli di personale, vendita di asset o riduzione forzata delle attività, i cui effetti saranno di breve durata e non sufficienti a risolvere i problemi di fondo, compromettendo così la ripresa nel lungo periodo.

Adottare questa prospettiva consente di avere una lettura più completa del fenomeno e costituisce il punto di partenza per il paragrafo successivo, dedicato all'analisi delle crisi d'impresa in Italia e in Europa.

1.4 Dinamiche della crisi in Italia e in Europa

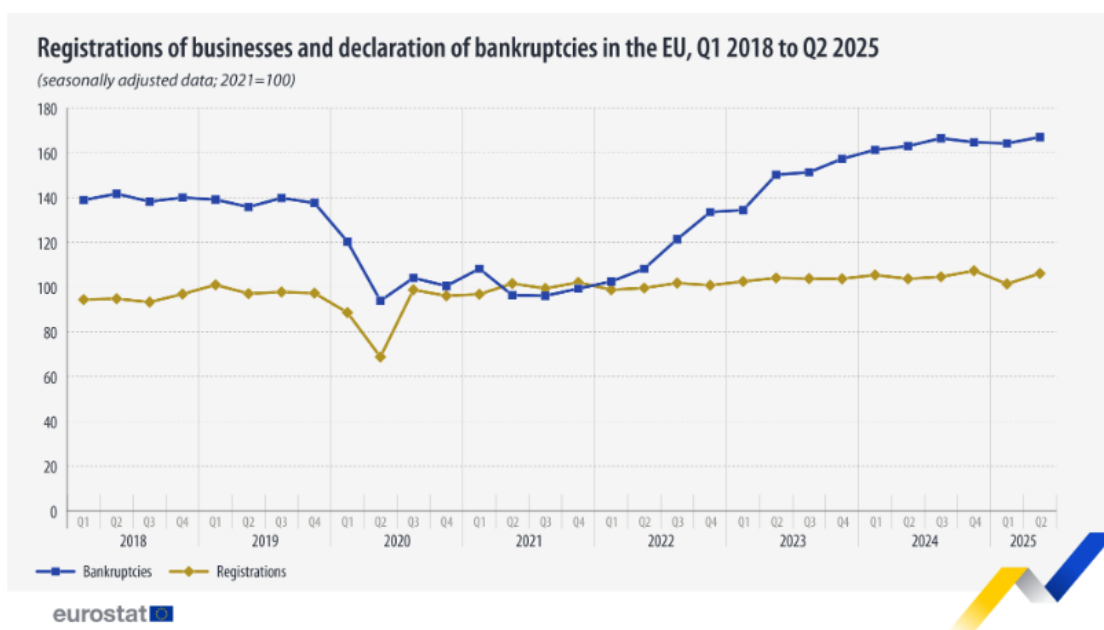
La crisi d'impresa rappresenta un fenomeno diffuso e in continua evoluzione, che negli ultimi anni ha assunto forme sempre più articolate. Analizzare le sue dinamiche in Italia e in Europa consente di mettere a fuoco sia le specificità nazionali e sia gli elementi comuni, offrendo un quadro utile per comprendere come si sviluppano i processi di risanamento e quali risposte vengono messe in campo a livello istituzionale.

Il numero di imprese in difficoltà è cresciuto sia in Italia che in Europa, a causa di fattori quali la volatilità dei mercati, l'aumento dei costi delle materie prime, l'instabilità geopolitica e gli shock legati a eventi eccezionali, tra cui la pandemia di COVID-19 e i recenti conflitti in Ucraina e in Medio Oriente.

Dall'analisi condotta da Eurostat sul secondo trimestre del 2025, come evidenziato nel grafico 1, è emerso un aumento del 4,6% delle nuove imprese rispetto al trimestre precedente, segno di una graduale ripresa economica. Tuttavia, si rileva anche un conseguente aumento delle dichiarazioni di fallimento, pari all'1,7%, indice del fatto che non tutte le imprese riescono a rimanere sul mercato. Questi dati rappresentano come

l'economia si stia lentamente riprendendo ma rimanga comunque fragile a causa dell'aumento delle procedure fallimentari⁶⁴.

Grafico 1 – *Registrazioni di nuove imprese e fallimenti nell'UE (2018–2025)*



Fonte: Eurostat (2025).

Una possibile spiegazione dell'aumento delle procedure fallimentari, oltre agli effetti diretti della pandemia che già avevano messo in difficoltà molte imprese, è riconducibile a una serie di eventi successivi che hanno ulteriormente peggiorato la situazione economica. Tra questi, di particolare rilievo è la guerra in Ucraina, che ha causato in modo significativo l'aumento dei prezzi dell'energia e delle materie prime colpendo maggiormente i settori manifatturiero e dei trasporti⁶⁵.

Allo stesso tempo, le tensioni commerciali derivanti dai dazi introdotti negli Stati Uniti e dalle difficoltà che hanno interessato le filiere produttive internazionali, hanno inciso negativamente sulla competitività di numerosi settori europei orientati all'export, in particolare la meccanica e il settore automotive⁶⁶.

Un ulteriore fattore che ha avuto un impatto negativo è stato l'avanzamento tecnologico accelerato dall'intelligenza artificiale e dalla digitalizzazione. Questi fenomeni, hanno

⁶⁴Eurostat, *Business registrations and bankruptcies – second quarter 2025*, News Release, 18 agosto 2025, <https://ec.europa.eu/> ultimo accesso: 21/09/2025.

⁶⁵ European Commission, *European Economic Forecast – Spring 2023*, Bruxelles, 2023.

⁶⁶ Allianz Research, *Global Insolvency Report 2023/24: The Great Reversal*, 2024.

contribuito alla creazione di nuove opportunità di crescita ma, al tempo stesso, accentuato le differenze tra grandi imprese e PMI, spesso svantaggiate perché non hanno a disposizione di adeguati mezzi finanziari o competenze organizzative per innovare⁶⁷.

Tutti i fattori elencati in precedenza, di natura geopolitica, macroeconomica e tecnologica, hanno determinato l'insorgere di crisi complesse, non causate da un solo elemento bensì da più fattori combinati tra loro. Questa situazione ha messo in evidenza le debolezze strutturali delle imprese europee come la scarsa competitività e la difficoltà a innovare. Nel periodo 2015-2019 si osserva una progressiva riduzione delle procedure fallimentari, favorita da un sistema economico stabile. Con l'arrivo della pandemia, ci si sarebbe aspettato un risultato opposto, ossia un aumento dei fallimenti che, invece, è diminuito ulteriormente. Questa situazione non è dovuta al fatto che le imprese fossero solide e ben organizzate bensì all'introduzione, da parte dei governi, di misure straordinarie di sostegno che hanno temporaneamente impedito la chiusura di molte attività economiche. Tuttavia, negli anni successivi, si rileva un nuovo aumento delle dichiarazioni di fallimento, poiché il governo ha rimosso progressivamente tali sussidi⁶⁸.

Dal quadro appena descritto emerge come l'aumento dei fallimenti non sia circoscritto a un evento momentaneo o causale ma si inserisca in un processo più profondo che riguarda l'intera economia, influenzata sia da fattori esterni e sia da fattori interni già presenti all'interno delle imprese.

Questo quadro europeo trova riscontro anche in Italia, dove nel corso del 2024 i fallimenti sono aumentati del 17,2% rispetto all'anno precedente, passando da 7.848 a 9.194 casi, come evidenziato nel grafico 2⁶⁹.

Per comprendere meglio il fenomeno, è utile non soffermarsi soltanto sui numeri ma analizzare nel dettaglio quali imprese siano maggiormente soggette al fallimento. Per farlo, possiamo adottare diverse prospettive di analisi: giuridica, territoriale e settoriale.

L'analisi per forma giuridica evidenzia che l'82% delle procedure ha riguardato società di capitali, mentre la distribuzione settoriale mostra una maggiore incidenza nei servizi 35%, nella distribuzione commerciale 21,2%, nelle costruzioni 18,7% e nell'industria manifatturiera 12,6%⁷⁰.

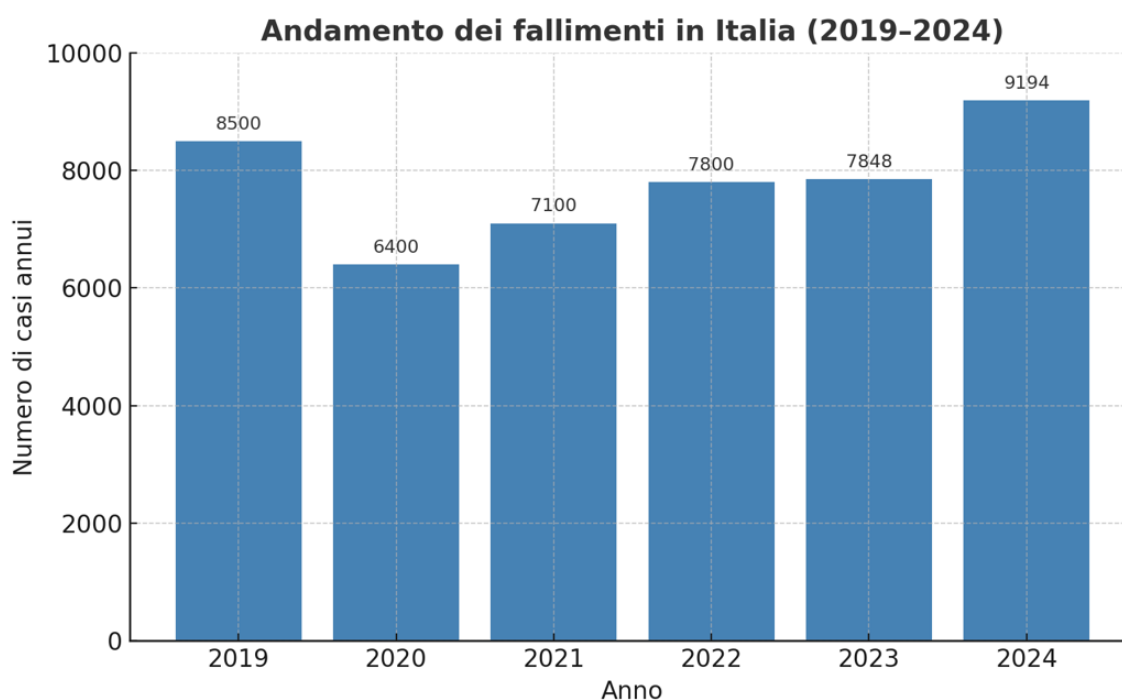
⁶⁷ ESRB (European Systemic Risk Board), *Vulnerabilities in the corporate sector in the EU*, 2023.

⁶⁸ Eurostat, *Business registrations and bankruptcies – second quarter 2025*, News Release, 18 agosto 2025, <https://ec.europa.eu/> ultimo accesso: 21/09/2025.

⁶⁹ La Repubblica, Cerved, fallimenti delle imprese ancora in crescita: +17,2% a fine 2024, 14 aprile 2025.

⁷⁰ Cerved, Osservatorio Procedure e Liquidazioni: fallimenti in crescita, Milano, 7 aprile 2025.

Grafico 2 – *Andamento dei fallimenti in Italia (2019–2024)*



Fonte: elaborazione su dati Cerved, Osservatorio Procedure e Liquidazioni (2025).

Analizzando i dati per area geografica, emerge che la crescita dei fallimenti è stata più elevata nel Nord Italia, non perché le imprese siano più fragili ma per la densità imprenditoriale e le dimensioni medie più elevate. Inoltre, molte imprese, operando nei mercati internazionali ed effettuando molte importazioni ed esportazioni, risultano più esposte ai cali della domanda globale.

Diversamente, nel Sud Italia, nonostante il numero di imprese e di fallimenti sia inferiore, l'impatto economico è comunque più elevato rispetto al Nord, poiché le imprese incontrano maggiori difficoltà nell'ottenere finanziamenti e presentano una maggiore fragilità strutturale.

In sintesi, dall'analisi dei dati storici e territoriali, emerge come il sistema produttivo italiano, essendo composto in gran parte da piccole e medie imprese, presenta problemi strutturali di fondo che esistono da tempo e non dipendono da un singolo evento. Inoltre, rispetto ad altri Paesi Europei, l'Italia dispone di un numero inferiore di strumenti per la prevenzione e la ristrutturazione delle imprese in difficoltà.

Alla luce di queste fragilità, e per fornire un quadro più completo, è necessario analizzare anche il quadro normativo. In Italia, è stato introdotto il *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, approvato con il decreto legislativo n. 14 del 2019. Tale riforma ha l'obiettivo di identificare in anticipo le fragilità delle imprese, introducendo indicatori di

allerta, ovvero strumenti di monitoraggio che segnalano per tempo quando un'impresa è in difficoltà, e procedure di composizione assistita della crisi, ossia procedure extra giudiziali che permettono all'imprenditore di trovare un accordo con i creditori al fine di risanare la situazione. A livello Europeo, invece, è stata introdotta la direttiva n. 2019/1023 che promuove un approccio preventivo e proattivo incoraggiando i Paesi membri all'adozione di strumenti di ristrutturazione preventiva in grado di aiutare le imprese a garantire la continuità aziendale, preferendola alla liquidazione

Questa differenza mostra come, nonostante le recenti riforme abbiano introdotto strumenti di prevenzione, in Italia l'intervento tenda ancora spesso ad avvenire in una fase relativamente avanzata del processo di crisi, mentre in molti altri Paesi europei prevale un approccio più proattivo e orientato al risanamento anticipato⁷¹.

Per comprendere meglio le dinamiche della crisi e analizzare le strategie messe in atto dalle imprese per reagire alle difficoltà, vengono ora presentati alcuni casi reali che, a livello internazionale, hanno avuto un impatto rilevante sugli sviluppi economici degli ultimi anni e che consentono di osservare come le diverse tipologie possano influenzare le imprese.

1.4.1 Sony: crisi endogena

Sony rappresenta un esempio significativo di crisi derivante da fattori endogeni. Negli anni 2000, il gruppo giapponese leader storico dell'elettronica di consumo, iniziò a mostrare segnali di debolezza strutturale destinati a compromettere la propria competitività. Il modello di business, basato su una forte diversificazione, non consentiva più di mantenere una strategia coerente a livello di gruppo in quanto le diverse divisioni operavano in modo autonomo, con una *governance* frammentata e incapace di coordinare efficacemente le attività, riducendo così le possibili sinergie interne.

Una delle cause più importanti che hanno portato al declino di Sony, fu la graduale perdita del ruolo di punto di riferimento nel settore della musica; nonostante l'esperienza maturata nel passato, che le aveva permesso di diventare un'azienda innovatrice e leader grazie all'invenzione del Walkman, Sony non riuscì ad aggiornarsi quando la musica passò dal formato fisico a quello digitale. L'avvento di Apple, con l'introduzione dell'iPod e della piattaforma iTunes, cambiò completamente il modo di ascoltare la musica, portando Sony a

⁷¹ Parlamento europeo e Consiglio, *Direttiva (UE) 2019/1023 del 20 giugno 2019 relativa ai quadri di ristrutturazione preventiva, all'esdebitazione e alle interdizioni, e alle misure per aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione*, in GUUE L 172 del 26 giugno 2019.

perdere progressivamente quote di mercato e competitività in un settore in cui era diventata leader.

Questa non fu il solo ambito in cui Sony fallì poiché incontrò difficoltà anche nel settore dell'informatica: nonostante il lancio dei personal computer Vaio, caratterizzati da un'elevata qualità, l'azienda non riuscì comunque a competere con i produttori asiatici, in grado di offrire prodotti simili a prezzi inferiori, con conseguenti ripercussioni sui risultati economico-finanziari.

La gravità della crisi in cui si è trovata Sony emerge chiaramente anche dai dati economici: nel 2009 chiuse l'esercizio con una perdita netta superiore al miliardo di dollari⁷², mentre nell'esercizio chiuso a marzo del 2012 la perdita si attestò a 457 miliardi di yen, equivalenti a circa 5,7 miliardi di dollari con una riduzione dei ricavi del 9,6% rispetto all'anno precedente⁷³.

Nel 2012, per affrontare questa situazione, il nuovo amministratore delegato Kazuo Hirai lanciò un piano di ristrutturazione denominato *One Sony* che prevedeva la riduzione di circa 10.000 posti di lavoro, la decisione di vendere il marchio Vaio, poiché strutturalmente in perdita e non in grado di competere con i produttori asiatici, e la concentrazione su tre settori in cui aveva ancora del potenziale: videogiochi, sensori di immagine e contenuti multimediali⁷⁴.

Dopo anni di difficoltà economiche, grazie al piano di ristrutturazione, l'azienda riuscì a migliorare gradualmente le proprie performance. I primi risultati positivi furono visibili soltanto a partire dal 2014 grazie al successo della PlayStation 4 e alla leadership conquistata nel settore dei sensori fotografici per smartphone, oggi utilizzati da quasi tutti i più grandi produttori.

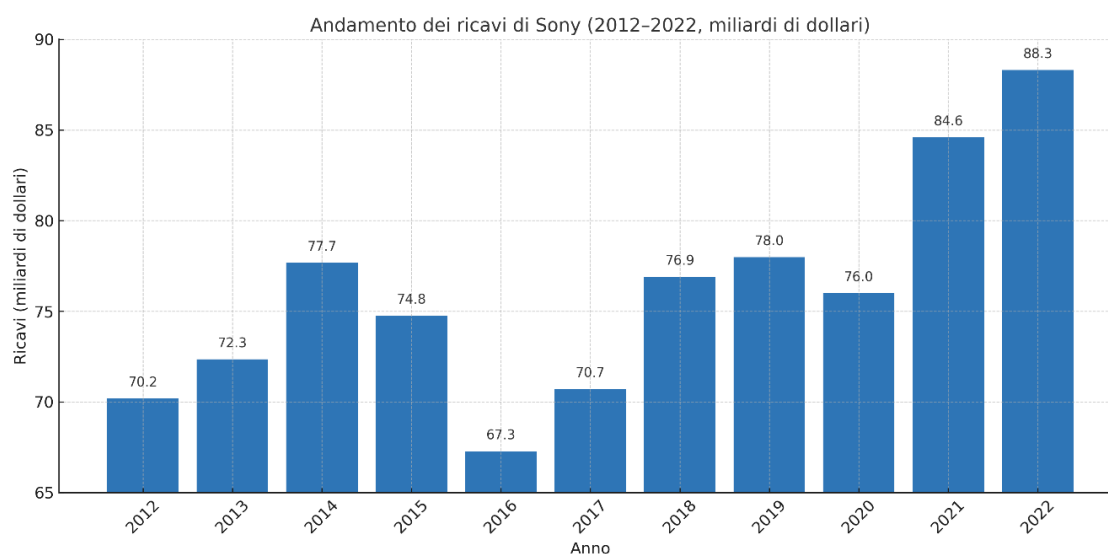
La ripresa economica appena descritta è illustrata nel grafico 3. Come è possibile osservare, dopo un calo nel 2016 causato principalmente dal rafforzamento dello yen e dalle interruzioni produttive causate dal terremoto di Kumamoto, i ricavi hanno ripreso a crescere in modo costante fino al 2022 passando da circa 70 miliardi di dollari nel 2012 a oltre 88 miliardi nel 2022.

⁷² Sony Corporation, *Annual Report 2009*, Tokyo, 2009.

⁷³ Sony Corporation, *Annual Report 2012*, Tokyo, 2012.

⁷⁴ Sony Corporation, *Press Release – Management Policy Announcement*, 12 aprile 2012, <https://www.sony.com>, ultimo accesso: 06/10/2025.

Grafico 3 – *Andamento dei ricavi di Sony (2012–2022)*



Fonte: elaborazione su dati BusinessModelAnalyst.

In conclusione, il caso Sony ha evidenziato come anche un gruppo multinazionale di dimensioni elevate possa subire gravi conseguenze sulle proprie performance se non è in grado di adottare strategie efficaci e reagire in modo tempestivo ai cambiamenti del mercato. Per le piccole e medie imprese italiane, caratterizzate da risorse finanziarie più limitate, tali criticità risultano ancora più rilevanti, poiché la difficoltà a innovare e ad adattarsi ai cambiamenti di mercato può rapidamente compromettere la continuità aziendale.

1.4.2 Jaguar Land Rover: crisi esogena

Il caso di Jaguar Land Rover rappresenta un esempio di crisi determinata prevalentemente da fattori esogeni. Jaguar e Land Rover sono due storici marchi automobilistici britannici attivi nel segmento delle auto di lusso e dei veicoli fuoristrada. Nel corso degli anni Duemila entrambi i marchi erano controllati dal gruppo Ford, che li gestiva all'interno della propria divisione dedicata ai marchi premium. La crisi finanziaria globale del 2008 colpì in modo significativo il settore automobilistico e, in particolare, il segmento dei veicoli di fascia alta. Il crollo della domanda, soprattutto negli Stati Uniti, comportò un forte calo dei ricavi, mentre l'introduzione di normative ambientali più restrittive e l'aumento dei costi delle materie prime determinarono un incremento dei costi operativi.

Nel bilancio del 2008, l'azienda spese più di quanto incassò con la propria attività registrando perdite operative per oltre 500 milioni di sterline e segnando l'inizio di una crisi

profonda⁷⁵. In questo contesto, Tata Motors, un gruppo automobilistico indiano, acquistò Jaguar e Land Rover per circa 2,3 miliardi di dollari. L'acquisizione fu un'operazione molto rischiosa poiché avvenne in una situazione di crisi finanziaria globale ma si rese necessaria per risollevarne la società ed evitarne il fallimento.

La nuova proprietà, attraverso un piano di risanamento, voleva rilanciare il marchio investendo su nuovi modelli di auto più moderni e competitivi rispetto ai concorrenti. In particolare furono introdotti due nuovi veicoli che, oltre a ottenere un riscontro positivo nelle vendite, permisero altresì al marchio di entrare con forza nel mercato dei SUV, un settore che stava crescendo rapidamente in tutto il mondo.

Oltre al lancio delle nuove gamme, l'azienda decise di espandere la propria presenza in nuovi mercati emergenti, come la Cina, dove le vendite esplosero registrando un aumento del 40% annuo tra il 2013 e il 2018.

Dopo il successo dei SUV a combustione interna ottenuto qualche anno prima, nel 2018 decise di investire nella mobilità elettrica, con l'obiettivo di offrire un prodotto innovativo anticipando la concorrenza.

Le strategie di rilancio messe in atto dopo l'acquisizione di Tata Motors portarono a risultati evidenti anche sul piano finanziario: tra il 2011 e il 2018, i ricavi sono cresciuti in modo significativo, passando da circa 10 a oltre 24 miliardi di sterline, mentre l'utile netto è aumentato in modo significativo, raggiungendo valori prossimi ai 2 miliardi di sterline negli esercizi più favorevoli⁷⁶.

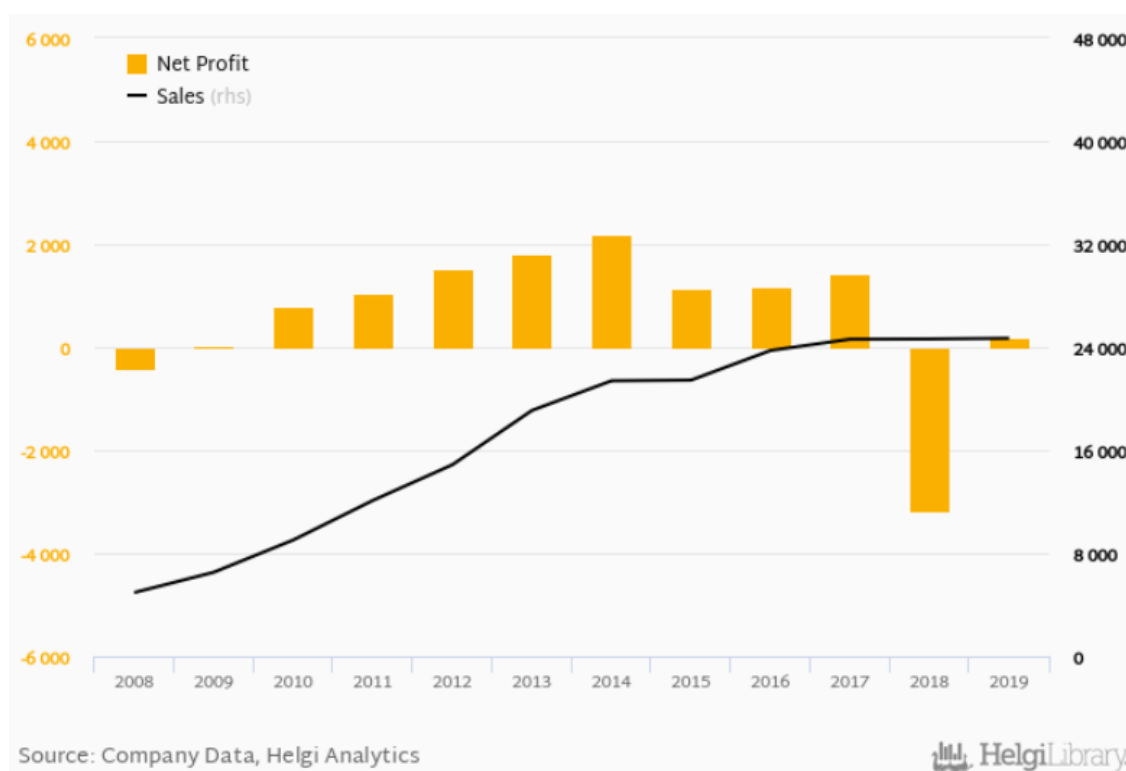
A partire dal 2018, tuttavia, nonostante l'azienda abbia mantenuto elevati i livelli di ricavi, si registrò comunque una forte riduzione dell'utile rispetto agli anni precedenti. Il motivo che ha portato a questo calo è riconducibile a diversi fattori: il calo della domanda di veicoli diesel in Europa, l'incertezza generata dalla Brexit, il rallentamento del mercato cinese e l'aumento dei costi legati all'introduzione di nuove normative ambientali più severe per limitare l'inquinamento⁷⁷. Il quadro appena descritto trova riscontro nel grafico 4, che evidenzia l'andamento dei ricavi e dell'utile netto nel periodo di riferimento. In conclusione, dal 2018 Jaguar Land Rover entra in una fase di crisi strutturale, che pone fine al periodo di crescita degli anni precedenti e segna l'inizio di una nuova fase di difficoltà.

⁷⁵ Tata Motors Ltd., *64th Annual Report 2008–2009*, Mumbai, 2009.

⁷⁶ Helgi Library, *Jaguar Land Rover – Profits & Sales*, <https://www.helgilibrary.com>, ultimo accesso: 30/09/2025.

⁷⁷ *Jaguar Land Rover Automotive plc*, Annual Report 2018/19, Tata Motors Group.

Grafico 4 – *Andamento delle vendite e degli utili netti di Jaguar Land Rover (2011–2019)*



Fonte: Helgi Library.

Come accennato in precedenza, negli anni successivi la situazione peggiora ulteriormente quando l'azienda si trova ad affrontare nuovi shock tra cui, il principale, la pandemia di COVID-19. Questo evento esterno è stato l'origine di numerose problematiche riscontrabili nelle chiusure temporanee degli stabilimenti per motivi sanitari e di sicurezza, difficoltà nel reperire i semiconduttori necessari per i veicoli moderni, interruzione delle catene di approvvigionamento e una riduzione della domanda. Tutti questi eventi, concatenati tra loro, hanno comportato una drastica diminuzione della redditività e un calo della produzione.

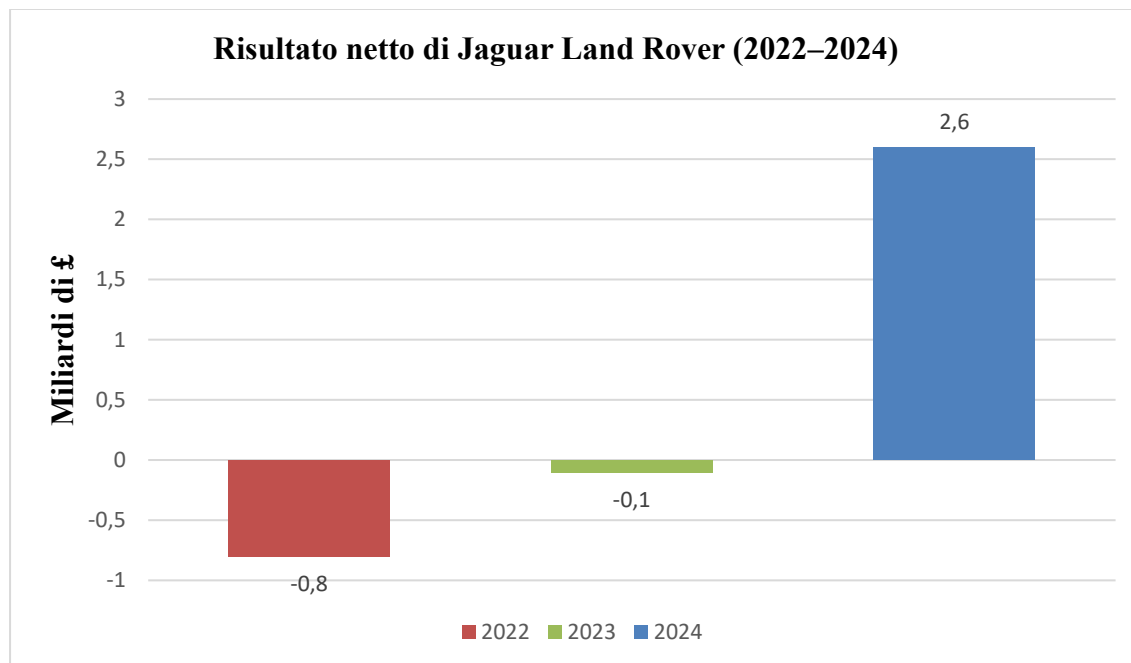
Per fronteggiare a questa situazione, a partire dal 2021 l'azienda ha messo in atto un piano di ristrutturazione denominato *Reimagine*. Questo progetto strategico, lanciato per risollevarre l'azienda, è finalizzato a risanare la situazione, migliorare l'efficienza produttiva, ridurre i costi operativi e orientare i prodotti su settori in cui è possibile ottenere margini di guadagno più elevato.

Oltre a queste misure, il piano prevede ingenti investimenti nella mobilità elettrica e nel digitale al fine di diventare più innovativa, agile e profittevole⁷⁸. L'andamento del risultato

⁷⁸ Jaguar Land Rover, "Reimagine the future of modern luxury by design", Press Release 2021, <https://media.jaguarlandrover.com>, ultimo accesso: 30/09/2025.

netto nel periodo 2022 e 2024 è rappresentato nel grafico 5: dopo le perdite rilevate negli esercizi precedenti, si evidenzia un miglioramento con il ritorno a risultati positivi.

Grafico 5 – *Andamento del risultato netto di Jaguar Land Rover (2022–2024)*



Fonte: Jaguar Land Rover, Annual Report (2023–24).

In conclusione, il caso Jaguar Land Rover mette in luce come l'insieme di più fattori esterni che si intersecano tra di loro, come l'evoluzione normativa e l'aumento dei costi delle materie, incidano profondamente anche su imprese strutturate e solide.

In questo caso, la società è riuscita a reagire espandendosi all'estero, lanciando nuovi modelli di livello più alto, investendo in tecnologie sostenibili e su politiche finanziarie più prudenti. Al contrario, molte imprese manifatturiere italiane, in particolare nel Nord, hanno incontrato maggiori difficoltà nell'affrontare eventi esterni come la pandemia e la crisi energetica del 2022, in quanto non hanno avuto a disposizione strumenti strategici efficaci.

1.4.3 Blockbuster: crisi mista

Il caso Blockbuster rappresenta un esempio di crisi mista, determinata dalla combinazione di fattori esterni e interni. Fondata nel 1985, l'azienda americana divenne in pochi anni il principale operatore mondiale nel noleggio di film e videogiochi, raggiungendo nel 2004

oltre 9.000 punti vendita, 84.000 dipendenti e un fatturato superiore a 6 miliardi di dollari⁷⁹. Il fattore esterno che ha compromesso la sopravvivenza dell'azienda è stato la diffusione delle piattaforme digitali. Netflix, inizialmente attraverso il noleggio via posta e successivamente con l'introduzione dello streaming a partire dal 2007, ha cambiato profondamente il modo in cui le persone accedono e consumano contenuti audiovisivi, rendendo il modello dei negozi fisici rapidamente superato. Blockbuster avrebbe potuto reagire poiché nel 2000 ebbe anche l'opportunità di acquisire Netflix per 50 milioni di dollari, ma decise di non procedere, sottovalutando il potenziale del nuovo modello di distribuzione digitale⁸⁰.

Le conseguenze sono peggiorate ulteriormente quando, oltre alla mancanza di tempestività, si sono aggiunti altri fattori come elevati costi d'affitto dei punti vendita, investimenti tardivi nel mercato dello streaming e il lancio di una piattaforma digitale, denominata *Blockbuster On Demand*, che non ebbe successo poiché arrivò nettamente in ritardo rispetto ai concorrenti⁸¹. Questi elementi hanno portato l'azienda a registrare tra il 2004 e il 2010 una riduzione drastica dei ricavi che sono scesi da 6 miliardi di dollari⁸² a meno di 2 miliardi di dollari⁸³ (Grafico 6), mentre i punti vendita sono passati da 9.000 a meno di 1.700.

La situazione è arrivata al culmine quando, con un indebitamento stimato tra 900 milioni e 1,4 miliardi di dollari, l'azienda ha dichiarato bancarotta nel 2010⁸⁴.

Dal contesto appena descritto si evince come numerose sono state le cause che hanno portato al declino di Blockbuster. In particolare, la scarsa capacità di reagire per tempo ai cambiamenti del mercato e la sottovalutazione della trasformazione digitale, hanno impedito all'impresa di adattare il proprio modello di business al nuovo contesto competitivo, rendendo impossibile l'avvio di un piano di risanamento e conducendo l'impresa al fallimento.

⁷⁹ Blockbuster Inc., *Form 10-K 2004*, U.S. Securities and Exchange Commission, 2005, <https://www.sec.gov>, ultimo accesso: 06/10/2025.

⁸⁰ Randolph, M., "We Pitched Netflix to Blockbuster. They Laughed Us Out of the Building", <https://builtin.com>, ultimo accesso: 06/10/2025

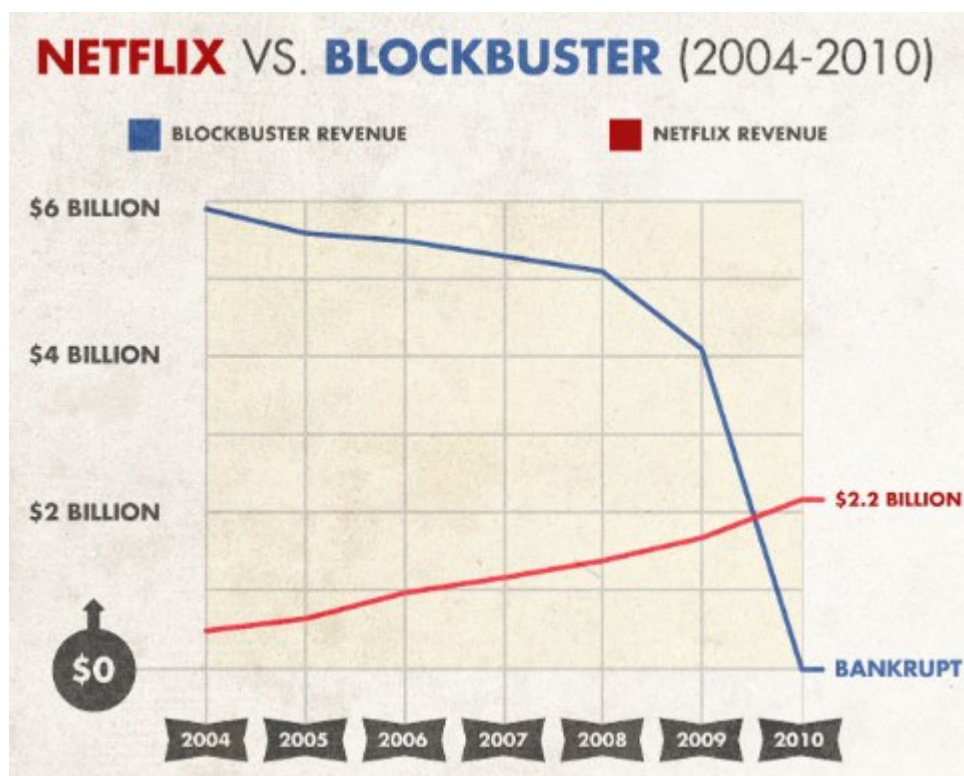
⁸¹ Harvard Business School Digital Initiative, *Blockbuster: Its Failure and Lessons to Digital Transformers*, <https://d3.harvard.edu>, ultimo accesso: 06/10/2025

⁸² Blockbuster Inc., *Form 10-K 2004*, U.S. Securities and Exchange Commission, 2005, <https://www.sec.gov>, ultimo accesso: 06/10/2025.

⁸³ Blockbuster Inc., *Form 10-K 2010*, U.S. Securities and Exchange Commission, 2011, <https://www.sec.gov>, ultimo accesso: 06/10/2025.

⁸⁴ Reuters, *Blockbuster files for bankruptcy to slash debt*, 23 settembre 2010, <https://www.reuters.com>, ultimo accesso: 06/10/2025

Grafico 6 – Confronto ricavi Netflix e Blockbuster (2004–2010)



Fonte: Outside the Beltway⁸⁵.

Un quadro analogo si riscontra anche in Italia, dove piccole e medie imprese operanti nel settore del commercio e dei servizi, non sono riuscite, dopo la pandemia, ad adattarsi ai nuovi contesti e modalità di consumo, rimanendo ancorate ai modelli tradizionali e incapaci di soddisfare i nuovi bisogni emergenti.

Dalle analisi emerse sui tre casi analizzati, si può dedurre che diverse sono le cause che possono portare a una crisi d'impresa. In particolare, ogni caso rappresenta un diverso tipo di dinamica:

- Sony: è un esempio di crisi riconducibile a fattori endogeni, ovvero errori gestionali o scelte strategiche sbagliate;
- Jaguar Land Rover: evidenzia come una crisi possa avere origine da fattori esterni come la pandemia o le interruzioni delle catene di approvvigionamento;
- Blockbuster: rappresenta un caso misto, in cui i fattori interni e esterni si combinano tra loro portando l'impresa al fallimento.

Questi esempi confermano, alla luce dei dati analizzati, la distinzione tra cause endogene ed

⁸⁵ Outside the Beltway, *Chart of the Day: Netflix v. Blockbuster Edition*, 2010, <https://www.outsidethebeltway.com>, ultimo accesso: 06/10/2025.

esogene esaminata nella parte teorica. Allo stesso tempo, evidenziano che la crisi raramente è riconducibile a un singolo evento o fenomeno ma più spesso deriva dall'interazione tra debolezze interne e shock esterni.

Un andamento simile si riscontra anche nel contesto italiano ed europeo. Le crisi risultano più contenute nei Paesi in cui le norme favoriscono un riconoscimento precoce delle difficoltà, aiutando le imprese a prevenire o risanare la situazione ai primi segnali. Quando invece l'intervento avviene troppo tardi, le conseguenze saranno più gravi e complesse da superare.

In sintesi, i tre casi esaminati confermano quanto emerge dal quadro teorico: la capacità di riconoscere per tempo i segnali di crisi e di adottare misure adeguate è determinante per la continuità operativa. Il confronto tra dati statistici e casi aziendali consente di comprendere meglio come le crisi si sviluppino e si manifestino nelle imprese. A partire da queste considerazioni, il capitolo successivo approfondirà le modalità attraverso cui le imprese possono affrontare e superare le situazioni di crisi.

CAPITOLO II - LE MODALITA' DI RISANAMENTO

2.1 Approccio generale

L'analisi della crisi condotta nel capitolo precedente pone le basi per affrontare il tema del risanamento, inteso come percorso strategico volto a ristabilire condizioni di equilibrio e continuità aziendale.

Prima di sviluppare un piano di risanamento, è tuttavia opportuno valutarne la convenienza rispetto alla liquidazione. Quest'ultima può assumere forme diverse: può essere volontaria, quando la decisione di cessare l'attività viene assunta dai soci qualora la prosecuzione non fosse più economicamente conveniente, oppure giudiziale, quando la situazione di insolvenza rende necessario l'intervento dell'autorità giudiziaria⁸⁶.

In questa prospettiva, la valutazione tra risanamento e liquidazione comporta la necessità di considerare anche i costi connessi al dissesto, che la dottrina distingue in tre principali categorie⁸⁷: sociali, imprenditoriali e personali. Attraverso l'analisi di questi costi è possibile valutare l'impatto che la crisi ha non solo nei confronti dell'impresa ma anche sugli attori coinvolti.

I costi sociali fanno riferimento alla riduzione di ricchezza generata dall'impresa, i cui effetti non sono limitati all'ambito interno ma si riflettono anche sul territorio portando effetti negativi sui consumi, occupazione e sviluppo locale.

I costi imprenditoriali, invece, si manifestano nei rapporti con clienti e fornitori, generando ritardi nelle consegne e riduzioni di volumi, imponendo una riorganizzazione di contratti, processi e partnership.

Infine, i costi personali fanno riferimento alle persone fisiche che hanno ruoli e responsabilità all'interno della società, come soci, garanti e amministratori, che possono subire gravi conseguenze economiche, civili e penali incidendo con ripercussioni negative sulla loro reputazione.

Qualora sussistano le condizioni per la prosecuzione dell'attività, l'impresa formalizza il percorso in un piano di risanamento. Questo documento, redatto dal management e successivamente approvato dall'organo amministrativo che ne assume la responsabilità, ha una duplice funzione: internamente, permette di tradurre le strategie in azioni concrete

⁸⁶ In tema di liquidazione delle società si vedano gli artt. 2484-2496 c.c.; per la liquidazione giudiziale delle imprese insolventi si veda il D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

⁸⁷ G. Savioli, *Crisi e risanamento d'impresa*, Milano, Giuffrè, 2019.

definendo obiettivi, tempistiche, ruoli e responsabilità; esternamente, fornisce ai creditori finanziari e commerciali le informazioni utili a valutare concessioni, ristrutturazioni o apporti di nuova finanza.

Secondo la fondazione nazionale dei commercialisti FNC⁸⁸, la redazione del piano di risanamento si fonda su tre principi fondamentali: metodologici, di contenuto e di forma.

I principi metodologici riguardano il processo di elaborazione e attuazione del piano e sottolineano l'importanza della tempestività dell'intervento, resa possibile da sistemi di monitoraggio capaci di cogliere precocemente i segnali di squilibrio prima che si traducano in perdita di credibilità per gli stakeholder. Tali principi evidenziano inoltre la necessità di adottare un approccio progressivo e flessibile, capace di aggiornare le ipotesi alla luce dei nuovi dati disponibili. Nella pratica, tuttavia, la qualità delle informazioni rappresenta spesso un limite, soprattutto nelle imprese di piccole dimensioni, poiché i sistemi di controllo non risultano sempre adeguatamente strutturati.

Per garantire la credibilità di un piano, è quindi necessario che sia disponibile un insieme adeguato di dati e capacità di interpretazione, condizioni essenziali per formulare scenari realistici e valutare gli scostamenti rispetto agli obiettivi prefissati.

I principi di contenuto specificano quali informazioni ed ipotesi debbano essere incluse nel piano, così da garantire completezza e coerenza rispetto agli obiettivi di risanamento. Nello specifico, il piano deve indicare la situazione di partenza in cui si trova l'impresa, offrire una diagnosi della crisi, delineare le azioni da intraprendere e tradurre tali scelte in un modello economico-finanziario basato su stime attendibili e comparabili. È di fondamentale importanza che le ipotesi formulate siano coerenti con il piano: ad esempio, non è possibile prevedere una crescita dei ricavi senza un adeguamento della capacità produttiva e senza una valutazione del mercato e del contesto competitivo. Infine, anche la data di riferimento contabile assume rilevante importanza poiché quanto più è vicina alla redazione del piano tanto maggiore sarà l'attendibilità delle informazioni e la credibilità delle ipotesi formulate. I principi di forma, riguardano invece il modo in cui il piano viene presentato e strutturato, con l'obiettivo di renderlo chiaro, coerente e facilmente comprensibile per i destinatari. Per questo motivo il documento è solitamente articolato in sezioni ben distinte, dedicate alla descrizione della situazione iniziale, alle ipotesi di intervento e ai risultati attesi. Una struttura ordinata, oltre a rappresentare un requisito formale, consente agli stakeholder di

⁸⁸ Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma, 26 maggio 2022.

valutare con maggiore rapidità la credibilità del percorso proposto e la coerenza tra diagnosi, strategie e proiezioni economico-finanziarie. In questo quadro, risultano particolarmente significativi alcuni elementi come la definizione delle attività o società coinvolte nel risanamento, l'orizzonte temporale di riferimento e le date di redazione e riferimento contabile, che garantiscono trasparenza e tracciabilità, soprattutto quando il piano si inserisce in procedure giuridiche di ristrutturazione. Il piano assume anche una funzione di controllo: la definizione di verifiche periodiche, mensili o trimestrali, consente di confrontare gli andamenti effettivi con quelli programmati e di intervenire tempestivamente in caso di scostamenti significativi.

A livello operativo, il piano non si limita a elencare numeri o intenzioni ma partendo da una diagnosi chiara delle cause della crisi, definisce le strategie concrete e misurabili per affrontarle. Nella fase iniziale, si definiscono gli obiettivi che s'intendono raggiungere, i risultati attesi e le relative tempistiche. Successivamente, viene descritto il contesto d'impresa, indicando l'attività, il mercato di riferimento e le scelte pregresse che hanno contribuito alla situazione di difficoltà. Tale analisi consente di determinare se l'impresa è entrata in crisi per errori interni, quali errori strategici o inefficienze organizzative, o esterni come crisi di settore, calo della domanda o aumento dei prezzi. Parallelamente, consente di verificare se gli obiettivi prefissati siano effettivamente realizzabili, valutando l'organizzazione, le risorse disponibili e gli eventuali vincoli o difficoltà che potrebbero ostacolare la buona riuscita.

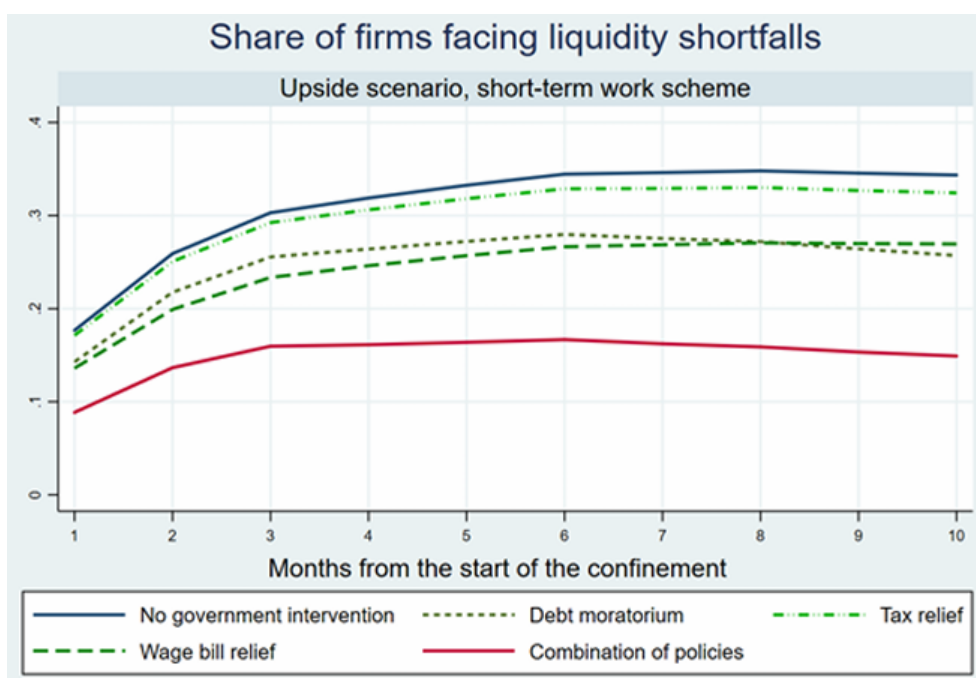
Poiché la crisi è un fenomeno dinamico, è utile anche aggiornare il piano periodicamente, sulla base di nuovi dati o elementi che emergono: in assenza di un monitoraggio costante, infatti, il piano rischierebbe di diventare un documento statico poco efficace nel processo di risanamento.

Dopo aver definito la situazione iniziale, la direzione individua le aree prioritarie di intervento. Le ipotesi del piano devono distinguere tra risultati riconducibili alla gestione passata e quelli derivanti dalle nuove strategie, così da rendere chiara la reale portata del cambiamento proposto. Tale distinzione consente di seguire l'avanzamento degli obiettivi e di valutare se il piano resti sostenibile anche in scenari economici diversi, ad esempio in presenza di inflazione o di un aumento dei tassi di interesse, offrendo agli stakeholder una base attendibile su cui formulare le proprie valutazioni.

Le modalità di redazione del piano sono in linea con le più recenti evoluzioni normative che sottolineano l'importanza di agire tempestivamente fin dai primi segnali prima che la crisi

peggiori e diventi irreversibile. In Italia, *il Codice della crisi d'impresa*⁸⁹, introduce strumenti di monitoraggio e di intervento precoce, che consentono di cogliere per tempo le situazioni di rischio: questo approccio è stato confermato anche dall'esperienza maturata durante la crisi pandemica⁹⁰. A livello europeo, la Direttiva (UE) 2019/1023⁹¹ va nella stessa direzione, privilegiando strumenti di ristrutturazione preventiva rispetto a procedure liquidatorie.

Grafico 7 - Riduzione delle carenze di liquidità con le politiche 2020



Fonte: OECD, *Liquidity Shortfalls during the COVID-19 Outbreak*, WP n. 1647 (2021).

Secondo un'analisi condotta dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico OCSE⁹² su un campione di imprese non finanziarie in 14 Paesi europei, in assenza di interventi pubblici durante la pandemia fino al 38% delle imprese avrebbe registrato carenze di liquidità entro dieci mesi dall'inizio delle restrizioni. Questo dato

⁸⁹ D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*.

⁹⁰ Durante l'emergenza, i governi e il sistema bancario hanno adottato misure straordinarie a sostegno della liquidità, tra cui sospensioni dei pagamenti, garanzie statali e contributi a fondo perduto, che hanno permesso di evitare il fallimento di numerose imprese. Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, "La moratoria per microimprese e PMI", consultato il 13 ottobre 2025.

⁹¹ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 ha introdotto per tutti i Paesi membri un quadro normativo comune volto a favorire la continuità delle imprese ancora sostenibili, promuovendo soluzioni basate su collaborazione e negoziazione e consentendo di superare le difficoltà prima che diventino irreversibili, evitando il ricorso prematuro a procedure liquidatorie.

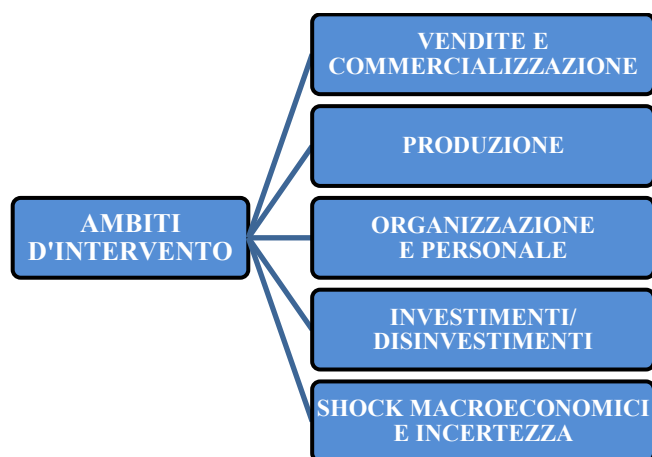
⁹² OECD (L. Demmou, G. Franco, S. Calligaris, D. Dlugosch), *Liquidity Shortfalls during the COVID-19 Outbreak: Assessment and Policy Responses*, OECD Working Paper n. 1647, Paris, 2021.

evidenzia il ruolo fondamentale che questi interventi hanno avuto nel tutelare le aziende. Il grafico 7 mostra come le diverse politiche di sostegno abbiano contribuito a ridurre progressivamente le tensioni di liquidità: dalla moratoria sul debito, agli sgravi fiscali fino agli aiuti sul costo del lavoro. La loro integrazione genera l'impatto più significativo in termini di stabilizzazione finanziaria, spostando la curva verso il basso e dimostrando che la rapidità e il coordinamento degli interventi sono essenziali per limitare gli impatti degli shock macroeconomici e preservare la continuità operativa delle imprese.

2.2 Ambiti d'intervento

Gli ambiti di intervento rappresentano le aree attraverso cui il piano di risanamento traduce la strategia in scelte concrete capaci di incidere sui ricavi, costi e flussi di cassa. La loro analisi consente di valutare la coerenza tra gli obiettivi futuri e la reale capacità dell'impresa di raggiungerli, evitando che il piano si trasformi in un documento privo di credibilità. L'impostazione adottata dalla FNC individua cinque ambiti d'intervento che non rappresentano un semplice elenco di attività da svolgere ma criteri utili a valutarne la coerenza complessiva e la capacità di riportare l'impresa su un percorso di creazione di valore (Figura 4)⁹³.

Figura 4 – *Ambiti operativi del piano di risanamento secondo i Principi FNC 2022*



Fonte: rielaborazione da Principi FNC (2022).

⁹³ Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma, 26 maggio 2022.

Il rilancio commerciale rappresenta il primo ambito critico, poiché la capacità di generare ricavi è la condizione necessaria per qualsiasi piano di recupero. In un contesto di crisi, esso non coincide con un semplice incremento delle vendite, ma richiede la revisione dei prezzi e dei canali distributivi, con effetti diretti sulla marginalità e sulla sostenibilità produttiva. In questa prospettiva, l'analisi della domanda, del posizionamento competitivo e della redditività delle diverse linee di prodotto diventa centrale per verificare la coerenza delle scelte commerciali e dimostrare che il rilancio sia supportato da risultati concreti e misurabili.

Una stima accurata della domanda, consente inoltre di pianificare correttamente la produzione, riducendo il rischio di nuove tensioni operative o finanziarie.

La produzione rappresenta il secondo ambito di intervento ed è fondamentale poiché supporta in modo diretto il rilancio delle vendite: non è possibile, infatti, pensare di aumentare i volumi senza adeguare la produzione. Per rendere il piano credibile, l'impresa deve dimostrare di avere impianti, personale e processi produttivi in grado di sostenere la crescita prevista, altrimenti rischierebbe di perdere credibilità. Ad esempio, migliorare la produzione può significare ridurre gli scarti, ottimizzare i flussi di lavoro per rendere le attività più efficienti oppure decidere quali componenti produrre internamente e quali acquistare da fornitori esterni. In questo contesto, è importante che tali interventi si traducano in risultati misurabili come minori costi, tempi di consegna più stabili o una maggiore affidabilità del sistema produttivo, poiché solo evidenze di questo tipo rendono credibili le previsioni del piano e rafforzano la fiducia degli stakeholder sulla sua effettiva realizzabilità. La fattibilità del piano dipende anche dalla solidità della struttura organizzativa e dalla disponibilità delle competenze necessarie a sostenerlo. Strategie formalmente corrette possono infatti risultare inefficaci se l'impresa non dispone di un assetto gestionale in grado di tradurle in azioni quotidiane. Diventa quindi essenziale chiarire ruoli e responsabilità, definire i processi decisionali e predisporre adeguati sistemi di monitoraggio, che consentano di verificare con continuità l'avanzamento delle attività.

Nel risanamento, il piano non si limita soltanto agli aspetti economici o produttivi, ma anche al personale presente in azienda. È necessario valutare se e quali interventi mettere in atto per generare benefici per l'impresa. Ad esempio, l'impresa potrebbe considerare di erogare programmi di formazione oppure assumere figure specialistiche o, al contrario, ridurre l'organico per contenere i costi fissi. In questa fase l'obiettivo è garantire che la struttura del personale non diventi un ostacolo al risanamento ma, al contrario, un supporto capace di rafforzare l'operatività e la credibilità del percorso di risanamento.

Un altro ambito d'intervento importante riguarda la gestione degli investimenti e delle dismissioni, poiché l'impresa deve continuare a produrre mentre riorienta il proprio business verso attività più sostenibili. Gli investimenti possono essere di diverso tipo: alcuni sono necessari per mantenere l'operatività, ad esempio sostituendo macchinari obsoleti, mentre altri hanno un obiettivo più strategico, mirato a introdurre nuove tecnologie, processi o competenze utili a migliorare l'efficienza.

Le dismissioni, invece, sono rilevanti perché permettono di liberare risorse, ridurre i costi e concentrarsi su aree più redditizie, tramite la vendita o la chiusura di attività non più necessarie. Per garantire credibilità, il piano deve indicare le ragioni di queste scelte e gli impatti attesi sull'azienda. Ciò permette di valutare se le misure adottate siano sostenibili e in grado di supportare il percorso di risanamento.

Infine, è necessario valutare la sostenibilità del piano anche in presenza di eventi esterni, non controllabili direttamente dall'impresa. Fattori quali variazioni nei costi delle materie prime, aumento dei tassi di interesse o riduzioni della domanda possono incidere in modo significativo sulle ipotesi iniziali e sui risultati attesi. Per questo motivo, vengono svolte delle analisi di sensitività e scenari alternativi, che permettono di verificare la solidità del piano anche in contesti meno favorevoli.

A completamento di queste considerazioni, l'individuazione preventiva delle possibili azioni correttive, come il rinvio di alcuni investimenti, la revisione delle politiche commerciali o interventi mirati sulla struttura dei costi, contribuisce a rendere il piano più robusto e a dimostrarne la capacità di reagire a eventuali imprevisti.

Le azioni operative del piano appena descritte sono inefficaci se non supportate da una copertura finanziaria adeguata, in grado di garantire liquidità, debiti sostenibili e un equilibrio tra fonti e impieghi. Per questo motivo, i prospetti previsionali non rappresentano una semplice formalità ma sono strumenti utili per verificare che le azioni previste generino nel tempo i miglioramenti attesi. Gli ambiti di intervento, quindi, non indicano cosa fare nel concreto ma aiutano a giudicare se il piano è in grado di riportare l'azienda in una condizione stabile e sostenibile.

2.3 Strumenti e strategie

Gli strumenti e le strategie di risanamento costituiscono la parte operativa del piano e definiscono le modalità attraverso cui l'impresa tenta di superare la crisi. Da un lato si collocano gli strumenti giuridico-negoziali disciplinati dal *Codice della crisi d'impresa e*

dell'insolvenza D.lgs. 14/2019⁹⁴ che regolano i rapporti con i creditori e offrono un quadro di tutele formali; dall'altro, le strategie manageriali, che riguardano le scelte industriali, organizzative e finanziarie necessarie a favorire il rilancio dell'attività.

Prima di mettere in atto qualsiasi intervento, il piano richiede due verifiche preliminari.

La prima riguarda l'affidabilità dei dati di partenza, attraverso la cosiddetta "operazione verità", con particolare attenzione alle poste maggiormente esposte a stime soggettive come crediti, rimanenze, fondi rischi e ammortamenti⁹⁵, la cui correzione può modificare in modo significativo il profilo economico e patrimoniale.

La seconda verifica riguarda la liquidità di breve periodo, valutata attraverso la predisposizione di un *cash plan* mensile che misura la capacità dell'impresa di far fronte ai pagamenti indispensabili per garantire la continuità aziendale⁹⁶.

Una volta chiarite le condizioni iniziali, il piano viene definito attraverso la scelta degli strumenti giuridico-negoziati disciplinati dal CCII, riassunti nella tabella 2, che definiscono il quadro entro cui si sviluppa il processo di risanamento.

Tabella 2 – *Strumenti di risanamento e riferimenti normativi*

STRUMENTO	RIFERIMENTO ABBREVIATO
Composizione negoziata della crisi	artt. 12–25-sexies CCII
Piano attestato di risanamento	art. 56 CCII
Accordi di ristrutturazione dei debiti	artt. 57–64 CCII
Concordato preventivo	artt. 84–120 CCII

Fonte: elaborazione propria su CCII (D. Lgs.14/2019).

Questi strumenti si distribuiscono lungo un percorso che va dalle soluzioni più negoziali e riservate a quelle che prevedono un intervento pienamente giudiziale. La composizione negoziata e il piano attestato di risanamento appartengono al primo gruppo, basato su strumenti consensuali che puntano sulla collaborazione tra debitore e creditori in una fase in cui la crisi è ancora reversibile.

Gli accordi di ristrutturazione e il concordato preventivo, invece, richiedono l'intervento del

⁹⁴ D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

⁹⁵ G. Savioli, *Crisi e risanamento d'impresa*, Milano, Giuffrè, 2019.

⁹⁶ Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma, 26 maggio 2022.

tribunale. In questi casi, l'omologazione rende l'accordo efficace anche nei confronti dei creditori non aderenti e rafforza le tutele giuridiche ma, al tempo stesso, implica procedure più complesse e minori margini di flessibilità.

Quando si analizzano questi strumenti, più che il loro funzionamento tecnico è importante comprendere quale equilibrio offrano tra autonomia negoziale, tutela legale e tempi di attuazione. Le imprese con prospettive operative solide tendono a preferire soluzioni snelle e riservate, limitando l'impatto reputazionale e consentendo accordi più adatti alle loro esigenze. Quando invece la crisi è più avanzata o i creditori sono numerosi e difficili da coordinare, risulta più probabile il ricorso a procedure giudiziali, in grado di rendere vincolanti gli accordi anche per i creditori non aderenti.

Il piano di risanamento, tuttavia, non riguarda soltanto la scelta di strumenti giuridici, ma deve includere anche le azioni concrete che l'impresa mette in atto per tornare in una condizione di equilibrio. La letteratura⁹⁷ distingue due principali dimensioni su cui bisogna intervenire: finanziaria e operativa. In linea con questa impostazione, la Fondazione Nazionale dei Commercialisti⁹⁸ ha pubblicato le linee guida che individuano in modo pratico gli strumenti utilizzabili in ciascuno di questi ambiti (Tabella 3).

Tabella 3 – *Leve strategiche nella dimensione finanziaria e operativa*

DIMENSIONE D'INTERVENTO	OBIETTIVO PRINCIPALE	LEVE STRATEGICHE
Finanziaria	Garantire sostenibilità economico-finanziaria	Difesa della liquidità, riequilibrio debito-cassa, nuova finanza, riequilibrio patrimoniale
Operativa	Recuperare redditività e competitività	Focalizzazione ricavi, efficienza processi, digitalizzazione, gestione capitale circolante, disinvestimenti

Fonte: elaborazione propria su Savioli (2019) e Principi FNC (2022).

Il primo ambito su cui intervenire è quello finanziario. L'obiettivo è far sì che l'impresa generi sufficiente liquidità per coprire regolarmente le proprie uscite come stipendi, fornitori, banche. Nel breve periodo è quindi necessario ridurre il peso dei pagamenti che l'impresa deve sostenere, così da evitare di trovarsi senza liquidità. Alcuni esempi sono la riduzione di spese non indispensabili o la rinegoziazione dei debiti. Successivamente, è necessario

⁹⁷ G. Savioli, *Crisi e risanamento d'impresa*, Milano, Giuffrè, 2019.

⁹⁸ Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Principi per la redazione dei piani di risanamento*, Roma, 26 maggio 2022.

affiancare interventi più profondi, che permettano di riorganizzare il debito e rendere la struttura finanziaria più stabile nel tempo.

Un altro aspetto importante da tenere in considerazione è la composizione del debito: non conta soltanto il suo ammontare, ma anche da quali obbligazioni è formato, come sono distribuite le scadenze e quanto questi impegni possano essere rinegoziati in caso di difficoltà. Questi elementi incidono direttamente sulla sostenibilità del piano, perché il debito può essere gestito solo se i flussi di cassa futuri sono sufficienti a coprirne le scadenze. La dimensione operativa del piano riguarda invece la capacità dell'impresa di tornare a generare risultati economici in modo stabile e non temporaneo, grazie alla propria attività caratteristica. In questo senso, le scelte su prodotti, processi, organizzazione e gestione del capitale circolante devono essere valutate tenendo conto di come l'impresa lavora e del mercato in cui opera. Poiché ogni impresa presenta caratteristiche diverse, l'obiettivo non è applicare interventi standardizzati, ma individuare le soluzioni più adatte a migliorare la redditività e a gestire i fabbisogni finanziari nel periodo coperto dal piano.

Affinché il piano di risanamento risulti efficace, è necessario che gli aspetti giuridici, finanziari e operativi siano coordinati tra loro e si evolvano in modo coerente nel tempo. Per questo motivo occorre utilizzare strumenti di controllo che permettano di monitorarne costantemente l'andamento. Tra questi rientrano, ad esempio, le analisi di sensitività, che simulano il comportamento del piano in presenza di variazioni delle principali variabili economiche e finanziarie, come ricavi, costi finanziari o condizioni di mercato, consentendo di individuare le aree più fragili del percorso di risanamento.

I risultati di queste analisi vengono poi utilizzati da banche e finanziatori per definire soglie e indicatori da monitorare durante l'attuazione del piano, stabilendo condizioni minime e prevedendo possibili conseguenze in caso di scostamenti significativi. Parallelamente, attraverso un reporting periodico è possibile verificare se il piano stia procedendo secondo le previsioni, confrontando i risultati effettivi con quelli programmati e aggiornando, quando necessario, le ipotesi iniziali.

In conclusione, il piano di risanamento non deve essere considerato come un insieme di azioni isolate ma come un percorso in cui gli interventi giuridici, finanziari e operativi devono essere coerenti tra loro. La sua efficacia dipende quindi dalla capacità di adattare queste misure alla situazione reale e al contesto di mercato in cui l'impresa opera.

2.4 Ruolo degli shareholders e stakeholders

Nel risanamento d'impresa il comportamento della proprietà e degli altri attori coinvolti incide direttamente sulla possibilità di attuare il piano. Di conseguenza, oltre agli aspetti economico-finanziari, occorre analizzare anche il ruolo e le aspettative delle diverse parti che partecipano alla gestione.

Per capire il ruolo dei diversi soggetti coinvolti nel risanamento, è utile richiamare il dibattito economico-aziendale sul rapporto tra shareholders e stakeholder. La prospettiva tradizionale, sostenuta da Friedman⁹⁹, considera come obiettivo principale dell'impresa la massimizzazione del valore per gli azionisti. L'approccio proposto da Freeman¹⁰⁰, amplia invece questo orizzonte sostenendo che l'impresa crea valore in modo duraturo solo se tiene conto anche degli altri soggetti coinvolti, come lavoratori, fornitori, clienti e comunità locali. Questo approccio è particolarmente utile nei percorsi di risanamento, dove la continuità aziendale dipende dalla collaborazione di tutti i soggetti coinvolti e non solo dal contributo degli azionisti.

Il quadro appena descritto trova riscontro anche sul piano normativo. Negli ultimi vent'anni, infatti, le norme sulla crisi d'impresa sono cambiate. In passato, quando un'impresa entrava in difficoltà, il percorso adottato era quasi sempre giudiziale e i creditori adottavano un approccio conflittuale, bloccando le forniture ed avviando azioni legali per recuperare i propri crediti. Successivamente, con l'introduzione delle riforme del 2005-2007 della legge fallimentare, si è progressivamente affermato un modello orientato a strumenti negoziali fondati sul dialogo tra impresa e creditori. Tra questi rientrano, ad esempio, i piani attestati di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti; questi ultimi richiedono l'omologazione del tribunale. In questo modo, l'approccio di gestione alla crisi si è progressivamente modificato passando da un'impostazione prevalentemente giudiziale a una logica di maggiore collaborazione¹⁰¹.

Negli anni successivi, la composizione negoziata della crisi e il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza hanno rafforzato ulteriormente questo cambiamento, ampliando il ruolo del management e degli organi societari che, oltre a garantire la correttezza delle

⁹⁹ M. Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, *New York Times Magazine*, 1970.

¹⁰⁰ R.E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, 1984, cit. in *ScienceDirect Topics – Stakeholder Theory*, Elsevier, <https://www.sciencedirect.com>, ultimo accesso: 25/10/2025.

¹⁰¹ D.l. 14 marzo 2005, n. 35, conv. in L. 14 maggio 2005, n. 80; D.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5; D.lgs. 12 settembre 2007, n. 169, <https://www.normattiva.it>, ultimo accesso: 25/10/2025.

informazioni fornite, devono anche saper preservare un clima di fiducia e dialogo con i diversi soggetti coinvolti. In un piano di risanamento, essere chiari e trasparenti è un fattore decisivo per la buona riuscita del piano; le banche sono più disponibili a concedere rinvii dei pagamenti, i fornitori continuano a garantire la fornitura anche in una fase di incertezza e i lavoratori collaborano di più sapendo le situazioni in cui si trova l'impresa.

Un ultimo aspetto rilevante da tenere in considerazione riguarda la crescente attenzione ai temi della sostenibilità. Chi finanzia l'impresa, infatti, non si limita più a valutare soltanto i risultati economici ma tiene in considerazione anche il rispetto dell'ambiente, il trattamento dei lavoratori e la qualità della *governance*. Banche e investitori sono più propensi a sostenere il piano se l'impresa è trasparente e ben gestita; al contrario, in assenza di questi elementi, diventa più difficile ottenere supporto finanziario poiché il piano perde di credibilità.

I proprietari dell'impresa sono i primi a dover credere nel piano di risanamento e a dimostrarlo con azioni concrete, altrimenti difficilmente altri soggetti saranno disposti a seguirli. Il loro supporto può manifestarsi in forme diverse: possono decidere di apportare nuove risorse tramite conferimenti di capitale, ridurre il debito convertendo in patrimonio netto i finanziamenti soci già concessi oppure approvare decisioni strategiche come riorganizzazioni, dismissioni o l'assunzione di figure manageriali esperte. Tutti questi interventi rappresentano un forte segnale per banche, fornitori e altri stakeholder, perché mostrano la reale volontà della proprietà di sostenere il risanamento aumentando la fiducia nella sua attuabilità.

L'importanza del ruolo degli azionisti emerge anche dai casi aziendali, tra cui uno dei più significativi è quello della Ferrarini S.p.A.¹⁰², storica realtà italiana nel settore dei salumi. L'azienda, dopo una crisi particolarmente grave, è riuscita ad avviare un percorso di risanamento grazie all'ingresso di nuovi partner industriali e investitori disposti a rafforzare il capitale e a sostenere il rilancio produttivo e commerciale. Nel 2022, l'approvazione del piano da parte dei creditori, ha confermato come l'impegno della proprietà rappresenti spesso la condizione necessaria per ottenere il supporto degli altri stakeholder.

Nel percorso di risanamento, un ruolo importante è svolto anche dagli stakeholder, ovvero quei soggetti che, pur non essendo proprietari dell'impresa, sono influenzati dal suo andamento. Tra questi rientrano finanziatori, lavoratori, fornitori e clienti, ciascuno con

¹⁰² Finanza.Repubblica.it, *Concordato Ferrarini*, 10 novembre 2022, <https://finanza.repubblica.it>, ultimo accesso: 25/10/2025.

interessi diversi ma tutti, in misura differente, coinvolti nella continuità aziendale.

I creditori finanziari, ad esempio, svolgono un ruolo decisivo perché possono approvare la ristrutturazione dei debiti esistenti e decidere se concedere nuova liquidità, condizioni fondamentali per permettere all'impresa di attuare il piano di risanamento. La loro disponibilità dipende dal livello di fiducia che ripongono nell'impresa e alla qualità delle informazioni fornite, che devono essere trasparenti e basate su scenari realistici. Diversamente, se il piano contiene incoerenze, come previsioni poco realistiche o elementi non in linea con la situazione reale dell'impresa, i finanziatori iniziano a dubitare della sua fattibilità e possono decidere di non sostenerlo.

Anche il comportamento e il coinvolgimento dei dipendenti influenzano il successo del risanamento. In questa fase è fondamentale che l'azienda continui a operare senza interruzioni: blocchi, scioperi o rallentamenti potrebbero compromettere la produzione e mettere a rischio l'intero percorso. Per questo motivo, un clima collaborativo è quindi essenziale per mantenere fiducia ed evitare conflitti che potrebbero avere forti ripercussioni sul risanamento dell'impresa. In questa fase delicata, può essere richiesto ai lavoratori di partecipare a corsi di formazione, acquisire nuove competenze o cambiare mansione. Accanto a questi aspetti, possono essere introdotte misure volte a contenere i costi, come ad esempio la riduzione delle ore straordinarie, il ricorso alla cassa integrazione o la sospensione di premi e bonus. Questi interventi permettono di affrontare la fase più critica alleggerendo i costi ed evitando, per quanto possibile, scelte più drastiche sul personale.

Anche i fornitori hanno un ruolo importante all'interno del percorso di risanamento perché la continuità delle forniture, talvolta accettando condizioni meno favorevoli o tempi di pagamento più lunghi, contribuisce a mantenere attiva la produzione e a sostenere la continuità aziendale.

Infine, i clienti possono contribuire al risanamento mantenendo stabili i ricavi, confermando, gli ordini programmati, continuando ad acquistare e, in alcuni casi, anticipando i pagamenti. Per questo motivo, il loro supporto è indispensabile: senza il loro sostegno, anche un piano valido rischia di non tradursi in risultati concreti.

Un esempio chiaro di gestione della crisi basata sul coinvolgimento degli stakeholder è quello di Corneliani S.p.A., storico produttore italiano di abbigliamento maschile di lusso. Nel 2021, trovandosi in una situazione finanziaria molto critica, l'azienda ha evitato la liquidazione grazie a un accordo tra i soci privati e Invitalia, intervenuta tramite il Fondo Salvaguardia, insieme alle istituzioni locali e i sindacati. La collaborazione tra investitori, lavoratori e settore pubblico, ha permesso di immettere nuova finanza, costituire una nuova

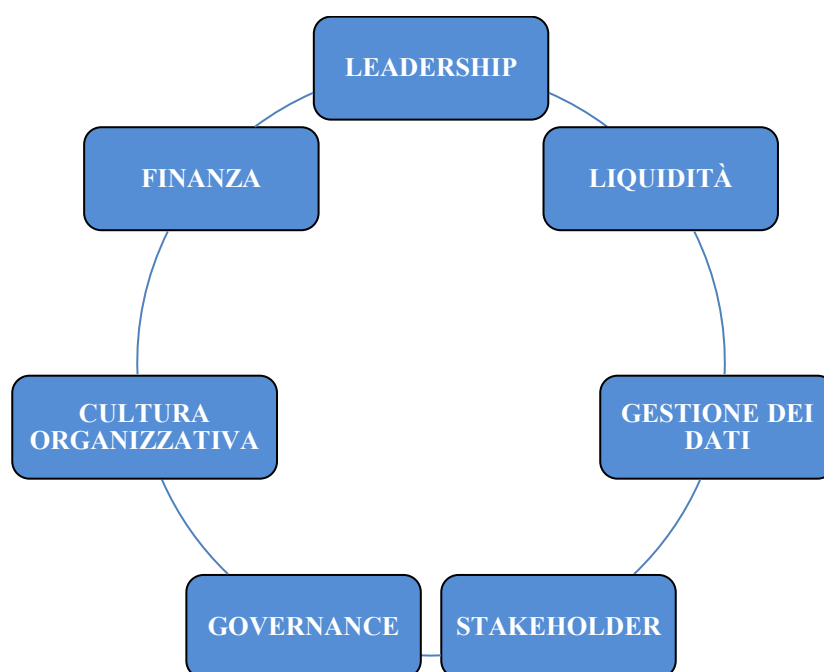
società e salvaguardare i posti di lavoro nello stabilimento di Mantova, creando le condizioni per avviare un percorso di rilancio¹⁰³.

In conclusione, affinché il piano di risanamento abbia successo non è sufficiente definire le misure d'intervento ma è necessario anche gestire in modo corretto le relazioni con azionisti e stakeholder. L'impresa deve quindi comunicare tempestivamente le azioni che vuole intraprendere e aggiornare costantemente gli stakeholder sull'avanzamento del piano. In questo modo è possibile ridurre le resistenze, aumentare la fiducia e rendere più stabile l'esecuzione del percorso di risanamento.

2.5 Fattori critici di successo

Affinché un piano di risanamento sia efficace, è necessaria la presenza di alcuni fattori fondamentali senza i quali il processo non può funzionare. Tali elementi, rappresentati nella figura 5, non derivano da una norma specifica ma dall'esperienza pratica e dagli studi condotti su numerose imprese che hanno affrontato situazioni di crisi. È importante che vengano applicati fin dalle prime fasi perché permettono di costruire basi solide, garantire credibilità verso gli stakeholder e intervenire tempestivamente in caso di scostamenti.

Figura 5 - Fattori critici di successo nel risanamento



Fonte: elaborazione propria da Corporate Turnaround, Brugger, Galbiati (2020).

¹⁰³ MIMIT – Ministero delle Imprese e del Made in Italy, *Metodo Cornelianani – imprese in difficoltà*, 7 aprile 2021, <https://www.mimit.gov.it>, ultimo accesso: 25/10/2025.

Quando un'azienda entra in crisi, l'equilibrio interno si modifica velocemente: i clienti comprano meno, i fornitori iniziano a pretendere maggiori garanzie e le banche richiedono più informazioni prima di concedere nuova liquidità. In questa situazione l'impresa ha bisogno di una persona o di un team capace di guidarla definendo gli obiettivi prioritari e prendendo decisioni rapide. Senza una leadership forte e competente, anche il migliore piano rischia di fallire. Il leader non deve solo prendere decisioni ma deve anche mediare tra interessi e opinioni diverse ed evitare conflitti interni, ricostruendo un clima di collaborazione. Parallelamente, deve anche gestire i rapporti con chi sostiene l'impresa, in particolare banche e fornitori, il cui supporto è indispensabile per proseguire il risanamento. Un ulteriore fattore critico di successo, fondamentale per la riuscita del piano, è la gestione della liquidità. Nelle prime fasi, per evitare blocchi sull'operatività o situazioni di insolvenza, è fondamentale disporre di risorse finanziarie sufficienti a coprire le uscite più urgenti che non possono essere rimandate. Tra queste rientrano stipendi, pagamenti ai fornitori, rate verso le banche, tasse e utenze. Per questo motivo, è importante che l'impresa monitori con attenzione i flussi finanziari attraverso strumenti specifici, come il *13-week cash flow forecast*, che consente di individuare per tempo i disallineamenti rispetto alle previsioni. Una volta superata la fase più critica, l'impresa deve continuare a migliorare la propria liquidità agendo sul capitale circolante. Ciò comporta la riduzione delle scorte eccedenti, l'accelerazione degli incassi e la negoziazione di termini di pagamento più ampi con i fornitori, salvaguardando la continuità aziendale e la qualità delle relazioni commerciali. Per limitare ulteriormente le perdite, l'impresa può rinunciare a linee di prodotto o rapporti commerciali poco redditizi poiché in questa fase l'obiettivo principale non è la crescita ma il recupero dell'equilibrio finanziario e della fiducia degli stakeholder. Superata l'emergenza e stabilizzata la situazione, l'attenzione si sposta progressivamente sulla redditività. In questa fase, è fondamentale valutare con attenzione le scelte di intervento. Ad esempio, se il management decidesse di concentrarsi esclusivamente sulla liquidità, potrebbe ridurre gli investimenti, la formazione del personale o attività di ricerca e sviluppo, migliorando nel breve periodo la cassa ma, allo stesso tempo, compromettendo la competitività futura. Al contrario, un rilancio troppo rapido e non sostenuto da risorse finanziarie solide potrebbe generare tensioni di cassa e aggravare la situazione debitoria dell'impresa.

L'efficacia del piano, dipende quindi dalla capacità del management di bilanciare le esigenze immediate con la sostenibilità nel medio-lungo termine, adattando gli interventi all'evoluzione della crisi.

In tale contesto, è spesso più realistico intervenire sui costi che puntare su un aumento dei ricavi, poiché i clienti comprano meno e l'impresa dispone di un numero limitato di strumenti per sostenere le vendite. La riduzione dei costi consente all'azienda di ottenere benefici immediati, liberando risorse e aumentando la liquidità per proseguire le successive fasi del piano. Parallelamente, l'impresa deve analizzare tutte le attività che svolge e valutare quali mantenere e quali abbandonare, in funzione dei guadagni e delle risorse necessarie. L'uscita dalle attività che generano perdite permette infatti di liberare risorse e concentrarle su quelle che possono contribuire al recupero economico dell'impresa.

Un ulteriore fattore critico è rappresentato dalla qualità delle informazioni disponibili. I sistemi informativi aziendali, infatti, sono generalmente progettati per funzionare bene in condizioni di normalità mentre durante una crisi servono dati diversi e soprattutto molto più tempestivi. In questa fase, diventa essenziale sapere, ad esempio, quanta liquidità entra quotidianamente, quali pagamenti stanno per scadere e quali clienti stanno rispettando le scadenze. Per sostenere il piano è quindi necessario potenziare i sistemi di reporting, migliorando il modo in cui l'azienda raccoglie, analizza e comunica i dati. La creazione di sistemi di monitoraggio dedicati consente di aumentare la trasparenza gestionale e migliorare il controllo delle performance, riducendo l'asimmetria informativa tra creditori e investitori. Il coinvolgimento degli stakeholder rappresenta un altro elemento indispensabile poiché senza la collaborazione di tutti i soggetti coinvolti, il piano non può funzionare nemmeno se ben costruito. Ogni gruppo ha un ruolo diverso: i finanziatori contribuiscono al risanamento rinviando le scadenze o concedendo nuova liquidità; i fornitori possono continuare a garantire le consegne; i lavoratori possono collaborare evitando conflitti e accettando misure temporanee; i clienti possono continuare ad acquistare contribuendo a mantenere stabili i ricavi. Inoltre, negli ultimi anni la crescente attenzione ai temi di sostenibilità, ha ampliato ulteriormente il loro ruolo. Per questo motivo, banche e investitori non valutano più solo gli aspetti economici del piano ma considerano anche la qualità delle *governance* e l'impatto sociale delle scelte, elementi che incidono sulla credibilità del piano.

Oltre alla gestione delle relazioni, un piano di risanamento funziona solo se esiste una struttura dedicata incaricata di guidarlo e coordinarlo in modo continuativo. Per essere efficace, un piano non deve limitarsi alla sua elaborazione ma è necessario coordinare le attività, monitorare l'avanzamento delle misure previste e verificare che il percorso stia andando nella direzione stabilita. Per questa ragione, può essere utile inserire delle figure dedicate come un *Project Management Office* o un *Chief Restructuring Officer*, con il compito di garantire che le decisioni operative siano coerenti con gli obiettivi finanziari del

piano. Inoltre, attraverso riunioni periodiche e strumenti di monitoraggio è possibile individuare per tempo eventuali criticità e adottare le correzioni necessarie, assicurando un'attuazione coerente e controllata del piano di risanamento.

La cultura aziendale, ovvero il modo in cui le persone pensano, si comportano e lavorano insieme è un elemento spesso sottovalutato ma fondamentale per il ripristino dell'equilibrio. Un piano di risanamento, infatti, non può basarsi solo su interventi tecnici ma funziona solo se chi lavora in azienda comprende le cause della crisi ed è disposto a correggere comportamenti e abitudini che hanno contribuito alle difficoltà. In presenza di una cultura aziendale basata su fiducia, collaborazione e adattamento, le persone accettano più facilmente i cambiamenti e si impegnano maggiormente per favorire il risanamento.

Un ultimo elemento riguarda l'equilibrio finanziario del piano. Per essere sostenibile nel tempo, il risanamento deve poggiare su una struttura finanziaria che l'impresa sia davvero in grado di sostenere, ripagando i debiti con i flussi di cassa futuri. Questo richiede la rinegoziazione delle esposizioni esistenti, la revisione delle scadenze e la selezione di investimenti mirati, in grado di generare ritorni nel breve e nel medio periodo. Un rapporto equilibrato tra capitale proprio e debito non è solo un aspetto tecnico, ma anche un segnale importante per creditori e investitori.

Nel complesso, i fattori critici appena analizzati, non possono essere gestiti separatamente, perché l'effetto di un intervento finisce spesso per influenzare anche gli altri. L'efficacia del piano non dipende quindi dalla semplice presenza di ciascun elemento bensì dalla loro coordinazione nel tempo. La sequenza con cui vengono attuate le misure e la capacità del management di adattare in funzione dell'evoluzione della crisi, incidono in modo decisivo sull'esito del piano. In molti casi, infatti, è proprio a causa della mancanza di coordinamento tra aspetti finanziari, operativi e organizzativi a determinare l'insuccesso dei tentativi di risanamento¹⁰⁴.

2.6 Early warning systems e meccanismi di prevenzione

All'interno dei meccanismi di prevenzione della crisi, si distinguono due elementi strettamente collegati tra loro: gli *early warning systems*, che svolgono una funzione diagnostica intercettando per tempo segnali di squilibrio, e i meccanismi di prevenzione, che traducono tali segnali in azioni concrete per ristabilire l'equilibrio aziendale.

L'efficacia del sistema dipende dalla capacità di tradurre rapidamente la diagnosi in

¹⁰⁴ G. Brugger, P. E. Galbiati, *Corporate Turnaround: The Italian Perspective*, McGraw Hill, Milano, 2020.

intervento: segnali che non si traducono in azioni concrete rendono l'analisi inefficace, mentre una diagnosi imprecisa espone al rischio di interventi tardivi o inadeguati¹⁰⁵.

Gli *early warning systems* costituiscono il primo livello di individuazione della crisi. Si basano sull'idea, ampiamente riconosciuta dalla letteratura, che la crisi d'impresa raramente esplosa all'improvviso ma si sviluppi in modo graduale ed emerga attraverso segnali deboli di natura economica, finanziaria e patrimoniale¹⁰⁶.

Per misurare questi segnali, i primi strumenti utilizzati erano i modelli tradizionali, fondati sull'analisi di indicatori di bilancio di natura prevalentemente descrittiva, come il *current ratio*, il ROI o il *leverage*, utili per individuare in anticipo le tensioni di liquidità e la riduzione dei margini operativi. Tuttavia, sebbene semplici da applicare, seguivano una logica *backward-looking* e risultavano poco efficaci nell'intercettare variazioni future¹⁰⁷.

Per superare tali limiti, la ricerca e la pratica aziendale hanno introdotto modelli statistici predittivi, in grado di combinare simultaneamente più variabili in un'unica misura sintetica di rischio. Tra i modelli più significativi si collocano: lo Z-Score di Altman (1968), che combina cinque indicatori di bilancio per stimare il rischio di fallimento, l'*O-Score* di Ohlson (1980), basato su una formula statistica che utilizza i dati contabili per stimare la probabilità di default e il modello di Zmijewski (1984), basato su tre indicatori chiave, redditività, leva finanziaria e liquidità. A questi si aggiunge l'approccio *hazard* di Shumway (2001), che introduce la dimensione temporale, analizzando l'evoluzione del rischio nel tempo¹⁰⁸.

Con l'evoluzione tecnologica e la crescente disponibilità di dati, gli *early warning systems* hanno allargato il proprio perimetro. Accanto ai tradizionali indicatori economico-finanziari, oggi si considerano anche aspetti qualitativi, come la qualità del management, la struttura di *governance* e le relazioni con gli stakeholder, oltre a segnali di natura comportamentale, che mostrano come l'impresa reagisce ai primi segnali di difficoltà. Questo ampliamento ha portato alla creazione di strumenti più efficaci che consentono di individuare le crisi con maggiore anticipo¹⁰⁹.

Un ulteriore passo in avanti è stato compiuto grazie all'introduzione dell'intelligenza artificiale e del *machine learning*, che consentono di analizzare grandi quantità di dati

¹⁰⁵ Boldreghini F., Sancetta G., *op. cit.*

¹⁰⁶ A. Falini, *Le cause della crisi d'impresa. Analisi dei fattori di crisi delle grandi imprese in Amministrazione Straordinaria*, in *Sinergie*, n. 105, Università di Verona, 2017.

¹⁰⁷ *Ibid.*

¹⁰⁸ Altman, E.I. (1968); Ohlson, J.A. (1980); Zmijewski, M.E. (1984); Shumway, T. (2001), modelli predittivi di insolvenza.

¹⁰⁹ Boldreghini, F., Sancetta, G., *op. cit.*

eterogenei, non solo numerici ma anche testuali, comportamentali e settoriali, individuando schemi e anomalie difficilmente rilevabili dai modelli tradizionali. Questi modelli, riescono a riconoscere i segnali di rischio molto prima rispetto ai metodi tradizionali, grazie alla capacità di apprendere e aggiornarsi al variare delle condizioni. Ciò offre all'impresa il vantaggio di poter intervenire tempestivamente, evitando che la situazione peggiori e diventi difficilmente recuperabile. Tuttavia, individuare i segnali di rischio non è sufficiente, ma è necessario che si traducano in interventi concreti, attivati tramite i meccanismi di prevenzione¹¹⁰.

A livello giuridico, la legge italiana stabilisce due obblighi fondamentali alla base dei meccanismi di prevenzione della crisi. L'articolo 3 del Codice della crisi d'impresa impone all'imprenditore di individuare tempestivamente i segnali di crisi mediante strumenti idonei quali indicatori finanziari, sistemi di monitoraggio e controlli interni¹¹¹. L'articolo 2086 del codice civile, invece, obbliga l'impresa ad avere una struttura organizzativa chiara e un sistema amministrativo e contabile adeguato, in grado di valutare l'andamento aziendale e individuare tempestivamente eventuali squilibri¹¹². A partire da queste disposizioni, la dottrina ha elaborato una classificazione che distingue tre modi diversi attraverso cui l'impresa può prevenire la crisi: meccanismi interni, meccanismi esterni e meccanismi di mercato.

I meccanismi interni fanno riferimento a tutti gli strumenti e le strutture che permettono all'impresa di accorgersi tempestivamente quando c'è un problema e reagire rapidamente con azioni correttive. Tra le misure più comuni rientrano la revisione del budget e dei piani industriali, la riduzione degli investimenti, la rinegoziazione delle linee di credito con le banche e gli interventi su costi e strutture operative. L'evoluzione recente dei sistemi informativi, grazie a strumenti di *business intelligence* e analisi predittiva, consente inoltre di integrare dati contabili, gestionali e di mercato, rendendo più rapido ed efficace il passaggio dalla diagnosi all'azione¹¹³.

I meccanismi esterni, invece, vengono utilizzati quando l'impresa non è in grado di gestire autonomamente i rischi e le difficoltà e deve ricorrere al supporto di soggetti esterni, come

¹¹⁰ CNDCEC – Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Gli indici dell'allerta ex art. 13, co. 2, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Roma, 2019.

¹¹¹ Art. 3, D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, G.U. n. 38 del 14 febbraio 2019, S.O. n. 6.

¹¹² Art. 2086, comma 2, cod. civ., come modificato dal D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14.

¹¹³ Di Martino M., *Intelligenza artificiale e sistemi di segnalazione della crisi d'impresa*, in *De Iustitia*, n. 2, 2024.

consulenti, istituzioni o organi specializzati. In questo contesto uno degli strumenti più importanti che viene adottato dalle imprese è la composizione negoziata della crisi, introdotta dal D.L. 118/2021¹¹⁴. Si tratta di un percorso attivabile fino a quando la situazione dell'impresa è ancora recuperabile e che consente di avviare un dialogo con i creditori per negoziare scadenze e possibili compromessi, con l'assistenza di un esperto indipendente che supporta l'imprenditore e facilita le trattative. La composizione negoziata della crisi garantisce volontarietà e riservatezza, due condizioni fondamentali per permettere all'impresa di negoziare in modo sereno senza subire effetti negativi dall'esterno. L'obiettivo è intervenire prima che la crisi diventi irreversibile, favorendo la costruzione di accordi sostenibili sia sul piano finanziario che su quello industriale.

Infine, si individuano i meccanismi di mercato, che si basano sul ruolo degli intermediari finanziari. Come evidenziato da Boldreghini e Sancetta¹¹⁵, le banche hanno accesso a informazioni molto tempestive sul comportamento delle imprese, ad esempio ritardi nei pagamenti o utilizzo anomalo delle linee di credito, e possono quindi cogliere per tempo i primi segnali di squilibrio. Questo tipo di prevenzione non aiuta solo la singola impresa, ma contribuisce anche alla stabilità dell'intero sistema economico.

La capacità di individuare e gestire tempestivamente i primi segnali di difficoltà non dipende soltanto dalla presenza di strumenti di *early warning* o di meccanismi di prevenzione sempre più avanzati. In molti casi, infatti, anche sistemi di monitoraggio evoluti non garantiscono che i segnali di crisi vengano riconosciuti o interpretati correttamente.

Ciò che fa realmente la differenza è la capacità del management di leggere in modo adeguato le informazioni disponibili e intervenire con decisioni tempestive. Gli strumenti di *early warning*, non eliminano il rischio di crisi, ma offrono all'impresa la possibilità di affrontarla in una fase ancora gestibile, trasformando i segnali di squilibrio in interventi concreti prima che la situazione diventi irreversibile.

2.7 L'auto-amministrazione nel risanamento d'impresa

Nel contesto europeo, la crisi d'impresa viene sempre più interpretata come un processo graduale che può essere affrontato in modo efficace attraverso interventi tempestivi, volti a tutelare la continuità aziendale. In questa prospettiva si colloca la Direttiva (UE) 2019/1023,

¹¹⁴ D.L. 24 agosto 2021, n. 118, convertito nella L. 21 ottobre 2021, n. 147.

¹¹⁵ Boldreghini F., Sancetta G., *Early warning system and credit risk governance: early crisis management from the financial creditor perspective*, in *Corporate Governance and Research & Development Studies*, n. 2, FrancoAngeli, 2021.

nota anche come “Direttiva *Insolvency*”, il cui fine è quello di favorire percorsi di ristrutturazione preventiva e limitare il ricorso a procedure liquidatorie¹¹⁶.

L’approccio adottato dalla Direttiva si discosta dalle tradizionali procedure concorsuali. Per lungo tempo, infatti, l’emersione della crisi conduceva nella maggior parte dei casi alla liquidazione dell’impresa, con la chiusura dell’attività e la perdita delle risorse necessarie per sostenere la gestione.

L’orientamento europeo, invece, si muove in una direzione diversa, privilegiando interventi anticipati da attuare quando la crisi è ancora gestibile e l’impresa può continuare a operare, mantenendo i rapporti economici essenziali, in particolare con clienti e fornitori¹¹⁷.

Per garantire interventi tempestivi, la Direttiva adotta un approccio flessibile: non impone una procedura uniforme ma ciascun Stato membro è libero di scegliere il modello più adeguato, purché l’imprenditore possa continuare a gestire l’impresa. L’intervento di soggetti esterni è previsto solo quando emergono rischi per i creditori, ad esempio in presenza di comportamenti non trasparenti del debitore o quando il piano di risanamento richiede verifiche tecniche, che non possono essere lasciate alla sola gestione dell’imprenditore¹¹⁸.

In Austria, la Direttiva è stata recepita attraverso una procedura giudiziale già presente all’interno del proprio ordinamento, successivamente adattata per renderla conforme, che consente al debitore di mantenere la gestione dell’impresa durante il risanamento sotto la supervisione del tribunale. Questa procedura, disciplinata dalla *Insolvenzordnung*¹¹⁹, prende il nome di ristrutturazione giudiziale in regime di auto-amministrazione. Il suo accesso non è automatico ma è vincolato al rispetto di alcuni requisiti. Il debitore deve presentare un piano di risanamento che sia credibile e dimostrare di possedere le capacità necessarie per gestire l’impresa durante il percorso di risanamento. La legge austriaca stabilisce inoltre una percentuale minima che il debitore deve impegnarsi a pagare ai creditori nell’ambito del piano di risanamento: nel caso in cui il piano dovesse proporre un importo inferiore alla soglia stabilita, l’auto-amministrazione non viene concessa. Così facendo, il percorso intrapreso è in grado di assicurare un recupero concreto e realistico, offrendo ai creditori somme superiori rispetto a quelle che avrebbero ottenuto in caso di liquidazione.

¹¹⁶ Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, 20 giugno 2019, GUUE L 172 del 26.6.2019.

¹¹⁷ Ibid., considerando nn. 1–3.

¹¹⁸ Ibid., considerando nn. 10–11.

¹¹⁹ *Insolvenzordnung (IO), disciplina della ristrutturazione con auto-amministrazione (Eigenverwaltung)* nell’ordinamento austriaco.

La presenza di requisiti per accedere alla procedura ha uno scopo ben preciso: riservare l'auto-amministrazione alle imprese che possono effettivamente risanarsi, evitando di applicarla a situazioni in cui la liquidazione risulterebbe comunque inevitabile.

Verificato il rispetto dei requisiti, l'auto-amministrazione si apre su istanza dell'imprenditore davanti al tribunale competente, dando avvio alla procedura di ristrutturazione. Tuttavia, a differenza delle procedure liquidatorie che comportano la cessazione dell'attività, questa soluzione consente all'impresa di continuare a operare mentre tenta di risanarsi. In questa fase l'impresa gode anche di una protezione temporanea dalle azioni dei creditori, così da avere il tempo necessario per elaborare il piano di risanamento.

Una caratteristica rilevante della procedura di auto-amministrazione è che la gestione dell'impresa rimane in capo al management, che continua a occuparsi dell'attività operativa seppur non in completa autonomia. La gestione, infatti, deve rispettare il piano di risanamento ed è accompagnata da obblighi informativi specifici, come la comunicazione dell'andamento economico-finanziario e degli eventuali scostamenti rispetto alle previsioni. L'intera procedura si svolge sotto la supervisione dell'autorità giudiziaria, che nomina un *Sachwalter* incaricato di monitorare la gestione dell'impresa e verificare che il piano venga attuato correttamente.

Per queste ragioni, il regime di auto-amministrazione può essere mantenuto solo se l'imprenditore è in grado di rispettare gli obblighi previsti dalla procedura. Qualora ciò non dovesse accadere, ad esempio perchè non fornisce informazioni adeguate, presenta un piano poco realistico o compie scelte che possono danneggiare i creditori, il tribunale può intervenire e revocarlo.

L'adozione del regime di auto-amministrazione presenta numerosi vantaggi, risultando in molti casi più favorevole rispetto alle procedure liquidatorie. In particolare, il fatto che l'impresa possa rimanere operativa, generare entrate e mantenere i rapporti con clienti e fornitori, aumenta le possibilità di ottenere una maggiore soddisfazione per i creditori e migliorare le prospettive di riuscita del risanamento. Un ulteriore vantaggio riguarda la continuità gestionale: mantenere il management alla guida dell'impresa durante la ristrutturazione, permette di valorizzare la conoscenza dell'organizzazione e la capacità di prendere decisioni rapide ed informate, elementi che possono rendere il percorso di risanamento più efficace. Questa autonomia, tuttavia, non è piena poiché rimane soggetta alla supervisione dell'autorità giudiziaria.

In Italia, il recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023 è avvenuto attraverso il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, che ha inciso in modo significativo sul modo di gestire la

crisi da parte delle imprese. Con l'introduzione del d.lgs. 14/2019, si è infatti abbandonato l'approccio tradizionale fondato su una logica prevalentemente liquidatoria, a favore di un modello incentrato sulla ristrutturazione preventiva e sulla continuità aziendale¹²⁰. Tuttavia, a differenza dell'ordinamento austriaco, quello italiano non prevede una sola procedura di auto-amministrazione, bensì una pluralità di strumenti da utilizzare in funzione delle condizioni dell'impresa e della gravità della crisi. Tra i principali rientrano la composizione negoziata della crisi, i piani attestati di risanamento, gli accordi di ristrutturazione dei debiti e il concordato preventivo¹²¹.

Un ulteriore elemento di differenziazione riguarda il ruolo dell'autorità giudiziaria. Nel sistema austriaco il tribunale segue l'impresa per tutta la durata della ristrutturazione, poiché l'auto-amministrazione si svolge all'interno di un'unica procedura giudiziale¹²². In Italia, invece, il ruolo del giudice cambia a seconda dello strumento utilizzato: nelle soluzioni di tipo negoziale il coinvolgimento dell'autorità giudiziaria è ridotto o assente, mentre nelle procedure come il concordato preventivo il controllo del tribunale diventa più rilevante.

In Italia, poiché la crisi può essere gestita con diversi strumenti e non solo tramite una sola procedura come nel contesto austriaco, il piano di risanamento assume un ruolo importante. La sua analisi, infatti, consente di verificare se l'impresa disponga di concrete possibilità di continuità e se il percorso proposto sia effettivamente sostenibile. Pertanto, seppur in un quadro normativo differente, la funzione del piano resta analoga: dimostrare la fattibilità del risanamento. Per questo motivo, è fondamentale che le ipotesi formulate siano realistiche e che gli interventi illustrati definiscano con chiarezza le azioni necessarie a riequilibrare la situazione economico-finanziaria.

Con riferimento al ruolo dell'imprenditore, i due ordinamenti presentano un'impostazione simile nelle prime fasi della crisi nelle quali la gestione rimane affidata al debitore. In Italia, questo emerge chiaramente nella composizione negoziata della crisi, dove il debitore continua a gestire l'impresa e avvia il confronto con i creditori con il supporto di un esperto indipendente. Quando però la crisi si aggrava, i due sistemi seguono logiche differenti. Nel modello italiano aumenta il coinvolgimento dell'autorità giudiziaria, che assume un ruolo

¹²⁰ D.lgs. 14/2019, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, come modificato dai d.lgs. 83/2022 e 136/2024, attuativi della Direttiva (UE) 2019/1023.

¹²¹ Ministero della Giustizia, *Relazione illustrativa al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (d.lgs. 14/2019), 16 dicembre 2019; cfr. artt. 12 ss., 56 ss., 57 ss. e 84 ss. CCIL.

¹²² *Insolvenzordnung (IO), disciplina della ristrutturazione con auto-amministrazione* (Eigenverwaltung) nell'ordinamento austriaco.

più rilevante nelle procedure di tipo concordatario¹²³, mentre in Austria il tribunale mantiene un ruolo costante lungo tutta la procedura di auto-amministrazione attraverso la supervisione del *Sachwalter*.

Nel contesto italiano, l'imprenditore continua a rimanere coinvolto direttamente nel processo di risanamento ma opera entro limiti più stringenti. Egli deve infatti rispettare obblighi informativi specifici, presentare un piano di risanamento credibile e operare sotto un controllo che diventa sempre più intenso man mano che la crisi si aggrava. In questo modo, il sistema italiano garantisce la prosecuzione dell'attività cercando al tempo stesso di tutelare gli interessi dei creditori¹²⁴.

Dall'analisi svolta emerge come l'auto-amministrazione si inserisce nel percorso europeo della gestione della crisi d'impresa, sempre più orientato alla continuità aziendale e alla ristrutturazione preventiva. La possibilità per il management di rimanere alla guida dell'impresa, pur entro un quadro regolato, contribuisce a rendere il risanamento più efficace, riducendo le interruzioni operative e preservando il valore dell'azienda.

Puntare sulla continuità dell'impresa aiuta anche a ridurre gli effetti negativi della crisi, sia dal punto di vista economico sia da quello sociale, limitando le conseguenze sull'occupazione e sul sistema produttivo. In questo modo, l'auto-amministrazione rappresenta uno strumento pensato per intervenire prima che la crisi diventi irreversibile, a differenza delle soluzioni liquidatorie che vengono utilizzate solo quando l'impresa non è più recuperabile.

In conclusione, Italia e Austria recepiscono gli stessi principi introdotti dalla Direttiva (UE) 2019/1023, come la prevenzione della crisi, la continuità aziendale e l'anticipazione degli interventi di ristrutturazione, ma li applicano in modo diverso.

In Austria questi principi trovano applicazione in un'unica procedura di auto-amministrazione, mentre in Italia vengono realizzati attraverso strumenti diversi, che l'impresa può utilizzare in base alla propria situazione. Nonostante tali differenze, in entrambi i sistemi l'obiettivo rimane lo stesso: evitare la liquidazione quando esistono reali possibilità di risanamento, consentendo all'impresa di continuare la propria attività.

¹²³ Ministero della Giustizia, *Relazione illustrativa al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, 2019; D.L. 118/2021 sulla composizione negoziata della crisi.

¹²⁴ D.Lgs. 14/2019 (CCII); D.L. 24 agosto 2021, n. 118.

CAPITOLO III - IL CASO KTM AG

3.1 Profilo e contesto aziendale

Le origini di KTM risalgono agli anni Trenta, un periodo in cui l'Europa era ancora provata dalla Grande Depressione e si avviava verso la Seconda guerra mondiale. In questo contesto difficile, caratterizzato da risorse limitate ma anche da una crescente domanda di mezzi di trasporto leggeri, il meccanico Hans Trunkenpolz aprì nel 1934 a Mattighofen una piccola officina per la riparazione di automobili e motociclette¹²⁵. Con il passare del tempo, l'attività si ampliò e l'officina, apprezzata per la qualità del lavoro svolto, aumentò la propria clientela fino a diventare un punto di riferimento nel territorio.

Negli anni '50 l'officina di Trunkenpolz non si limitò più alla sola riparazione dei mezzi ma iniziò a produrre motociclette a livello industriale, segnando la trasformazione da una semplice officina a una vera e propria azienda produttrice di moto.

Nel 1953, con l'ingresso di Ernst Kronreif come socio, l'impresa assunse anche un nuovo nome ufficiale: Kronreif & Trunkenpolz Mattighofen, KTM¹²⁶. L'ingresso dell'imprenditore Ernst Kronreif portò nuove risorse e competenze imprenditoriali, consentendo a KTM di produrre più modelli e modernizzare l'organizzazione produttiva, rendendola più efficiente e professionale. In quegli anni KTM produsse il suo primo modello importante la R100, considerato il primo vero motociclo che rappresentò il punto di partenza dello stile tecnico e sportivo che caratterizza ancora oggi il marchio.

Successivamente, tra gli anni Cinquanta e Sessanta, KTM iniziò a partecipare con maggiore frequenza alle competizioni motociclistiche. L'impegno nei *Six Days Trials*, una delle più importanti competizioni internazionali di *endurance off-road*, così come nel motocross e nelle prove di regolarità, offrì all'azienda la possibilità di testare nuove soluzioni tecniche e migliorare l'affidabilità dei mezzi, contribuendo al tempo stesso ad aumentare la visibilità internazionale del marchio¹²⁷. Parallelamente, in Europa aumentava la richiesta di motociclette e KTM iniziò a rivolgersi ai mercati esteri, esportando prima nei paesi confinanti e, successivamente, anche fuori dal continente.

Negli anni Settanta KTM si affermò nelle discipline fuoristrada e le numerose vittorie portarono la società a sviluppare un modo di lavorare focalizzato sulla ricerca delle massime

¹²⁵ PIERER Mobility AG, *Our History – The Early Beginnings*, <https://www.pierermobility.com>, ultimo accesso: 10/11/2025.

¹²⁶ Wikipedia, "KTM – History", ultimo accesso: 10/11/2025.

¹²⁷ Ibid.

prestazioni, sulla sperimentazione continua e su una forte mentalità da competizione. Questa cultura aziendale divenne parte integrante dell'identità di KTM che inventò il motto “*Ready to Race*” per sottolineare la vocazione sportiva delle moto prodotte. Negli stessi anni, l'azienda ampliò la propria attività iniziando a produrre anche ciclomotori 50cc, biciclette e componenti, affiancando così alla gamma *off-road* una linea di mezzi di piccola cilindrata destinati all'uso quotidiano. Questa diversificazione aumentò la visibilità del marchio ma, al tempo stesso, rese la gestione interna più articolata.

Pur continuando a crescere, nel decennio successivo KTM iniziò a incontrare difficoltà sempre più evidenti, soprattutto per l'aumento della concorrenza crescente delle case giapponesi, che proponevano moto affidabili e tecnologicamente avanzate a prezzi molto competitivi. Le pressioni del mercato, unite a scelte industriali non sempre sostenibili, finirono per indebolire la struttura finanziaria dell'azienda, che nel 1991 arrivò alla dichiarazione di fallimento¹²⁸. Nonostante la gravità del momento, il fallimento rappresentò l'inizio di una nuova fase per il marchio poiché dopo la chiusura della società originaria, le attività legate alla produzione di motociclette furono rilevate da un gruppo di investitori guidati da Stefan Pierer, che diede vita alla KTM Sportmotorcycle Gmbh e avviò il percorso di rilancio.

Sotto la guida di Pierer, KTM abbandonò le linee di business non core e tornò a concentrarsi sulla produzione di motociclette sportive e da competizione, puntando su ricerca, qualità dei materiali e riconoscibilità del marchio¹²⁹. Nel 1995 l'azienda si trasformò in società per azioni, consolidando il processo di modernizzazione e ponendo le basi per un'espansione internazionale più strutturata.

Nel 2007 KTM visse un'altra fase di cambiamento poiché Bajaj Auto Ltd., uno dei principali produttori indiani di motocicli, acquistò il 14,5% del capitale tramite la controllata Bajaj Auto International Holdings BV¹³⁰. L'ingresso di Bajaj diede avvio a una collaborazione che negli anni successivi si consolidò soprattutto nella produzione dei modelli destinati ai mercati non europei. La partnership, nata con finalità strategiche e industriali, si è progressivamente trasformata in un'alleanza che oggi rappresenta una delle più solide nel settore motociclistico.

Nel decennio successivo il gruppo proseguì la sua crescita attraverso acquisizioni

¹²⁸ Ibid.

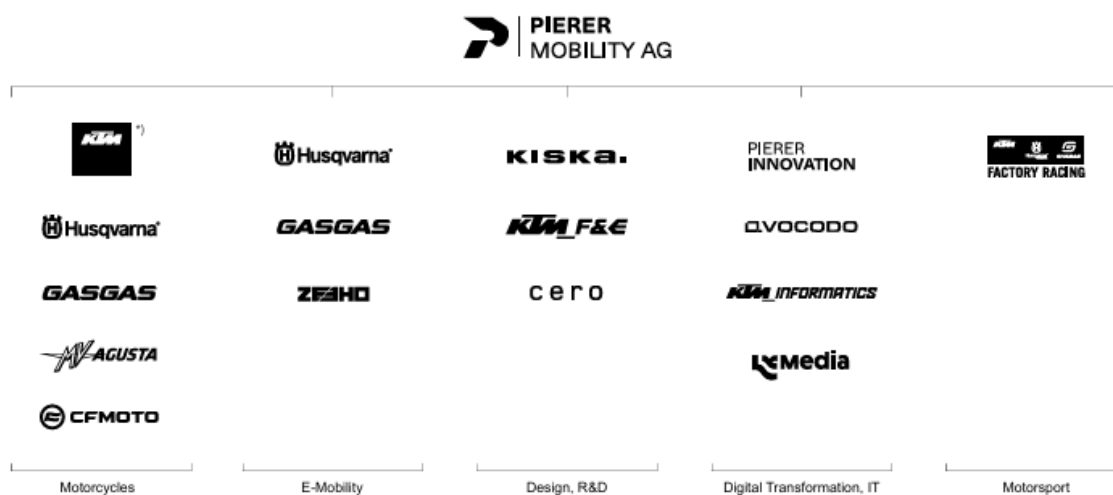
¹²⁹ Ibid.

¹³⁰ Bajaj Auto Ltd., *Bajaj Auto & KTM Bikes Partnership*, sito istituzionale, <https://www.bajajauto.com>, ultimo accesso: 13/11/2025.

strategiche: nel 2013 venne rilevato il marchio Husqvarna Motorcycles e nel 2019 il gruppo acquisì anche GasGas, ampliando l'offerta nel segmento *off-road* e trial¹³¹. A seguito delle acquisizioni e delle alleanze strategiche realizzate negli anni, il gruppo avviò una riorganizzazione più ampia che interessò anche la struttura societaria. La storica KTM Sportmotorcycle GmbH, venne progressivamente assorbita nella nuova organizzazione del gruppo guidato da Pierer, fino a dare origine all'attuale KTM AG, principale società operativa del ramo motociclistico. Parallelamente venne costituita la holding PIERER Mobility AG, quotata alla Borsa di Vienna, con il compito di coordinare i diversi marchi e le società controllate del gruppo.

La struttura appena descritta è rappresentata nel grafico 8, che mostra le principali aree operative del gruppo: il settore motociclistico, la mobilità elettrica, il *design* e la ricerca, i servizi digitali e le attività sportive. È utile chiarire che, nel segmento *Motorcycles*, KTM AG si occupa esclusivamente dei marchi KTM, Husqvarna Motorcycles e GasGas, mentre MV Agusta e CFMoto, fanno capo direttamente alla holding attraverso accordi di partecipazione o partnership che non rientrano nell'area gestita da KTM AG.

Grafico 8 - *Struttura del gruppo PIERER Mobility AG*



Fonte: PIERER Mobility AG, Annual Report (2023).

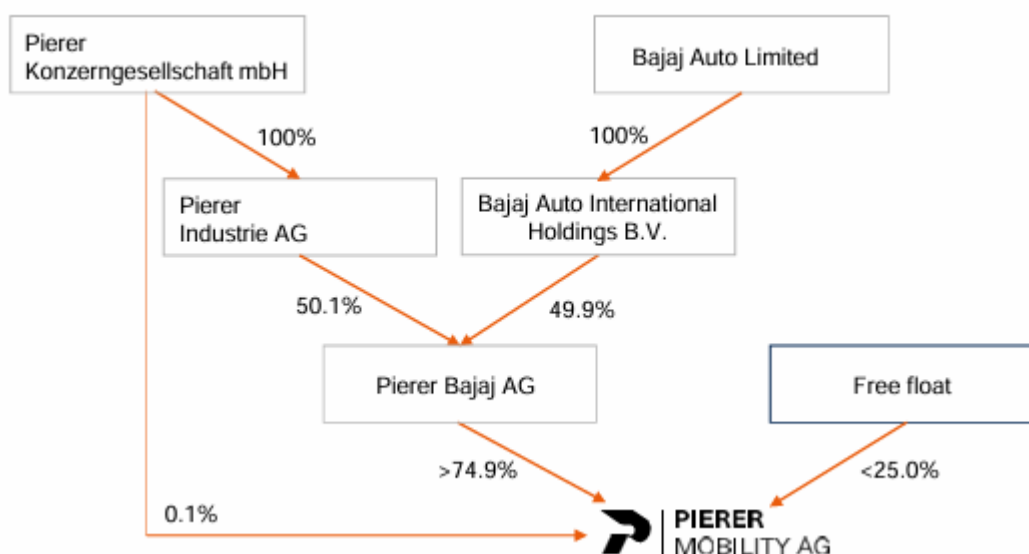
La struttura proprietaria, riportata nel grafico 9, mostra come la PIERER Mobility AG sia controllata quasi interamente da Pierer Bajaj AG, che detiene circa il 75% delle azioni. La restante quota non appartiene ad un singolo azionista ma è suddivisa tra diversi investitori

¹³¹ PIERER Mobility AG, *Company History 1934–2021*.

ed è quindi liberamente negoziabile sul mercato.

Pierer Bajaj AG, a sua volta, è partecipata da Pierer Industrie AG e da Bajaj Auto International Holding B.V. con quote molto simili. Nonostante la partecipazione quasi paritaria, la gestione del gruppo resta affidata a Pierer sia per il ruolo storico svolto nella guida dell'azienda e sia per gli accordi interni che regolano la distribuzione delle responsabilità¹³².

Grafico 9 - *Struttura proprietaria di PIERER Mobility AG*



Fonte: elaborazione propria su dati PIERER Mobility AG, Annual Report (2023).

Dopo aver analizzato il profilo proprietario si passa alla struttura di *governance*. La capogruppo Pierer Mobility AG, è dotata di due organi istituzionali fondamentali: l'*Executive Board*, responsabile della gestione operativa e dell'attuazione delle strategie, e il *Supervisory Board*, che si occupa di vigilare sull'operato del management e approva le decisioni più importanti nell'interesse degli azionisti. Accanto ai due organi di governo, la società si avvale anche di alcune funzioni interne specializzate che contribuiscono al buon funzionamento dell'organizzazione. Tra queste vi sono l'audit interno, che verifica il corretto funzionamento dei processi e l'assenza di irregolarità; la compliance, che presidia il rispetto delle norme; la funzione di *risk management*, che analizza e valuta i rischi finanziari, operativi e strategici; e infine, l'area dedicata alla sostenibilità che monitora le iniziative

¹³² Ibid.

ambientali, sociali e di *governance* del gruppo.

Sul piano industriale, KTM AG ha sviluppato un modello operativo fondato su solide competenze ingegneristiche e produttive, che consentono di realizzare moto performanti e tecnicamente evolute. Le competizioni hanno un ruolo fondamentale nello sviluppo dei prodotti perchè fungono da vero e proprio laboratorio: ciò che viene testato in gara, dalle soluzioni tecniche ai singoli componenti, consente di raccogliere informazioni sulle prestazioni e sull'affidabilità. Le indicazioni raccolte, vengono poi analizzate ed utilizzate nella produzione di serie, così da trasferire i miglioramenti sviluppati in pista anche ai modelli destinati al mercato¹³³. A fianco di questo modello operativo, KTM dispone di una struttura produttiva integrata, in cui progettazione, produzione e controlli lavorano all'interno di un unico team. A ciò si aggiunge una collaborazione stabile con fornitori altamente qualificati, che contribuiscono alle diverse fasi del processo garantendo standard elevati.

La collaborazione nel 2007 con il produttore indiano Bajaj Auto Ltd ha reso possibile al gruppo di aumentare in modo significativo la propria capacità produttiva, rendendo possibile la produzione in India di modelli più economici e destinati a volumi elevati. Questo ha migliorato la competitività del gruppo nei mercati dove il prezzo è un fattore determinante nella scelta di acquisto. La produzione europea, invece, è rimasta focalizzata sui modelli *premium* e su quelli tecnologicamente più avanzati¹³⁴.

Con riferimento al modello di business, il gruppo adotta una strategia *multibrand* che affianca più marchi con identità e posizionamenti diversi. Il marchio KTM è focalizzato sui segmenti off-road e sportivi; Husqvarna Motorcycles si colloca nella fascia *premium* con particolare attenzione al *design*; GasGas propone modelli orientati all'off-road ma con un'offerta più accessibile rispetto agli altri brand del gruppo¹³⁵.

Oltre alla vendita di moto, il gruppo genera una quota importante di ricavi anche attraverso la commercializzazione di accessori, abbigliamento tecnico e ricambi. A differenza delle moto, la cui vendita può subire oscillazioni per crisi economiche, cambiamenti normativi e stagionalità, questi prodotti si comprano continuamente garantendo entrate più stabili e riducendo pertanto la dipendenza del gruppo dalla sola vendita di nuove motociclette¹³⁶.

Per capire meglio le scelte strategiche del gruppo, è utile partire dal contesto competitivo.

¹³³ PIERER Mobility AG, *Annual Report 2023*,

¹³⁴ PIERER Mobility AG, *Annual Results 2023 – Press Release*, 27 marzo 2024, <https://www.pierermobility.com/>, ultimo accesso: 13/11/2025.

¹³⁵ PIERER Mobility AG, *Company Presentation May 2023*.

¹³⁶ PIERER Mobility AG, *Annual Report 2023*.

KTM si confronta infatti con un settore caratterizzato da una concorrenza internazionale molto intensa e da innovazioni tecniche che si susseguono rapidamente. In Europa la concorrenza è ancora più forte per via della presenza di grandi costruttori globali, tra cui Honda, Yamaha e BMW, e di marchi europei, come Ducati e Triumph, specializzati in motociclette di alta gamma. La domanda, inoltre, è sempre più diversificata e sensibile a variabili macroeconomiche come il reddito disponibile, la fiducia dei consumatori e le condizioni di accesso al credito¹³⁷.

In questo contesto KTM è riuscita a distinguersi dalla concorrenza utilizzando come punto di forza la lunga esperienza maturata nel mondo del fuoristrada, che le ha permesso di sviluppare competenze specifiche poi applicate ai modelli di serie venduti al pubblico¹³⁸.

Tra il 2019 e il 2023 il gruppo ha evidenziato un percorso di crescita consistente, che ne ha consolidato la posizione nel mercato motociclistico globale. L'esercizio 2023 si è chiuso con un fatturato pari a 2.661,2 milioni di euro e con la vendita di 381.555 motociclette, a conferma della solidità del gruppo nonostante un contesto economico caratterizzato da forte incertezza¹³⁹. Tuttavia, mentre il gruppo sembrava aver raggiunto un nuovo picco di espansione, nel corso del 2024 emersero alcuni segnali di peggioramento che hanno anticipato la fase di crisi analizzata nel paragrafo successivo.

3.2 Cause della crisi

Dopo una fase di espansione che ha raggiunto il suo apice con i risultati particolarmente positivi del 2023, il 2024 ha rappresentato per KTM AG e, più in generale per l'intero gruppo, una brusca inversione di tendenza. I segnali di peggioramento sono comparsi già nei primi mesi dell'anno, caratterizzati da un calo della domanda, da un aumento delle scorte presso i concessionari e da una progressiva riduzione dei margini operativi. Fin da subito è emerso che il peggioramento non potesse essere ricondotto a un singolo fattore, ma fosse il risultato della sovrapposizione tra shock esterni e criticità interne maturate negli esercizi precedenti.

Una prima fonte di criticità è riconducibile al mutamento del mercato. L'inflazione elevata e l'aumento dei tassi di interesse hanno ridotto il reddito disponibile per i consumatori,

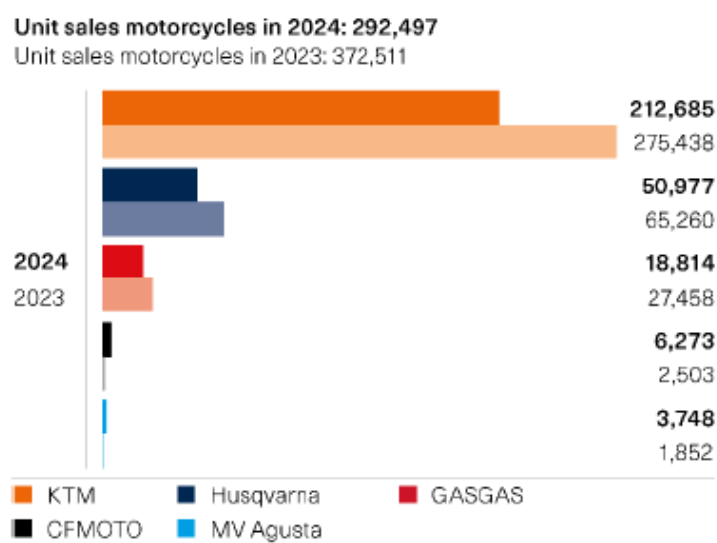
¹³⁷ ACEM – European Association of Motorcycle Manufacturers, *Registrations in Key European Markets – 2023*, <https://www.acem.eu>, ultimo accesso: 13/11/2025.

¹³⁸ Ibid.

¹³⁹ PIERER Mobility AG, *Annual Results 2023 – Press Release*, 27 marzo 2024, <https://www.pierermobility.com>, ultimo accesso: 13/11/2025.

rendendo più costosi i finanziamenti e riducendo la domanda di beni non essenziali, tra cui rientrano le motociclette di fascia medio-alta prodotte dal gruppo. A seguito di questo trend, il gruppo PIERER Mobility ha registrato un forte calo delle vendite complessive, passate da 372.511 a 292.497, come riportato nel grafico 10¹⁴⁰. Tale riduzione ha inciso direttamente anche sull'operatività di KTM AG, che rappresenta la principale società del segmento motociclistico del gruppo.

Grafico 10 - *Vendite motociclistiche del gruppo PIERER Mobility AG*



Fonte: PIERER Mobility AG, Annual Financial Report (2024).

Il peggioramento del mercato emerge anche dai dati sulle immatricolazioni: dopo il rallentamento registrato già nella seconda metà del 2023, nel 2024 la situazione è peggiorata ulteriormente segnando una riduzione del 18,7% in Europa e del 27,5% in Nord America¹⁴¹. Il calo della domanda ha portato i concessionari a ridurre gli ordini, costringendo l'azienda a produrre meno moto rispetto a quanto programmato.

L'impatto per il gruppo è stato particolarmente significativo perché una quota rilevante delle vendite del gruppo arriva proprio da Europa e Nord America aree che per KTM hanno un peso decisivo. A complicare ulteriormente la situazione si sono aggiunte le difficoltà di accesso al credito. In questi mercati molte motociclette vengono acquistate tramite finanziamento e con l'inasprimento dei tassi e dei requisiti di concessione del credito, molti clienti hanno rinunciato all'acquisto contribuendo al calo delle vendite.

¹⁴⁰ PIERER Mobility AG, *Annual Financial Report 2024*.

¹⁴¹ Ibid.

Un'altra criticità è stata l'introduzione dei nuovi standard di omologazione Euro 5 ed Euro 5+, che hanno imposto a tutti produttori di moto di adeguare i sistemi di emissione dei propri modelli¹⁴². Sebbene tali requisiti interessino l'intero settore motociclistico, su KTM sono stati più rilevanti poiché producendo modelli ad alte prestazioni e con tecnologia complessa, l'adeguamento è stato più impegnativo. A conferma di ciò, il bilancio 2024 evidenzia maggiori investimenti in ricerca e sviluppo e il rinvio di alcuni modelli, riducendone la disponibilità nelle fasi iniziali dell'anno¹⁴³. Questo effetto, sommato al rallentamento della domanda, ha contribuito a frenare ulteriormente le vendite.

Parallelamente, le tensioni nelle catene di fornitura globali hanno contribuito a un aumento significativo dei costi industriali. Il 2024 è stato caratterizzato da un rincaro prolungato dell'energia e da un aumento dei prezzi dei materiali, soprattutto metalli e componenti elettronici, a cui si sono aggiunti costi logistici che, seppur inferiori ai picchi del periodo pandemico, sono rimasti stabilmente più alti rispetto ai livelli del 2019. Uno studio condotto da McKinsey¹⁴⁴, mostra che oltre il 90% delle imprese manifatturiere europee ha registrato un aumento dei costi operativi. Anche KTM ha risentito di questo contesto poiché sia i costi dei componenti importati sia quelli della produzione negli stabilimenti europei sono aumentati. A ciò si è aggiunto l'aumento del costo del lavoro che ha ulteriormente inciso sui profitti in un momento in cui le vendite stavano già diminuendo¹⁴⁵.

La concorrenza è stato un altro elemento che ha inciso in modo significativo sui risultati del gruppo, a causa dei grandi costruttori giapponesi come Honda, Yamaha e Kawasaki, che hanno deciso di investire maggiormente nei segmenti sportivi e adventure, aumentando la loro competitività proprio nei segmenti in cui KTM è più forte¹⁴⁶.

Allo stesso tempo, nuovi produttori asiatici sono entrati nel mercato delle moto economiche, offrendo modelli base a prezzi molto competitivi. Tale dinamica ha sottratto quote di mercato soprattutto nei segmenti più economici sviluppati in collaborazione con Bajaj, destinati ai mercati dell'India e del Sud-Est asiatico¹⁴⁷ dove il prezzo è uno dei fattori principali nelle

¹⁴² TransportPolicy.net, *EU Motorcycles – Emissions standards*, <https://www.transportpolicy.net>, ultimo accesso: 16/11/2025.

¹⁴³ PIERER Mobility AG, *Annual Financial Report 2024*.

¹⁴⁴ McKinsey & Company è una società internazionale di consulenza manageriale che supporta imprese e istituzioni su temi di strategia e gestione aziendale.

¹⁴⁵ McKinsey & Company, "Supply chains: Still vulnerable", 14 ottobre 2024, <https://www.mckinsey.com>, ultimo accesso: 16/11/2025.

¹⁴⁶ Global Market Insights, *Europe Motorcycles and Scooters Market Report, 2024*, <https://www.gminsights.com>, ultimo accesso: 16/11/2025.

¹⁴⁷ ACEM – European Association of Motorcycle Manufacturers, *Market data and trends 2024*, <https://www.acem.eu>, ultimo accesso: 16/11/2025.

scelte d'acquisto. Nel complesso, queste dinamiche hanno reso ancora più difficile per KTM competere soprattutto perché si manifestano in un momento in cui i costi di produzione sono aumentati e le vendite stanno rallentando.

I fattori esterni, tuttavia, non sono stati l'unica causa della crisi. All'interno del gruppo, sono infatti emerse alcune criticità che ne hanno evidenziato le fragilità strutturali, a partire dal disallineamento tra produzione e domanda. Nel 2023, le condizioni commerciali vantaggiose per la rete, avevano generato scorte molto elevate presso i concessionari già a fine esercizio. Nel 2024, in seguito al rallentamento della domanda, i rivenditori hanno preferito vendere le moto già presenti nei magazzini piuttosto che ordinarne di nuove, determinando così un drastico crollo delle richieste che ha obbligato l'impresa a rivedere i piani di produzione¹⁴⁸. Un altro elemento che ha contribuito alla crisi di KTM riguarda la gestione della liquidità. Negli anni precedenti alla crisi, le moto venivano vendute ai rivenditori senza pretendere un pagamento immediato, agevolando così gli acquisti e sostenendo le vendite. Nel 2024, però, con il calo della domanda e le scorte accumulate nei magazzini, gli ordini si sono ridotti e gli incassi sono rallentati. Questa situazione ha generato tensioni nella gestione della liquidità, proprio mentre l'impresa doveva far fronte ai pagamenti legati alle attività correnti, come fornitori, personale e spese operative¹⁴⁹.

La strategia *multibrand* adottata da KTM, ha rappresentato un ulteriore elemento di difficoltà. Come illustrato nel paragrafo precedente, il gruppo non gestisce un solo marchio, ma coordina più brand contemporaneamente, ognuno con una propria gamma di modelli e un posizionamento diverso. Questa struttura aumenta la complessità in quanto richiede lo sviluppo, la gestione e la promozione di più linee prodotto. In una fase di mercato favorevole, questa complessità può essere gestita perché supportata dalle vendite; in una situazione di crisi, invece, quando le vendite diminuiscono, i costi fissi e gli investimenti necessari per sostenere i marchi non si riducono nella stessa misura e il loro peso diventa più difficile da sostenere, portando a un peggioramento della situazione finanziaria¹⁵⁰.

Un altro fattore di criticità è rappresentato dalle unità operative che non avevano ancora raggiunto una redditività stabile. In particolare, la divisione PIERER New Mobility attiva nella produzione di biciclette elettriche nel periodo 2023 e 2024, ha risentito del forte rallentamento del mercato, caratterizzato da troppe scorte, margini più bassi e una concorrenza crescente. Analogamente, la partecipazione in MV Agusta ha continuato ad

¹⁴⁸ PIERER Mobility AG, *Annual Financial Report 2024*.

¹⁴⁹ Ibid.

¹⁵⁰ Ibid.

assorbire risorse, poiché il marchio presenta costi industriali elevati e volumi ridotti, che ne limitano, almeno nel breve periodo, la capacità di contribuire positivamente ai risultati del gruppo. L'effetto combinato di queste attività si è tradotto in un aumento significativo dell'indebitamento netto, che è passato in poco tempo da livelli moderati a valori sensibilmente più elevati¹⁵¹.

La scelta del posizionamento strategico può essere considerata un ulteriore fattore di criticità. L'orientamento sportivo adottato da KTM, concentrandosi su segmenti specifici del mercato motociclistico come enduro, cross, naked e adventure, è coerente con l'identità del gruppo ma si focalizza su categorie che, in generale, registrano volumi di vendita più ridotti. Questa scelta ha portato il gruppo a non essere presente nel segmento degli scooter e a mantenere una presenza limitata nei modelli urbani, dove la domanda tende a essere più stabile nei mercati europei; al contrario, altri marchi hanno diversificato il portafoglio per presidiare anche questi segmenti. Parallelamente, anche se KTM si colloca in una fascia di prezzo medio-alta, non rientra nel segmento di alta gamma in cui operano marchi come Ducati o MV Agusta, che vendono a volumi ridotti ma si rivolgono a una clientela meno sensibile alle oscillazioni del mercato. Questo ha reso il gruppo più vulnerabile, accentuando il peso delle altre difficoltà.

In sintesi, la crisi del 2024 presenta soprattutto caratteristiche industriali e operative, derivanti da un contesto economico sfavorevole e da alcune fragilità interne accumulate negli anni precedenti. Non emergono elementi che facciano pensare a problemi di *governance*, mentre risulta più evidente quanto il modello produttivo e commerciale del gruppo abbia faticato a reagire a uno shock improvviso della domanda.

Queste considerazioni aiutano a interpretare i risultati dell'esercizio 2024 e introducono le misure adottate dal gruppo per affrontare la fase di risanamento analizzate nei paragrafi successivi.

3.3 Modalità di risanamento

Il 26 novembre 2024, a fronte del rapido peggioramento della propria posizione finanziaria, PIERER Mobility AG ha presentato istanza per l'avvio della procedura di ristrutturazione giudiziale in regime di auto-amministrazione. Tale strumento, disciplinato dalla legge austriaca *Insolvenzordnung*¹⁵², consente alla società di operare sotto protezione giuridica,

¹⁵¹ PIERER Mobility AG, *Annual Financial Report 2024*.

¹⁵² Bundesgesetz über das Insolvenzrecht (Insolvenzordnung – IO), BGBl. I Nr. 29/2010.

sospendendo le azioni esecutorie dei creditori e concedendo all'impresa un termine di novanta giorni per la presentazione del piano di risanamento¹⁵³.

L'istanza presentata al tribunale ha riguardato KTM AG e due società operative del gruppo, KTM Components GmbH e KTM F&E GmbH, mentre le società commerciali sono rimaste escluse, a conferma del fatto che le difficoltà si concentravano soprattutto nell'area industriale e produttiva¹⁵⁴. Tra le società coinvolte, tuttavia, solo KTM F&E compare nella rappresentazione riportata nel paragrafo precedente, poiché il materiale ufficiale diffuso dal gruppo include esclusivamente le realtà considerate più rilevanti sul piano operativo.

Il ricorso alla procedura è avvenuto in un momento in cui la situazione finanziaria del gruppo era particolarmente critica, caratterizzata da una crescente tensione sulla liquidità, con un fabbisogno immediato stimato nell'ordine di diverse centinaia di milioni di euro¹⁵⁵. A tutto ciò si aggiungeva un forte squilibrio nella gestione del capitale circolante dovuto in larga parte all'accumulo di circa 130.000 motocicli e oltre 80.000 e-bike rimasti invenduti¹⁵⁶, un volume ben superiore ai livelli registrati negli anni precedenti.

Dopo l'accoglimento della richiesta di accedere alla procedura di auto-amministrazione, il tribunale ha nominato una figura esterna, *Sachwalter*, il cui compito non è quello di gestire direttamente l'azienda ma di verificare che le decisioni più importanti siano legittime e non danneggino creditori o terzi. L'azienda può continuare a operare ma non in autonomia completa poiché deve seguire delle regole più rigide e mantenere il commissario costantemente informato¹⁵⁷.

In seguito all'avvio della procedura di auto-amministrazione, KTM ha avviato un percorso iniziale di stabilizzazione adottando misure per gestire la liquidità e ridurre le spese non essenziali. L'obiettivo di questi interventi era quello di affrontare le criticità più urgenti, così da poter elaborare nelle fasi successive un piano completo da presentare ai creditori e al tribunale.

In questa prima fase, uno degli interventi più rilevanti ha riguardato la produzione, subito adattata al nuovo contesto di crisi attraverso una riduzione dei volumi produttivi pari a circa

¹⁵³ Ibid.

¹⁵⁴ PIERER Mobility AG, "KTM AG prepares application ...", 26 novembre 2024, <https://www.pierermobility.com>, ultimo accesso: 22/11/2025.

¹⁵⁵ Pierer Mobility AG, *Ad-hoc Announcement... – Preliminary Key Figures 2024*, 28 aprile 2025, <https://www.pierermobility.com>, ultimo accesso: 22/11/2025.

¹⁵⁶ GPone, "Pierer Mobility: The problems aren't getting any smaller...", 17 dicembre 2024, <https://www.gpone.com>, ultimo accesso: 22/11/2025.

¹⁵⁷ Insolvenzordnung.

il 26%¹⁵⁸, con un effetto immediato sull'attività degli stabilimenti e influenzando le previsioni produttive per il 2025.

Contestualmente, il gruppo ha deciso di uscire dal settore delle biciclette ed e-bike e di vendere le scorte ancora presenti dei marchi Husqvarna e GasGas, poiché la divisione segnava ormai ricavi e margini in forte calo¹⁵⁹. Tale scelta ha consentito di concentrare lo sviluppo e la produzione sui segmenti a maggiore marginalità, in particolare off-road e adventure, e di ridurre il numero di piattaforme di prodotto, con una conseguente semplificazione dei componenti e dei processi produttivi.

Sul fronte organizzativo, la società ha introdotto misure di riduzione dei costi fissi che hanno interessato in modo significativo il personale. Nel primo semestre 2024 il gruppo ha registrato una diminuzione netta di 160 dipendenti, risultato di 373 uscite compensate dall'ingresso dei 213 lavoratori di MV Agusta¹⁶⁰; inoltre, per il terzo trimestre del 2024 è stata annunciata un'ulteriore riduzione di circa 200 posti di lavoro nelle aree amministrative e di supporto, come parte del piano di ristrutturazione già avviato dal gruppo¹⁶¹.

Parallelamente, l'azienda ha iniziato a ridurre anche le spese in ricerca e sviluppo, che si sono ridotte da circa 244 milioni di euro a circa 235 milioni, in seguito al rallentamento di alcuni progetti e il ridimensionamento delle attività non prioritarie. La misura si è resa necessaria poiché il gruppo si trovava in una situazione di forte difficoltà e doveva concentrare le risorse sugli ambiti più rilevanti¹⁶².

Sul piano finanziario, l'azienda ha dovuto prendere decisioni importanti per gestire meglio la liquidità disponibile. In passato, infatti, KTM concedeva ai concessionari termini di pagamento molto lunghi, con l'obiettivo di sostenere la rete distributiva e favorire l'incremento dei volumi di vendita. Tuttavia, con l'aggravarsi della crisi, questa politica commerciale non era più sostenibile. Di conseguenza, l'impresa ha iniziato a ridurre le dilazioni concesse ai clienti e, parallelamente, ha rallentato i pagamenti ai fornitori, dando priorità soltanto a quelli strategici o indispensabili per la continuità operativa. Queste misure si sono rese necessarie perché KTM aveva un indebitamento netto molto elevato, pari a 1,64 miliardi di euro¹⁶³, che assorbiva liquidità, rendendo più difficile coprire le spese operative.

¹⁵⁸ Pierer Mobility AG, *Ad-hoc Announcement... – Preliminary Key Figures 2024*, 28 aprile 2025, <https://www.pierermobility.com>, ultimo accesso: 22/11/2025.

¹⁵⁹ Ibid.

¹⁶⁰ PIERER Mobility AG, *Half-Year Financial Report 2024*.

¹⁶¹ PIERER Mobility AG, *Ad-hoc announcement*, 23 agosto 2024, <https://www.pierermobility.com>, ultimo accesso: 22/11/2025.

¹⁶² PIERER Mobility AG, *Annual Financial Report 2024*.

¹⁶³ PIERER Mobility AG, *Key financial figures for financial year 2024*, 28 maggio 2025,

Dopo aver adottato le misure più urgenti per evitare che la situazione peggiorasse, la procedura ha richiesto un passaggio successivo volto a rafforzare la *governance*. Nella procedura di auto-amministrazione, infatti, l'azienda non può continuare a prendere decisioni in autonomia ma è necessario introdurre un sistema che garantisca che le decisioni prese vengano assunte in modo corretto, trasparente e conforme alle regole. Per questa ragione, la presenza del *Sachwalter* assume un ruolo centrale poiché garantisce la correttezza e la trasparenza delle decisioni, rafforzando la tutela dei creditori.

Parallelamente la *governance* interna è stata riorganizzata: il consiglio di amministrazione ha continuato a gestire l'azienda nelle attività quotidiane ma con regole più rigide. Era tenuto a documentare con più precisione le decisioni prese, monitorare con maggiore attenzione le informazioni gestionali e verificare più spesso la disponibilità di liquidità. La società era inoltre obbligata a trasmettere al tribunale dei report periodici sulla situazione finanziaria e sullo stato di avanzamento delle misure adottate per fronteggiare la crisi. Grazie a questo nuovo assetto, l'azienda ha potuto iniziare a lavorare al piano di risanamento.

Definito il quadro di *governance*, il piano interviene poi sulla posizione dei creditori chirografari, cioè privi di garanzie, ai quali viene riconosciuto il pagamento del 30% del valore nominale dei rispettivi crediti, da corrispondere in un'unica soluzione secondo le scadenze fissate dal tribunale¹⁶⁴. Tale misura riguarda esclusivamente i debiti sorti prima dell'apertura della procedura, mentre le forniture successive vengono pagate per intero e con priorità, garantendo ai fornitori la certezza del pagamento.

I debiti coinvolti nella procedura ammontano a circa 2,2 miliardi di euro e riguardano 1.187 creditori esterni all'azienda. Un'esposizione di tali dimensioni rende impossibile un rimborso integrale; pertanto, i debiti che rientrano nel piano verranno rimborsati solo parzialmente, mentre la quota residua verrà stralciata al termine della procedura così da non compromettere la continuità aziendale¹⁶⁵.

Dopo aver definito la situazione debitoria, il piano definisce un programma di attuazione con tempistiche chiare e obiettivi verificabili, che consente al tribunale e al *Sachwalter* di monitorare l'avanzamento del risanamento. L'azienda deve inviare regolarmente report sulla liquidità, sul capitale circolante e sullo stato di avanzamento delle misure previste dal piano, così da mantenere costantemente aggiornati gli organi di controllo e permettere loro di verificare il rispetto degli impegni assunti e l'evolversi della situazione.

<https://www.pierermobility.com>, ultimo accesso: 22/11/2025.

¹⁶⁴ Insolvenzordnung.

¹⁶⁵ Pierer Mobility AG, *Insolvency Filing – Annex on Admitted Liabilities*, dicembre 2024.

Infine, il piano di risanamento prevede anche dei meccanismi interni dedicati al controllo delle scorte, dei crediti commerciali e dei debiti verso fornitori, con l'obiettivo di tenere sempre monitorata la situazione e intervenire tempestivamente, evitando che in futuro si ripetano gli stessi problemi che hanno portato alla crisi del 2024.

Nel complesso, il piano di risanamento coordina gli interventi già avviati nella fase emergenziale e li inserisce in un percorso di riequilibrio industriale e finanziario definito e monitorabile.

3.4 Confronto pre e post intervento

Per analizzare la situazione precedente all'intervento, vengono presi in esame i bilanci 2022, 2023 e 2024, con l'obiettivo di osservare l'evoluzione economica, patrimoniale e finanziaria e individuare i segnali premonitori presenti già prima della crisi¹⁶⁶.

Per la fase successiva al risanamento, poiché non è ancora disponibile un bilancio civilistico aggiornato, l'analisi prenderà in considerazione i risultati consolidati del gruppo Pierer Mobility AG relativi al primo semestre 2025¹⁶⁷. Per interpretare correttamente questi dati, è stato valutato il peso di KTM AG nel bilancio consolidato 2024, così da comprendere quanto l'andamento del gruppo rifletta quello della controllata¹⁶⁸.

L'analisi si basa sui bilanci civilistici presenti nella banca dati Orbis, che offrono un livello di dettaglio più limitato rispetto alle fonti ufficiali del gruppo. Per rendere confrontabili gli esercizi, alcune voci sono state ricostruite utilizzando i dati disponibili, con l'obiettivo di evidenziare l'andamento complessivo e i principali cambiamenti nel tempo. Non si è ritenuto necessario procedere a stime puntuali, in quanto ai fini dell'analisi è sufficiente mettere in luce le principali tendenze.

Le evidenze emerse risultano coerenti con quanto riportato dall'Annual Financial Report 2024 e dalla presentazione dei risultati del primo semestre 2025, confermando le principali dinamiche industriali e finanziarie descritte.

¹⁶⁶ Orbis, profilo aziendale "KTM AG", dati di bilancio 2022–2024, ultimo accesso: 08/08/2025.

¹⁶⁷ Pierer Mobility AG, *H1-2025 Results Presentation*.

¹⁶⁸ Orbis, profilo aziendale "PIERER MOBILITY AG", dati di bilancio 2022–2024, ultimo accesso: 29/11/2025.

Tabella 4 - *Conto economico riclassificato di KTM AG (2022-2024)*
Valori in milioni di euro

Voci principali	2022	2023	2024
Ricavi vendite e prestazioni	1.782	1.966	1.352
EBITDA	58	70	(326)
EBIT	17	26	(375)
Oneri finanziari	7	32	158
Utile ante imposte	82	114	(996)
Utile netto	78	109	(810)

Fonte: elaborazione propria su dati Orbis (Moody's Analytics).

La Tabella 4 sintetizza le principali voci del conto economico riclassificato nel triennio 2022-2024, evidenziando l'andamento della gestione operativa e del risultato d'esercizio.

Nel 2022 e nel 2023 la società presenta risultati economici positivi. I ricavi aumentano da 1.782 a 1.966 milioni di euro e la gestione operativa si mantiene in equilibrio come evidenziato da un EBITDA pari a 58 e 70 milioni e da un EBIT positivo in entrambi gli esercizi. Anche l'utile netto passa da 78 a 109 milioni, confermando una fase ancora espansiva in cui la redditività appare nel complesso sostenibile.

Nel 2024, invece, la situazione cambia radicalmente. I ricavi si riducono a 1.352 milioni di euro e la redditività operativa diventa negativa, con un EBITDA pari a -326 milioni e un EBIT pari a -375 milioni. Questi risultati sembrerebbero indicare che la gestione caratteristica non riesca più a coprire i costi operativi e che le difficoltà abbiano origine già nell'attività industriale, piuttosto che nella gestione finanziaria.

Le cause del peggioramento sono riconducibili a diversi fattori. In primo luogo, l'impresa ha dovuto svalutare il magazzino a causa dell'eccesso di motocicli presenti nella rete commerciale *“Against this background, the Group recognized an additional impairment requirement for inventories in the 2024 financial year.”* (PIERER Mobility AG, Annual Financial Report 2024).

Allo stesso tempo, i costi industriali sono aumentati sia per le tensioni nelle catene di fornitura sia per gli adeguamenti ai nuovi standard Euro 5+. A questo si è aggiunta la riduzione dei volumi produttivi, che ha reso più difficile coprire i costi fissi, mentre il minor ricorso alle capitalizzazioni interne ha ridotto ulteriormente il valore della produzione. In particolare, come evidenziato dal management, *“in the last three years, wage and salary costs in Austria have risen by around 25% and material costs by around 15%”* (PIERER Mobility AG, Annual Financial Report 2024), mentre *“the reduced production volumes led*

to insufficient coverage of fixed costs” (PIERER Mobility AG, Annual Financial Report 2024).

Il peggioramento non riguarda solo la gestione operativa. Nel 2024, gli oneri finanziari salgono a 158 milioni, un livello difficile da sostenere perchè l’azienda non genera più utili con la sua attività caratteristica. Questa condizione contribuisce ad ampliare la perdita, portando il risultato ante imposte a -996 milioni e l’utile netto a -810 milioni.

Nel complesso, dall’analisi del conto economico non emerge un deterioramento graduale della redditività ma piuttosto una rottura improvvisa. Nel biennio 2022-2023, infatti, non si rilevano segnali particolarmente critici mentre nel 2024, il calo dei volumi, l’aumento dei costi e le difficoltà nella gestione delle scorte, si riflettono insieme sulla marginalità operativa e sull’utile d’esercizio.

Questo suggerisce che per cogliere tempestivamente i primi segnali di difficoltà non è sufficiente limitarsi alla lettura dei soli aspetti economici ma è necessario affiancare un’analisi della struttura patrimoniale e finanziaria dell’impresa.

Tabella 5 - *Stato patrimoniale riclassificato di KTM AG (2022-2024)*
Valori in milioni di euro

Voci principali	2022	2023	2024
Attivo immobilizzato	588	636	635
Attivo corrente	758	1.006	822
Totale attivo	1.346	1.642	1.457
Patrimonio netto	431	388	(394)
Passività non correnti	425	912	80
Passività correnti	490	343	1.770
Totale passivo	1.346	1.642	1.457
Indicatori di equilibrio finanziario			
Capitale circolante netto	268	663	(948)

Fonte: elaborazione propria su dati Orbis (Moody’s Analytics).

Come mostrato nella tabella 5, le difficoltà che emergono dal conto economico trovano conferma anche nello stato patrimoniale, dove il peggioramento della struttura finanziaria risulta ancora più evidente.

Nel 2022 la società presenta una situazione positiva. Il patrimonio netto è pari a 431 milioni di euro e l’indebitamento risulta ben bilanciato tra breve e medio-lungo termine. Le passività correnti, pari a 490 milioni, risultano ampiamente coperte dall’attivo corrente, generando un capitale circolante netto positivo per 268 milioni. La struttura finanziaria appare quindi

solida e non si evidenziano particolari criticità.

Nel 2023 il totale attivo cresce ulteriormente, passando da 1.346 a 1.642 milioni di euro, e le passività non correnti risultano più che raddoppiate rispetto all'esercizio precedente. Questo andamento potrebbe indicare che l'azienda abbia finanziato la crescita ricorrendo soprattutto a debiti a medio-lungo termine anziché ricorrere a capitale proprio o debito a breve.

Anche il capitale circolante netto cresce significativamente, raggiungendo 663 milioni, un livello che nel breve periodo indica di situazione ancora solida. Allo stesso tempo, però, l'aumento del debito rende la struttura finanziaria più vulnerabile e più dipendente dalla capacità dell'azienda di mantenere livelli di redditività elevati.

Diversamente dagli anni precedenti, nel 2024 si osserva un'inversione di tendenza. Il patrimonio netto diventa negativo per 394 milioni di euro a causa della perdita registrata nell'esercizio.

Nello stesso periodo, le passività correnti crescono molto, arrivando a 1.770 milioni di euro, mentre quelle non correnti diminuiscono. Di conseguenza il debito risulta più concentrato soprattutto nel breve periodo, aumentando la pressione finanziaria e rendendo più difficile la gestione della liquidità. Questo peggioramento può essere collegato alle difficoltà che l'impresa ha affrontato nell'anno, tra cui il rallentamento della domanda, i livelli elevati di scorte presso i concessionari e il conseguente rallentamento degli incassi. In questo scenario l'impresa potrebbe aver fatto ricorso in misura crescente a forme di finanziamento a breve termine.

Anche il capitale circolante netto peggiora sensibilmente, passando da 663 milioni nel 2023 a -948 milioni nel 2024. Questo risultato evidenzia che le attività correnti non sono più sufficienti a coprire le passività a breve termine, creando una situazione di tensione finanziaria e una perdita dell'equilibrio di breve periodo.

Analizzando l'attivo, le attività correnti diminuiscono, mentre le immobilizzazioni non mostrano variazioni rilevanti, in linea con la rigidità della struttura produttiva delle imprese manifatturiere, caratterizzate da impianti e attrezzature che non possono essere ridimensionati rapidamente e rendono più difficile per l'impresa adattarsi a un calo improvviso dei volumi.

In conclusione, l'analisi dello stato patrimoniale mostra come la crisi del 2024 non riguarda solo il risultato economico, ma coinvolge anche la struttura finanziaria dell'impresa: questo emerge chiaramente dal patrimonio netto negativo e dal forte aumento dell'indebitamento di breve periodo. Tuttavia, a differenza di quanto osservato nel conto economico, l'analisi

patrimoniale permette di cogliere meglio la natura della crisi e il modo in cui ha inciso sull'equilibrio finanziario dell'impresa.

La perdita dell'esercizio non rappresenta quindi un evento isolato, ma il risultato di una struttura finanziaria che, di fronte al calo dei ricavi, mostra i propri elementi di fragilità.

Tabella 6 - *Indici economici, patrimoniali e finanziari di KTM AG (2022-2024)*

Indice	2022	2023	2024
ROE	18,13%	28,09%	n.s.
ROA	5,80%	6,63%	-55,59%
Current ratio	1,55	2,94	0,46
Equity ratio	31,99%	23,62%	-27,02%
Rotazione dell'attivo	1,35	1,18	0,93

Note:

1. L'indice di rotazione dell'attivo è stato ricostruito dividendo il valore della produzione per il totale attivo, non essendo disponibile nel prospetto Orbis.

2. n.s. = non significativo (patrimonio netto negativo).

Fonte: elaborazione propria su dati Orbis (Moody's Analytics).

L'analisi degli indici riportati nella tabella 6 permette di osservare l'andamento economico, patrimoniale e finanziario della società nel periodo considerato.

Nel 2022 e nel 2023 la redditività è positiva e in miglioramento, come indicano il *return on assets*¹⁶⁹ e il *return on equity*¹⁷⁰ in linea con una fase di crescita dell'attività.

Anche la liquidità appare solida: il *current ratio*¹⁷¹ passa da 1,55 a 2,94, segnalando che le attività correnti sono più che sufficienti a coprire le passività di breve periodo. In questi due esercizi non emergono segnali evidenti di crisi.

Tuttavia, osservando i dati con maggiore attenzione, emergono alcuni elementi che, alla luce degli sviluppi successivi, possono essere letti come primi segnali di fragilità. In particolare, la rotazione dell'attivo¹⁷² diminuisce progressivamente, passando da 1,35 nel 2022 a 1,18 nel 2023, segnalando una minore capacità dell'impresa di trasformare gli investimenti in vendite. Tra il 2022 e il 2023 si riduce anche l'*equity ratio*¹⁷³, indicando un aumento del peso del debito rispetto ai mezzi propri. Nonostante i risultati restino ancora positivi, la struttura finanziaria appare quindi più esposta rispetto all'esercizio precedente.

¹⁶⁹ Return on assets = Utile netto / Totale attivo

¹⁷⁰ Return on equity = Utile netto / Patrimonio netto

¹⁷¹ Current ratio = Attivo corrente / Passività correnti

¹⁷² Rotazione dell'attivo = Valore della produzione / Totale attivo

¹⁷³ Equity ratio = Patrimonio netto / Totale attivo

Nel 2024 queste fragilità diventano evidenti: il ROA assume un valore negativo, il *current ratio* scende a 0,46 mostrando difficoltà nella gestione della liquidità, mentre *l'equity ratio* diventa negativo in seguito all'azzeramento del patrimonio netto. Anche la rotazione dell'attivo continua a diminuire, confermando le difficoltà nel riallineare produzione e domanda.

Nel complesso, gli indici mostrano come la crisi non si manifesti attraverso un singolo dato isolato, ma diventi evidente quando più indicatori iniziano a peggiorare contemporaneamente. Nel biennio 2022-2023 la situazione appare ancora sostenibile, anche se alcune dinamiche, come la riduzione della rotazione dell'attivo e il progressivo aumento del peso del debito, possono essere lette come primi segnali di fragilità.

È solo nel 2024 che queste fragilità si manifestano pienamente, trasformandosi in una crisi conclamata e rendendo necessario il ricorso alla procedura di auto-amministrazione. Questo conferma l'importanza di analizzare i bilanci su più esercizi e di considerare insieme gli indicatori economici, patrimoniali e finanziari, poiché è dalla loro lettura complessiva che si può comprendere la reale situazione dell'impresa.

Delineata la situazione precedente al risanamento, è ora possibile analizzare i primi effetti delle misure adottate. Prima di commentare i risultati del primo semestre 2025, tuttavia, è necessario valutare il peso di KTM AG sul bilancio consolidato del gruppo, così da capire in quale misura le dinamiche osservate siano effettivamente riconducibili alla società oggetto di analisi.

Tabella 7 - *Incidenza di KTM AG sugli aggregati consolidati del gruppo del 2024*
Valori in milioni di euro

Voci principali	KTM AG	Pierer Mobility AG	Incidenza %
Totale attivo	1.457	2.396	60,8%
Passività correnti	1.770	2.394	74,0%
Passività non correnti	80	196	40,8%
Patrimonio netto	(394)	(194)	n.s.
Utile netto	(810)	(990)	81,8%
Ricavi vendite e prestazioni	1.352	1.879	72,0%

Note:

1. n.s. = non significativo (patrimonio netto negativo)

Fonte: elaborazione propria su dati Orbis (Moody's Analytics).

Come evidenziato dalla tabella 7, nel 2024 il peso di KTM AG incide per circa il 61% del totale attivo consolidato, confermando il peso significativo che la società ha all'interno del gruppo.

Anche l'incidenza sul lato delle passività è molto elevata: i debiti a breve termine rappresentano il 74% del totale, mentre quelli a lungo termine circa il 41%. Questo lascia pensare che una parte rilevante delle tensioni finanziarie registrate nel 2024 sia legata proprio alla controllata KTM AG, che ha un peso significativo nel gruppo.

Il patrimonio netto, negativo sia a livello individuale sia consolidato, non consente un confronto percentuale. Tuttavia, la presenza di valori negativi in entrambi i casi mostra chiaramente come la perdita di KTM AG abbia inciso in maniera significativa sul risultato del gruppo.

Anche sul piano economico emerge una dinamica simile: la perdita consolidata deriva in larga parte da quella della controllata, mentre il suo apporto ai ricavi risulta ridotto a causa della contrazione dei volumi operativi. Nel complesso i dati confermano come il peggioramento economico e finanziario registrato nel 2024 sia riconducibile a KTM AG.

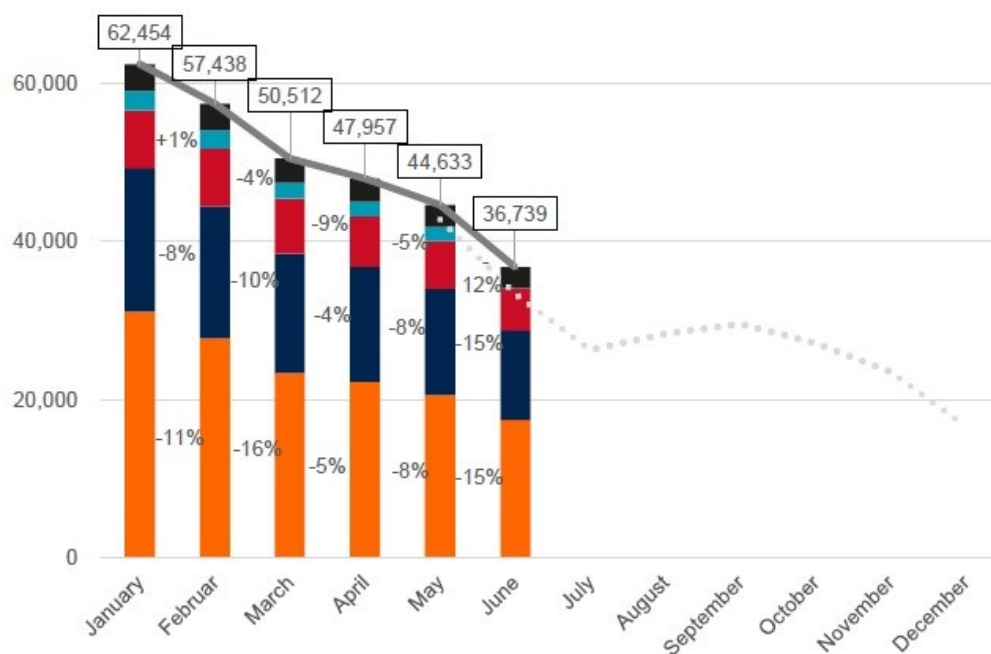
I dati del primo semestre, riferiti alla fase iniziale del processo di risanamento, mostrano un primo miglioramento della struttura patrimoniale del gruppo. In particolare, la riduzione dei debiti chirografari, ha generato un provento straordinario di circa 1,2 miliardi di euro¹⁷⁴, che ha consentito di riportare il patrimonio netto in positivo e coprire le perdite del 2024. Allo stesso tempo, anche l'indebitamento netto si è ridotto in modo significativo, passando da oltre 1,6 miliardi a circa 756 milioni di euro¹⁷⁵.

La riduzione dell'eccesso di giacenze era uno degli obiettivi principali della procedura di auto-amministrazione e dai dati del primo semestre 2025, si nota un progressivo rientro sia presso KTM AG e sia lungo la rete distributiva, anche grazie al taglio dei volumi produttivi previsto dal piano. Il grafico 11 mostra l'andamento delle scorte nel periodo gennaio–giugno 2025: le barre rappresentano i diversi marchi mentre la linea grigia indica il totale. La diminuzione osservata è legata alla riduzione dei volumi di produzione e al graduale smaltimento delle giacenze lungo la rete commerciale, con un calo complessivo pari a circa il 41%.

¹⁷⁴ Pierer Mobility AG, *H1-2025 Results Presentation*.

¹⁷⁵ *Ibid.*

Grafico 11 - *Andamento delle scorte gennaio-giugno 2025*



Fonte: Pierer Mobility AG, H1-2025 Results Presentation.

Dal punto di vista economico, i ricavi del semestre ammontano a 425 milioni di euro¹⁷⁶, con un calo del 58% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La riduzione è legata sia alla domanda ancora debole sia alla scelta del gruppo di limitare la produzione durante la fase di risanamento, concentrandosi prima sul riequilibrio delle scorte.

L'EBIT risulta positivo per 930 milioni di euro ma questo valore è dovuto in gran parte al provento straordinario legato alla ristrutturazione del debito. Escludendo tale voce, il risultato operativo sarebbe ancora negativo, segno che l'attività industriale non ha ancora raggiunto un livello di redditività sostenibile¹⁷⁷. Per questo motivo, è importante distinguere tra il miglioramento della situazione patrimoniale, ottenuto grazie all'intervento finanziario straordinario, e il recupero della gestione caratteristica, un processo più graduale che richiede tempi più lunghi e dipende dalla capacità dell'impresa di riallineare produzione, domanda e struttura dei costi al nuovo contesto.

Stando a quanto comunicato dal management, il 2025 sarà ancora un anno di transizione, in cui la produzione resterà limitata e la domanda continuerà a essere debole. Anche le misure di riduzione dei costi introdotte con il piano di risanamento richiederanno tempo per produrre effetti tangibili. Di conseguenza, un ritorno a una redditività stabile è atteso non prima del

¹⁷⁶ Pierer Mobility AG, *H1-2025 Results Presentation*.

¹⁷⁷ Ibid.

2026–2027. Gli investimenti realizzati negli anni precedenti garantiscono comunque al gruppo una capacità produttiva sufficiente, evitando la necessità di ricorrere a ulteriori investimenti fino a quando l'attività non tornerà a livelli soddisfacenti¹⁷⁸.

In conclusione, gli interventi introdotti con il piano di risanamento hanno contribuito a migliorare la situazione finanziaria nel breve periodo. Sul piano industriale, invece, il recupero richiederà tempi più lunghi poiché la capacità produttiva dell'impresa dovrà riallinearsi gradualmente alla domanda di mercato. Per questo motivo, la reale sostenibilità del piano di risanamento potrà essere valutata solo nei prossimi anni, verificando se la redditività riuscirà a mantenersi anche in assenza di componenti straordinarie.

¹⁷⁸ Ibid.

CAPITOLO IV – CONCLUSIONI

4.1 Sintesi delle evidenze emerse

Il lavoro svolto nei capitoli precedenti ha permesso di analizzare la crisi d'impresa da più punti di vista, mettendo in relazione il quadro teorico, gli strumenti di gestione e l'osservazione di un caso aziendale concreto. Dall'analisi emergono alcuni elementi centrali che aiutano a comprendere l'evoluzione della crisi e le modalità con cui può essere affrontata nel tempo.

Un primo elemento emerso dall'analisi svolta è riconducibile alla graduale manifestazione della crisi. In altri termini, difficilmente compare all'improvviso ma tende a svilupparsi attraverso segnali inizialmente poco visibili che si manifestano prima sul piano patrimoniale e finanziario, come le tensioni nella liquidità, i cambiamenti nella struttura del debito e le variazioni del capitale circolante, per poi emergere con maggiore evidenza nei risultati economici. La difficoltà di individuare per tempo questi segnali, favorisce il consolidarsi degli squilibri rendendo gli interventi più complessi.

Un altro aspetto rilevante è il collegamento tra più fattori determinanti la crisi. Infatti, difficilmente si è in presenza di un solo fattore scatenante ma, più spesso, nasce dalla combinazione tra cause interne ed esterne¹⁷⁹. Di conseguenza, non è sufficiente intervenire solo sugli effetti immediati della crisi ma è necessario agire anche sulle scelte operative e strategiche che hanno contribuito alla creazione degli squilibri.

In questo contesto, la tempestività dell'intervento assume un ruolo decisivo. Il lavoro svolto cerca di mostrare come saper intercettare in anticipo i segnali di difficoltà possa permettere all'impresa di avere più margini di azione ed evitare un ulteriore peggioramento della situazione. Per questa ragione, risulta fondamentale l'adozione di sistemi *early warning* i quali, insieme a un quadro normativo in linea con l'evoluzione europea della disciplina in materia di crisi d'impresa, favoriscano la prevenzione e l'intervento anticipato.

Una volta accertata la presenza di una crisi, occorre valutarne la sostenibilità e la convenienza rispetto alla liquidazione. Solo dopo aver verificato queste condizioni è possibile avviare un percorso di risanamento.

Nella fase iniziale, l'obiettivo dell'impresa è assicurare la continuità operativa gestendo la liquidità e rispettando le scadenze più urgenti. Successivamente, si passa a interventi più

¹⁷⁹ Ad esempio, fragilità presenti all'interno dell'impresa possono peggiorare se il contesto di mercato risulta sfavorevole, rendendo più difficile capire su quali aspetti intervenire con maggiore priorità

strutturati finalizzati a riportare in equilibrio la situazione finanziaria e a rivedere le scelte operative e commerciali che hanno contribuito alla crisi.

In questo processo assume un ruolo fondamentale anche il contributo degli stakeholder, poiché la gestione della crisi tende a basarsi sempre più su soluzioni fondate sul dialogo e sulla collaborazione tra impresa, creditori e gli altri soggetti coinvolti. In tale contesto, la fiducia riposta nel piano di risanamento e nella capacità dell'impresa di attuarlo rappresenta un elemento essenziale per la riuscita degli interventi e per la prosecuzione dell'attività.

Il caso di KTM AG conferma le dinamiche emerse nella parte teorica: la crisi non è stata causata da un singolo evento ma è il risultato dell'accumulo nel tempo di fragilità operative e finanziarie, in particolare legate alla gestione dei volumi produttivi e delle scorte, successivamente amplificate dal peggioramento del contesto esterno e dal rallentamento della domanda. L'analisi del triennio 2022–2024, infatti, mostra come tali fragilità non fossero subito visibili nei risultati economici dei singoli esercizi, ma diventassero più chiare considerando insieme anche gli aspetti patrimoniali e finanziari.

Il consolidarsi di questi squilibri ha reso necessario il ricorso alla procedura di auto-amministrazione, che ha consentito all'impresa di affrontare la fase più critica in modo ordinato e di avviare un percorso di risanamento, con primi risultati positivi sul piano patrimoniale e finanziario. Tuttavia, nonostante alcuni segnali incoraggianti, la redditività dell'attività ordinaria rimane ancora contenuta. Il percorso di recupero appare quindi graduale e richiederà un ulteriore rafforzamento della gestione operativa.

Nel complesso, le evidenze emerse mostrano come la crisi d'impresa sia un fenomeno graduale e come il successo di un percorso di risanamento dipenda dalla capacità dell'impresa di intervenire in modo coordinato su più ambiti, affiancando strumenti di monitoraggio a decisioni manageriali tempestive.

4.2 Valutazione del ruolo dell'analisi di bilancio

Nel percorso sviluppato in questa tesi, l'analisi di bilancio non è stata utilizzata solo per commentare i risultati aziendali, ma anche come strumento per ricostruire il processo attraverso cui la crisi si è formata e si è progressivamente aggravata.

Nel caso di KTM, l'analisi degli indici ha consentito di capire come alcune scelte operative, come la produzione di volumi elevati e l'accumulo di scorte, abbiano contribuito alle difficoltà economiche e finanziarie emerse in seguito.

Nel biennio 2022-2023 i dati non mostrano ancora segnali di una crisi già in atto e i risultati

rimangono positivi. Tuttavia, alcuni indicatori osservati nel tempo anticipano un progressivo indebolimento dell'equilibrio. Solo attraverso il confronto con il 2024 le dinamiche diventano evidenti: il peggioramento dei margini operativi, il rallentamento della rotazione dell'attivo, il deterioramento della struttura patrimoniale e finanziaria e l'elevato livello di scorte mostrano come la produzione non fosse più allineata alla domanda di mercato, contribuendo al peggioramento degli equilibri aziendali.

L'accumulo di scorte non ha creato soltanto un problema di magazzino, ma ha avuto conseguenze anche sui risultati economici e sulla situazione finanziaria dell'impresa. Le svalutazioni delle rimanenze hanno inciso negativamente sul conto economico mentre il rallentamento degli incassi, legato alle vendite, ha generato tensioni di liquidità e spinto l'azienda a ricorrere maggiormente al debito a breve, peggiorando la struttura finanziaria.

L'analisi di bilancio ha portato un significativo contributo anche nella valutazione della fase di risanamento. Grazie a questo strumento, infatti, è stato possibile analizzare la situazione precedente all'avvio del piano di auto-amministrazione e valutare i primi effetti delle misure adottate, evidenziando un netto miglioramento soprattutto sul piano patrimoniale e finanziario, sostenuto in buona parte dalla ristrutturazione del debito e, sul piano operativo, dalla graduale riduzione delle scorte e dei volumi produttivi. Tale ridimensionamento ha liberato risorse finanziarie, rendendo più semplice la gestione della liquidità nel breve periodo.

Sul piano economico, tuttavia, il recupero non risulta ancora completato. Il risultato operativo del 2025 è positivo, ma principalmente grazie a componenti straordinarie legate alla ristrutturazione del debito mentre la redditività della gestione ordinaria rimane modesta. Questa dinamica conferma come gli interventi di natura finanziaria producano effetti più rapidi sugli indicatori di bilancio, a differenza della redditività operativa il cui recupero richiede tempi più lunghi poiché dipende dal graduale riallineamento dell'attività produttiva alle condizioni di mercato.

Il caso KTM evidenzia inoltre la funzione dell'analisi di bilancio come strumento di comunicazione verso gli stakeholder. La condivisione dei dati economico-finanziari con i creditori ha infatti contribuito a chiarire sia le difficoltà dell'impresa sia le misure previste dal piano di risanamento, rafforzando la credibilità del percorso avviato e rendendo più agevole la prosecuzione dell'attività e l'attuazione degli interventi previsti.

Inoltre, l'analisi di bilancio svolge un ruolo rilevante anche nella gestione quotidiana dell'impresa durante la crisi. Il monitoraggio continuo degli indicatori economico-finanziari, in un contesto segnato da forte incertezza e da condizioni di mercato mutevoli, permette di

verificare se le misure adottate stiano effettivamente producendo gli effetti attesi.

Tuttavia, accanto ai suoi punti di forza, l'analisi di bilancio presenta anche alcuni limiti. Si tratta di uno strumento basato su dati contabili relativi a operazioni già concluse, che non consentono di cogliere pienamente aspetti di natura qualitativa, come il ruolo del management, il clima interno all'impresa o il livello di fiducia di banche e fornitori. Nel caso di KTM, ad esempio, il sostegno dei creditori ha reso possibile la prosecuzione dell'attività durante la procedura di auto-amministrazione, pur trattandosi di un elemento che non risulta immediatamente leggibile dai dati di bilancio.

Proprio perché basato su informazioni storiche, il bilancio presenta inoltre una capacità previsionale limitata. I dati contabili consentono di ricostruire il percorso che ha portato alla crisi e osservare i primi effetti delle misure adottate ma, da soli, non sono sufficienti a stabilire se il percorso di risanamento sarà effettivamente sostenibile nel tempo. L'esito del recupero, infatti, dipende anche dall'attuazione concreta del piano e dalla capacità dell'impresa di riportare progressivamente in equilibrio la gestione ordinaria.

Infine, il caso di KTM mostra come le criticità non emergano sempre in modo immediato dai singoli esercizi. Sebbene il bilancio 2023 si chiudesse ancora in utile, non evidenziava chiaramente l'avvio della crisi, divenuta pienamente visibile solo attraverso il confronto con l'esercizio successivo. Questo dimostra l'importanza di analizzare i bilanci su più anni: solo attraverso il confronto tra più esercizi è possibile cogliere i cambiamenti della situazione aziendale.

In conclusione, l'analisi di bilancio rimane uno strumento fondamentale per monitorare l'evoluzione della crisi e gli effetti delle misure adottate. Da sola, tuttavia, non è sufficiente e deve essere affiancata a valutazioni qualitative e analisi prospettiche, utili per capire se il percorso di risanamento sia effettivamente sostenibile nel tempo.

4.3 Confronto con altri casi aziendali

Il confronto tra la crisi di KTM AG e i casi analizzati nel Capitolo I permette di mettere in relazione l'esperienza esaminata con altre situazioni aziendali evidenziando da un lato gli elementi comuni ricorrenti in contesti diversi e, dall'altro, aspetti più specifici legati al settore e alle scelte manageriali.

Una prima evidenza emersa riguarda l'origine della crisi. I casi di Sony, Jaguar Land Rover e Blockbuster mostrano come le difficoltà aziendali possano derivare da fattori interni e da condizioni esterne sfavorevoli, che nel tempo finiscono spesso per intrecciarsi rafforzandosi

a vicenda.

Nel caso di KTM, infatti, a fragilità operative già presenti, come l'eccesso di scorte e una politica commerciale aggressiva, si sono aggiunti il rallentamento della domanda, l'aumento dei costi e una concorrenza sempre più intensa. Una dinamica simile si ritrova anche nel caso di Blockbuster, dove alla presenza di problemi interni si sono aggiunti fattori esterni legati alla rapida diffusione dello streaming digitale, che ha reso in poco tempo superato il modello del noleggio fisico.

Tuttavia, rispetto a Blockbuster, il caso di KTM è diverso poiché l'impresa non si è trovata a fronteggiare un cambiamento tecnologico improvviso, ma un progressivo deterioramento delle condizioni di mercato. La mancata riduzione tempestiva dei volumi produttivi ha contribuito ad aumentare le scorte a magazzino, riducendo margini e liquidità e favorendo lo sviluppo progressivo della crisi.

Dal confronto si nota inoltre come le crisi non seguano un'unica traiettoria ma possano svilupparsi in modo diverso a seconda del settore in cui l'impresa si trova ad operare.

Nei settori caratterizzati da una elevata innovazione tecnologica, come quelli di Sony e Blockbuster, il ritardo nell'adattamento può produrre effetti molto rapidi, perché le tecnologie e le abitudini dei consumatori cambiano velocemente. Nei settori manifatturieri, come nel caso di KTM e Jaguar Land Rover la crisi tende invece a costruirsi nel tempo, manifestandosi inizialmente nella gestione operativa e finanziaria di breve periodo, prima di riflettersi pienamente nei risultati economici.

Un ulteriore elemento di confronto riguarda la rapidità con cui le imprese hanno reagito ai primi segnali di difficoltà, che nei casi analizzati risulta significativamente diversa.

Sony aveva già compreso la necessità di modificare il proprio modello di business ma ha reagito con una certa lentezza, anche a causa della complessità organizzativa del gruppo e della presenza di numerose divisioni da coordinare.

Blockbuster, invece, è intervenuta quando il cambiamento del mercato era ormai irreversibile: lo spostamento verso lo streaming digitale aveva già reso obsoleto il modello del noleggio tradizionale, sul quale l'impresa ha continuato a puntare troppo a lungo senza riuscire a recuperare il ritardo accumulato.

Jaguar Land Rover rappresenta una situazione diversa: pur colpita da fattori esterni sfavorevoli, legati all'andamento del mercato, all'introduzione di normative ambientali più stringenti e all'aumento dei costi industriali, ha avviato interventi già nelle fasi iniziali della difficoltà, potendo contare anche sul supporto della proprietà.

Nel caso di KTM AG, la reazione non è stata immediata. Il bilancio 2023 si chiude ancora

in utile e non segnala in modo evidente la presenza di squilibri tali da far emergere una situazione di crisi. Tuttavia, l'andamento di alcuni indicatori nel tempo fa presagire già alcuni segnali di fragilità che diventeranno poi pienamente evidenti nel confronto con il 2024. È infatti in questo esercizio che la gravità delle difficoltà diventa chiara: il forte calo dei ricavi, le svalutazioni del magazzino e l'aumento delle tensioni sulla liquidità mostrano un rapido peggioramento degli equilibri aziendali. In questa fase, l'impresa decide di ricorrere alla procedura di auto-amministrazione, per gestire una crisi ormai conclamata e avviare il percorso di risanamento.

Nel complesso, il confronto evidenzia come la tempestività della reazione, strettamente legata alla capacità del management di interpretare per tempo i segnali di difficoltà e di assumere decisioni coerenti, incida in modo rilevante sull'evoluzione della crisi e sulle possibilità di intervento.

Un ulteriore elemento di confronto riguarda gli strumenti di risanamento adottati nei diversi casi esaminati. Dall'analisi emerge l'assenza di una soluzione valida per tutte le situazioni, poiché le scelte dipendono dal contesto specifico in cui l'impresa opera e dallo stadio della crisi. Sony, ad esempio, ha avviato un processo di riorganizzazione interna abbandonando le attività meno redditizie e concentrandosi maggiormente sui settori considerati strategici. Jaguar Land Rover, invece, è riuscita ad affrontare la fase più critica grazie a una combinazione di interventi operativi e finanziari, resa possibile anche dal sostegno della proprietà.

Nel caso di KTM, il ricorso alla procedura di auto-amministrazione ha permesso di intervenire contemporaneamente sia sul debito che sull'attività produttiva.

Al contrario, il caso di Blockbuster evidenzia come interventi limitati al solo piano finanziario, senza un adeguato ripensamento del modello di business, non siano sufficienti a garantire la sopravvivenza dell'impresa.

Nel complesso, dal confronto emerge che le misure finanziarie, da sole, non sono sufficienti se non accompagnate da cambiamenti concreti nel modo di operare dell'azienda, poiché nel tempo finiscono per risultare meno efficaci aumentando il rischio di una ricaduta.

Un ultimo aspetto riguarda il ruolo dei soggetti esterni durante la fase di crisi e, in particolare, l'influenza che possono esercitare sulla possibilità per l'impresa di avviare un percorso di risanamento. In queste situazioni, l'atteggiamento di banche, creditori, fornitori e investitori può incidere in modo significativo sulle prospettive di recupero, soprattutto quando il risanamento richiede tempo e un impegno finanziario consistente.

Quando l'impresa ha ancora margini per intervenire sulla propria struttura e presenta un

piano affidabile, il ruolo dei soggetti esterni diventa essenziale. Il loro contributo, infatti, può tradursi in diverse forme di sostegno, come il rinnovo delle linee di credito, la concessione di dilazioni o la prosecuzione delle forniture. Nel caso di KTM, la disponibilità dei creditori e il supporto della società controllante hanno costituito un elemento determinante per il successo del piano, permettendo di proseguire l'attività durante la procedura.

Al contrario, quando l'attività non è più sostenibile sul piano economico e non emergono reali prospettive di rilancio, la fiducia dei soggetti esterni tende a venir meno riducendo in modo significativo le possibilità di intervento e accelerando l'uscita dell'impresa dal mercato.

Nel complesso, dal confronto tra i casi analizzati emergono due aspetti importanti. Da un lato, la crisi d'impresa nasce spesso dalla combinazione di più fattori; dall'altro, l'esito del risanamento dipende dalla capacità di intervenire con tempestività su più fronti, combinando misure finanziarie, operative e strategiche e mantenendo un dialogo costruttivo con i principali stakeholder. Soltanto adottando questo approccio è possibile aumentare le probabilità di recupero e contribuire a preservare la continuità aziendale.

4.4 Considerazioni finali

Il caso di KTM conferma come le crisi difficilmente dipendano da una sola causa, ma più spesso siano il risultato di fragilità interne e pressioni esterne che si combinano tra loro influenzandosi a vicenda. Nel caso analizzato, le fragilità già presenti nella gestione operativa e finanziaria, sono state accentuate dal rallentamento della domanda, mettendo in luce come le scelte produttive e commerciali adottate fino a quel momento non fossero più allineate al contesto di mercato.

In questo senso, l'analisi di bilancio si è rivelata uno strumento utile perché ha permesso di ricostruire l'emergere della crisi e la sua evoluzione nel tempo, mostrando come i primi squilibri si siano poi riflessi sul piano economico, patrimoniale e finanziario. I dati precedenti al risanamento evidenziano un peggioramento dei risultati, una riduzione del patrimonio e crescenti tensioni sulla liquidità, elementi che hanno reso necessario il ricorso alla procedura di auto-amministrazione.

L'esperienza di KTM conferma come il percorso di risanamento non possa basarsi solo su misure finanziarie, ma richieda interventi anche sulla gestione operativa. In particolare, l'aver agito sul riallineamento tra volumi produttivi, domanda e gestione delle scorte ha contribuito a migliorare gli equilibri finanziari e la gestione della liquidità. Il confronto tra

la fase precedente e quella successiva all'avvio della procedura mostra effetti patrimoniali e finanziari più immediati, mentre il recupero della redditività operativa risulta più graduale poiché dipende dalla capacità dell'impresa di rendere sostenibile la gestione ordinaria in un mercato ancora debole.

Un altro aspetto rilevante riguarda il ruolo degli stakeholder. Nel caso analizzato, la disponibilità dei creditori e il sostegno della proprietà hanno inciso in modo determinante sulla credibilità del piano di risanamento, permettendo all'impresa di superare la fase più critica senza dover interrompere l'attività. Questa evidenza mostra come la gestione della crisi non dipenda soltanto dagli interventi economico-finanziari ma richieda anche la capacità di mantenere un dialogo trasparente con i soggetti coinvolti.

Durante lo svolgimento del presente lavoro, tuttavia, sono emersi alcuni limiti: il risanamento di KTM è ancora in corso e i dati attualmente disponibili consentono di coglierne soltanto gli sviluppi iniziali, non ancora definitivi. Inoltre, l'analisi si basa soprattutto su informazioni di bilancio e su fonti pubbliche, le quali non offrono una visione completa del fenomeno. Tali fonti consentono di ricostruire nel tempo l'andamento degli equilibri economico-finanziari ma non di approfondire le dinamiche organizzative interne all'impresa né i processi decisionali intervenuti nelle diverse fasi della crisi.

Infine, trattandosi di un singolo caso aziendale, le evidenze emerse non possono essere estese automaticamente ad altre realtà poiché ogni situazione presenta caratteristiche proprie. Proprio per questo, sarà utile osservare l'evoluzione nei prossimi anni e integrare l'analisi contabile con elementi più qualitativi, così da comprendere meglio se il percorso di risanamento potrà risultare effettivamente sostenibile nel tempo.

In conclusione, il caso KTM mostra come l'analisi di bilancio, se affiancata alla lettura delle principali scelte gestionali, sia uno strumento efficace per comprendere l'evoluzione della crisi e monitorare gli effetti delle misure adottate. Allo stesso tempo, la tempestività delle decisioni, la coerenza degli interventi e la gestione del rapporto con gli stakeholder risultano decisivi nel contenimento delle difficoltà e nella creazione delle condizioni ideali per il recupero.

BIBLIOGRAFIA

- Airoldi, G., Brunetti, G., & Coda, V. (1994). *Economia aziendale*. Bologna: Il Mulino.
- Aldrighetti, F., & Savaris, R. (2008). *La riforma delle procedure concorsuali e i modelli di gestione dell'impresa in crisi*.
- Allianz Research. (2024). *Global Insolvency Report 2023/24: The Great Reversal*. Monaco di Baviera, Germania: Allianz Research.
- Altman, E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*.
- Andrei, P. (1996). *Crisi di impresa e procedure concorsuali: Spunti critici emergenti da un'indagine empirica*. Milano: Giuffrè.
- Assonime. (2019). *Note e studi sulla crisi d'impresa e gli strumenti di allerta*. Roma: Assonime.
- Banca Centrale Europea. (2022). *The impact of the war in Ukraine on euro area energy markets*. Economic Bulletin. Francoforte sul Meno, Germania: Banca Centrale Europea.
- Banca d'Italia. (2023). *Relazione annuale sul 2022*. Roma: Banca d'Italia.
- Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 71–111.
- Boldreghini, F., & Sancetta, G. (2021). Early warning system and credit risk governance: early crisis management from the financial creditor perspective. *Corporate Governance and Research & Development Studies*.
- Brugger, G., & Galbiati, P. E. (2020). *Corporate Turnaround: The Italian Perspective*. Milano: McGraw Hill.
- Bureau van Dijk – Orbis. (2025). *Profilo aziendale “PIERER Mobility AG” – Dati consolidati 2022–2024*. Amsterdam: Bureau van Dijk.
- Bureau van Dijk. (2025). *Orbis – Company Report: KTM AG*. Amsterdam: Bureau van Dijk – Moody's Analytics.
- Caprio, P. (1997). *Le procedure concorsuali*. Milano: Giuffrè.
- Coda, V. (1988). *La valutazione della performance aziendale*. Torino: Giappichelli.
- Commissione Europea. (2019). *The European Green Deal*. Bruxelles, Belgio: Commissione

Europea.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC). (2019). Gli indici dell'allerta ex art. 13, co. 2, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Roma.

Danovi, A. (2003). Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano. Milano: Giuffrè.

Di Martino, M. C. (2024). Intelligenza artificiale e sistemi di segnalazione della crisi d'impresa. De Iustitia.

European Commission. (2023). European Economic Forecast – Spring 2023. Bruxelles.

European Systemic Risk Board. (2023). Vulnerabilities in the corporate sector in the EU. Francoforte sul Meno, Germania: European Systemic Risk Board.

Falini, A. (2011). La crisi d'impresa e i modelli di diagnosi. Milano: Giuffrè.

Falini, A. (2011). La crisi d'impresa e le sue cause: un modello interpretativo. Studi e Note di Economia, n. 125.

Falini, A. (2017). Le cause della crisi d'impresa. Analisi dei fattori di crisi delle grandi imprese in Amministrazione Straordinaria. Sinergie – Italian Journal of Management. Tratto da Sinergie – Italian Journal of Management.

Floreni, A. (1997). Crisi e ristrutturazioni aziendali. Giuffrè: Milano.

Fondazione Nazionale dei Commercialisti. (2022, maggio 26). Principi per la redazione dei piani di risanamento. Roma: Fondazione Nazionale dei Commercialisti.

Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. The New York Times Magazine.

Golinelli, G. M. (2000). L'approccio sistemico al governo dell'impresa. Padova: Cedam.

Golinelli, G. M. (2010). L'approccio sistemico vitale. Padova: Cedam.

Guatri, L. (1986). Crisi e risanamento delle imprese. Milano: Giuffrè.

Guatri, L. (1995). Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore. Milano: Egea.

Jaguar Land Rover Automotive plc. (2019). Annual Report 2018/19. Coventry: Jaguar Land Rover Automotive plc.

Ministero della Giustizia. (2019). Relazione illustrativa al Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Roma: Ministero della Giustizia.

- Moliterni, R. (1999). *Dalla fisiologia alla crisi d'impresa: Diagnosi dei processi degenerativi e misure di prevenzione*. Verona: Cedam.
- OECD. (2021). *Liquidity Shortfalls during the COVID-19 Outbreak: Assessment and Policy Responses* (OECD Economics Department Working Papers, No. 1647). Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2021). *The Digital Transformation of SMEs*. Paris: OECD Publishing.
- Ohlson, J. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*.
- Onida, P. (1971). *Economia d'azienda*. Torino: UTET.
- Pencarelli, T. (2013). *Le crisi d'impresa. Diagnosi, previsione e procedure di risanamento*. Milano: FrancoAngeli.
- PIERER Mobility AG. (2021). *Company History 1934–2021*. Wels: PIERER Mobility AG.
- PIERER Mobility AG. (2023). *Company Presentation May 2023*. Wels: PIERER Mobility AG.
- PIERER Mobility AG. (2024). *Annual Financial Report 2024*. Wels: PIERER Mobility AG.
- PIERER Mobility AG. (2024). *Annual Report 2024*. Mattighofen: PIERER Mobility AG.
- PIERER Mobility AG. (2024). *Half-Year Financial Report 2024*. Wels: PIERER Mobility AG.
- PIERER Mobility AG. (2024). *Insolvency Filing – Annex on Admitted Liabilities*. Wels: PIERER Mobility AG.
- Pierer Mobility AG. (2025). *H1–2025 Results Presentation*. Wels: Pierer Mobility AG.
- PIERER Mobility AG. (Annual Report 2023). *Annual Report 2023*. PIERER Mobility AG: PIERER Mobility AG.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press.
- Savioli, G. (2019). *Crisi e risanamento d'impresa*. Milano: Giuffrè.
- Sciarelli, M. (2005). *Economia e gestione delle imprese*. Padova: Cedam.
- Sciarelli, S. (1995). *Crisi e risanamento delle imprese*. Padova: Cedam.
- Sciarelli, S. (1995). *La crisi d'impresa: il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*. Padova: Cedam.

- Shumway, T. (2001). Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model. *Journal of Business*.
- Slatter, S., & Lovett, D. (1999). *Corporate Recovery: Managing Companies in Distress*. London: Penguin.
- Sommariva, C. (2014). Lo 'stato di crisi' dell'impresa: lineamenti della fattispecie. In *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito*. Milano: Vita e Pensiero.
- Sony Corporation. (2009). *Annual Report 2009*. Tokyo, Giappone: Sony Corporation.
- Sony Corporation. (2012). *Annual Report 2012*. Tokyo, Giappone: Sony Corporation.
- Tata Motors Ltd. (2009). *64th Annual Report 2008–2009*. Mumbai: Tata Motors Ltd.
- Tedeschi Toschi, D. (1993). *Crisi e risanamento delle imprese*. Milano: Giuffrè.
- Zappa, G. (1956). *Le produzioni nell'economia delle imprese*. Milano: Giuffrè.
- Zmijewski, M. (1984). Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models. *Journal of Accounting Research*.

SITOGRAFIA

- ACEM – European Association of Motorcycle Manufacturers. (2024). Registrations of motorcycles and mopeds in key European markets during the first nine months of the year 2024. Tratto da ACEM: <https://www.acem.eu/registrations-of-motorcycles-and-mopeds-in-key-european-markets-during-the-first-nine-months-of-the-year-2024>, ultimo accesso: 16/11/2025
- ACEM. (2023, 31). Registrations in Key European Markets – 2023. Tratto da ACEM – European Association of Motorcycle Manufacturers: <https://www.acem.eu/registrations-2023-in-key-european-markets-motorcycles-up-mopeds-down>, ultimo accesso: 13/11/2025
- Bajaj Auto Ltd. (s.d.). Bajaj Auto & KTM Bikes Partnership. Tratto da Bajaj Auto: <https://www.bajajauto.com/about-us/bajaj-auto-and-ktm>, ultimo accesso: 13/11/2025
- Banca Centrale Europea. (2022). The impact of the war in Ukraine on euro area energy markets. Economic Bulletin. Francoforte sul Meno, Germania: Banca Centrale Europea.
- Blockbuster Inc. (2005). Annual Report on Form 10-K for the fiscal year ended December 31, 2004. Tratto da U.S. Securities and Exchange Commission (SEC): <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1085734/000119312505063510/d10k.htm> ultimo accesso: 06/10/2025
- Blockbuster Inc. (2011). Annual Report on Form 10-K for the fiscal year ended January 2, 2011. Tratto da U.S. Securities and Exchange Commission (SEC): <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1085734/000119312511186981/d10k.htm>, ultimo accesso: 06/10/2025
- Cerved. (2025, Aprile 7). Osservatorio Procedure e Liquidazioni: fallimenti in crescita. Tratto da Cerved: <https://www.cerved.com/ricerca-e-analisi/a/ricerche-analisi-credito/osservatorio-procedure-e-liquidazioni-fallimenti-in-crescita>, ultimo accesso: 21/09/2025
- Company, M. &. (2024, ottobre 14). Supply chains: Still vulnerable. Tratto da McKinsey & Company: <https://www.mckinsey.com/capabilities/operations/our-insights/supply-chain-risk-survey>, ultimo accesso 16/11/2025
- Contributors, W. (s.d.). KTM – History. Tratto da Wikipedia: <https://it.wikipedia.org/wiki/KTM>, ultimo accesso: 10/11/2025
- Elizalde, P. (2024, Novembre 26). KTM to enter self-administration amid financial struggles.

Tratto da Motorsport.com: <https://www.motorsport.com/motogp/news/ktm-to-enter-self-administration-amid-financial-struggles/10676751>, ultimo accesso: 19/11/2025

Eurostat. (2025, agosto 18). Business registrations and bankruptcies – second quarter 2025. Tratto da European Commission – Eurostat: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/ddn-20250818-1>, ultimo accesso: 21/09/2025

Finanza.Repubblica.it. (2022, Novembre 10). Concordato Ferrarini: approvata la proposta dal 75% dei creditori. Tratto da Finanza.Repubblica.it: https://finanza.repubblica.it/News/2022/11/10/concordato_ferrarini_approvata_la_proposta_dal_75percento_delle_classi_dei_creditori-159, ultimo accesso: 25/10/2025

Finanze, M. d. (2020, Marzo 22). La moratoria per microimprese e PMI: cosa c'è da sapere. Tratto da MEF – Ministero dell'Economia e delle Finanze: <https://www.mef.gov.it/focus/La-moratoria-per-microimprese-e-Pmi-cosa-ce-da-sapere>, ultimo accesso: 13/10/2025

Freeman, R. E. (1984). Tratto da ScienceDirect Topics – Elsevier: <https://www.sciencedirect.com/topics/social-sciences/stakeholder-theory>, ultimo accesso: 25/10/2025

Global Market Insights. (2024, agosto). Europe Motorcycles and Scooters Market Size, Growth Trends and Forecasts. Tratto da Global Market Insights: <https://www.gminsights.com/industry-analysis/europe-motorcycles-and-scooters-market>, ultimo accesso: 16/11/2025.

Harvard Business School Digital Initiative. (2017). Blockbuster: Its Failure and Lessons to Digital Transformers. Tratto da Harvard Business School – Digital Initiative: <https://d3.harvard.edu/platform-digit/submission/blockbuster-its-failure-and-lessons-to-digital-transformers>, ultimo accesso: 06/10/2025

Helgi Library. (s.d.). Jaguar Land Rover – Profits & Sales. Tratto da Helgi Library: <https://www.helgilibrary.com/charts/jaguar-land-rover-profits-sales>, ultimo accesso: 30/09/2025

Italy, M. d. (2021, aprile 7). Metodo Corneliani – imprese in difficoltà. Tratto da mimit.gov.it: <https://www.mimit.gov.it/it/impresa-lista/metodo-corneliani-imprese-in-difficolta>, ultimo accesso: 25/10/2025

Jaguar Land Rover. (2021, February 15). Jaguar Land Rover reimagines the future of modern luxury by design. Tratto da media.jaguarlandrover.com:

<https://media.jaguarlandrover.com/news/2021/02/jaguar-land-rover-reimagines-future-modern-luxury-design>, ultimo accesso: 30/09/2025

Marc, R. (2022, 05 04). We Pitched Netflix to Blockbuster. They Laughed Us Out of the Building. Tratto da Built In: <https://builtin.com/articles/netflix-blockbuster-buyout>, ultimo accesso: 06/10/2025

Outside the Beltway. (2010). Chart of the Day: Netflix v. Blockbuster Edition. Tratto da Outside the Beltway: <https://outsidethebeltway.com/chart-of-the-day-netflix-v-blockbuster-edition>, ultimo accesso: 06/10/2025

PIERER Mobility AG. (2024, 3 27). Annual Results 2023 – Press Release. Tratto da PIERER Mobility AG: <https://www.pierermobility.com/en/newsroom/eqsfeed/2733309?type=corporate>, ultimo accesso: 13/11/2025

PIERER Mobility AG. (2024, 11 26). KTM AG prepares application for judicial restructuring proceedings with self-administration. Tratto da [pierermobility.com](https://www.pierermobility.com): <https://www.pierermobility.com/en/newsroom/eqsfeed/2891361>, ultimo accesso: 18/11/2025

Pierer Mobility AG. (2025, Aprile 28). Ad-hoc Announcement – Preliminary Key Figures 2024. Tratto da Pierer Mobility AG: <https://www.pierermobility.com/en/newsroom/eqsfeed/2976282?type=adhoc>, ultimo accesso: 22/11/2025

PIERER Mobility AG. (2025, maggio 28). Key financial figures for financial year 2024. Tratto da [pierermobility.com](https://www.pierermobility.com): <https://www.pierermobility.com/en/newsroom/eqsfeed/2995290>, ultimo accesso: 22/11/2025

PIERER Mobility AG. (s.d.). Our History – The Early Beginnings. Tratto da PIERER Mobility AG: <https://www.pierermobility.com/en/the-group/our-history>, ultimo accesso: 13/11/2025

Randolph, M. (2022). We Pitched Netflix to Blockbuster. They Laughed Us Out of the Building. Tratto da Built In: <https://builtin.com/articles/netflix-blockbuster-buyout>, ultimo accesso: 06/10/2025

Repubblica, L. (2025, Aprile 14). Cerved, fallimenti delle imprese ancora in crescita: +17,2% a fine 2024. Tratto da La Repubblica – Finanza: https://finanza.repubblica.it/News/2025/04/14/cerved_fallimenti_delle_impresa_ancora_in

crescita%2B17_2percento_a_fine_2024-75, ultimo accesso: 21/09/2025

Reuters. (2010, settembre 23). Blockbuster files for bankruptcy to slash debt. Tratto da Reuters:
<https://www.reuters.com/article/business/blockbuster-files-for-bankruptcy-to-slash-debt-idUSTRE68M10K>, ultimo accesso: 06/10/2025

Sony Corporation. (2012, Aprile 12). Sony Transformation to Revitalize Electronics Business: Management Policy Announcement. Tratto da Sony Global:
<https://www.sony.com/en/SonyInfo/News/Press/201204/12-056E>, ultimo accesso: 06/10/2025

The problems aren't getting any smaller.... (2024, 12 17). Tratto da GPone:
<https://www.gpone.com/en/2024/11/30/motogp/creditors-stefan-pierer-digs-into-his-pockets-to-save-ktm.html>, ultimo accesso: 22/11/2025

Times, F. (2010, Settembre 21). Blockbuster files for bankruptcy. Tratto da Financial Times:
<https://www.ft.com/content/dad53c8e-c67d-11df-8a9f-00144feab49a>, ultimo accesso: 21/09/2025

TransportPolicy.net. (s.d.). EU motorcycles – Emissions standards. Tratto da TransportPolicy.net:
<https://www.transportpolicy.net/standard/eu-motorcycles-emissions>, ultimo accesso: 16/11/2025.

INDICE DELLE FIGURE E DELLE TABELLE

- Figura 1 - Evoluzione del processo dalla disfunzione alla crisi
- Figura 2 - Traiettoria tipica di sviluppo della crisi d'impresa: dalle cause strategico-organizzative al deterioramento patrimoniale
- Figura 3 - Il modello diamante. Fonte: rielaborazione da Falini (2011)
- Figura 4 - Ambiti operativi del piano di risanamento secondo i Principi FNC 2022
- Figura 5 - Fattori critici di successo nel risanamento
- Tabella 1 - Classificazione delle cause di crisi endogene ed esogene
- Tabella 2 - Strumenti di risanamento e riferimenti normativi
- Tabella 3 - Leve strategiche nella dimensione finanziaria e operativa
- Tabella 4 - Conto economico riclassificato di KTM AG (2022-2024)
- Tabella 5 - Stato patrimoniale riclassificato di KTM AG (2022-2024)
- Tabella 6 - Indici economici, patrimoniali e finanziari di KTM AG (2022-2024)
- Tabella 7 - Incidenza di KTM AG sugli aggregati consolidati del gruppo del 2024
- Grafico 1 - RegISTRAZIONI di nuove imprese e fallimenti nell'UE (2018–2025)
- Grafico 2 - Andamento dei fallimenti in Italia (2019–2024)
- Grafico 3 - Andamento dei ricavi di Sony (2012–2022)
- Grafico 4 - Andamento delle vendite e degli utili netti di Jaguar Land Rover (2011–2019)
- Grafico 5 - Andamento del risultato netto di Jaguar Land Rover (2022–2024)
- Grafico 6 - Confronto ricavi Netflix e Blockbuster (2004–2010)
- Grafico 7 - Riduzione delle carenze di liquidità con le politiche 2020
- Grafico 8 - Struttura del gruppo PIERER Mobility AG
- Grafico 9 - Struttura proprietaria di PIERER Mobility AG
- Grafico 10 - Vendite motociclistiche del gruppo PIERER Mobility AG
- Grafico 11 - Andamento delle scorte gennaio-giugno 2025