

**Marco Ziliotti,
Pier Luigi Marchini**

CRISI DI IMPRESA

**Analisi economica e
modelli di regolazione**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

**Marco Ziliotti,
Pier Luigi Marchini**

CRISI DI IMPRESA

**Analisi economica e
modelli di regolazione**

FrancoAngeli

Copyright © 2014 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

INDICE

Prefazione , di <i>Carlo Scarpa</i>	pag.	9
Prefazione , di <i>Anna Maria Fellegara</i>	»	11
Introduzione	»	15
1. Debito e crisi dell'impresa	»	19
1.1. Ruolo del debito	»	19
1.2. La struttura del capitale	»	23
1.2.1. Il modello di Modigliani Miller	»	27
1.2.2. La Trade-off theory	»	30
1.2.3. Modello dell'ordine di scelta delle fonti di finanziamento	»	33
1.3. Rischio di insolvenza e spread	»	34
2. Crisi d'impresa e sue previsioni: un approccio economico-aziendale	»	37
2.1. Economicità ed equilibrio economico-finanziario d'impresa	»	37
2.2. I principali indicatori dell'andamento economico, patrimoniale e finanziario dell'impresa	»	46
2.3. La previsione della crisi: approcci e strumenti	»	63
3. La regolamentazione del default: un approccio economico	»	79
3.1. Le procedure di insolvenza: natura e presupposti	»	79
3.1.1. Presupposti soggettivi	»	80
3.1.2. Presupposti oggettivi	»	83

3.2. Accertamento dello stato di insolvenza e la questione “timing”	pag.	86
3.3. I motivi (economici) delle procedure di insolvenza	»	91
3.3.1. Riduzione dei costi strategici	»	94
3.3.2. Incremento di valori degli asset	»	95
3.3.3. Miglioramento dell’efficienza amministrativa	»	96
3.4. Decisioni di fallimento	»	97
3.4.1. Liquidazione	»	98
3.4.2. Ristrutturazione	»	99
3.5. Profili di convenienza nella scelta tra liquidazione e ristrutturazione	»	101
3.5.1. L’imprenditore	»	102
3.5.2. I creditori privilegiati	»	104
3.5.3. I creditori chirografari	»	108
3.5.4. Confronto tra le diverse funzioni obiettivo	»	110
3.6. I costi delle procedure concorsuali	»	111
3.6.1. Costi ex ante rispetto alla crisi ed all’avvio della procedura di insolvenza I creditori privilegiati	»	112
3.6.2. Costi successivi allo stato di crisi, ma precedenti all’avvio della procedura	»	113
3.6.3. Costi successivi alla procedura di insolvenza	»	117
4. La legislazione concorsuale	»	121
4.1. La costruzione di una normativa in materia di insolvenza	»	121
4.2. Tipologie di procedure	»	125
4.3. Gli obiettivi della normativa concorsuale e sistema a due fasi	»	127
4.4. Trade-off dei sistemi a due fasi	»	133
4.5. Misure di efficienza della normativa concorsuale	»	137
4.5.1. Misurazione dell’efficienza delle procedure di fallimento	»	138
4.5.2. Misurazione dell’efficienza delle procedure alternative al fallimento	»	141
5. I sistemi di comunicazione, governo e controllo delle aziende in crisi secondo un approccio economico-aziendale	»	146
5.1. La comunicazione delle aziende in crisi	»	146
5.1.1. Il sistema delle comunicazioni esterne d’impresa: cenni	»	146

5.1.2. La comunicazione delle imprese nel periodo precedente alla crisi	pag.	150
5.1.3. La comunicazione delle imprese in crisi	»	154
5.2. La comunicazione di bilancio: il principio contabile OIC 6	»	164
5.2.1. Aspetti introduttivi	»	164
5.2.2. Il trattamento contabile delle operazioni di rinegoziazione e di ristrutturazione del debito	»	168
5.2.3. La disclosure in nota integrativa	»	173
5.3. I sistemi di governo e controllo delle aziende in crisi	»	177
5.3.1. I sistemi di governo e controllo in una logica economico-aziendale: cenni	»	177
5.3.2. I sistemi di governo e controllo nelle imprese in crisi	»	186
Conclusioni	»	195
Bibliografia	»	201

PREFAZIONE

«Tutte le famiglie felici si assomigliano fra loro, ogni famiglia infelice è infelice a modo suo». Al contrario del celebre incipit tolstojano, questo libro cerca di convincerci che le crisi di impresa hanno molto in comune le une con le altre, che è utile ragionare in termini anche puramente teorici di questo tema assai concreto, e che la gestione delle crisi rappresenta un tema – forse, tragicamente – interessante. E questo libro riesce in questo tentativo, sulla base di alcune idee-forza che lo rendono assai rilevante e perfino assai leggibile, dote questa assai rara per un libro accademico sul tema.

La prima di queste idee è la scommessa di riuscire in qualcosa che raramente ho visto fare bene in tanti anni di carriera, ovvero scrivere un libro a carattere interdisciplinare che non sia un patchwork di capitoli non comunicanti tra loro. Le discipline dell'economia politica e dell'economia aziendale sono parenti strette, ma – proprio per questa vicinanza – tra di esse gelosie e litigi sono all'ordine del giorno. Eppure il tema delle crisi d'impresa che venisse trattato solo in una prospettiva risulterebbe monco, e questa consapevolezza guida gli autori di questo libro a un dialogo tra chi parte dall'operatività aziendale e chi ragiona sui principi più profondi dell'operare economico. E da questo dialogo nasce un *melange* fruttuoso che aiuta il lettore a comprendere le diverse sfaccettature di questo tema: un *melange* fatto non di pura teoria, non di sola pratica, ma che accompagna il lettore sul campo di un approfondimento scientifico mai fine a se stesso e di un senso pratico mai superficiale.

La seconda idea di base è che si tratta di crisi, non di fallimento. In inglese si parla ancora di *bankruptcy*, che evoca il “banco rotto” che segnava la fine economica dei mercanti rinascimentali. Ma in realtà le procedure concorsuali rappresentano ormai qualcosa di ben diverso dalla fine di

un'impresa. Parliamo invece di un insieme di strumenti per cercare di salvare quanto di buono sicuramente ogni impresa mantiene.

La teoria economica aiuta a chiarire, in particolare, come questo sollevi imperiosamente un problema di incentivi. Quando la crisi veniva affrontata (quasi) unicamente con il fallimento, questo fungeva sia da punizione per l'azionista che non aveva avuto successo, sia da tutela per i creditori, che potevano rivalersi su quanto restava del patrimonio dell'impresa. Nel fare così, si finiva spesso, però, per buttare via anche tutto quanto di buono vi potesse ancora essere nell'impresa, e da qui l'idea di affiancare al fallimento altri strumenti volti a dare continuità all'impresa, o almeno alla sua parte sana.

In linea di principio, questo è bellissimo, ma solleva altresì problemi enormi di incentivi. Da un lato, come punire l'imprenditore che non riesce a ripagare i propri debiti se – come spesso avviene – quello stesso soggetto è quello maggiormente indicato a proseguire l'attività? E come garantire i creditori se dobbiamo salvaguardare il patrimonio per consentire alla parte sana dell'impresa di proseguire l'attività? E, infine, come garantire che l'impresa riesca a trovare fondi prima della crisi se la crisi non fornisce ai creditori una piena tutela?

Questi effetti a cascata non esauriscono i problemi, ma danno un'idea delle problematiche che i diversi istituti sollevano, e del percorso che gli autori effettuano, dalle ragioni della crisi, ai diversi sbocchi e alla gestione operativa della auspicabile soluzione. Non è certo un libro che pretende di dare facili risposte che non possono esistere, ma rappresenta un bello strumento che aiuta a capire. Dati i tempi che corrono, credo questo sia un grandissimo passo in avanti, del quale dobbiamo essere grati agli autori.

Brescia, 18 novembre 2014

Carlo Scarpa

Professore Ordinario di Economia Politica
Dipartimento di Economia e Management
Università degli Studi di Brescia

PREFAZIONE

Il contesto economico nazionale e internazionale, caratterizzato in anni recenti da una congiuntura generale fortemente perturbata, densa di incognite per lo sviluppo di modelli in grado di garantire la futura sostenibilità dei rapporti fra le imprese e fra imprese e istituzioni, ha sensibilizzato dottrina e prassi allo studio delle crisi di impresa, delle metodologie investigative più idonee a intercettare segnali precoci, delle strategie di uscita e di *turnaround* per sanare situazioni di disequilibrio o dissesto.

In questo tempo di discontinuità è fondamentale guardare al patrimonio costituito dalle esperienze operate dalle aziende e dai sistemi nel passato non solo recente e da qui affrontare con creatività e slancio innovativo la sfida del futuro. In questa prospettiva, un approccio convincente consiste nel ripercorrere le analisi condotte e gli strumenti concettuali elaborati dagli studiosi più insigni delle scienze economiche ed economico-aziendali per ripartire con nuove visioni e soluzioni a nuovi problemi.

In questo senso, concentrarsi sulle diverse fasi della vita delle imprese, così come individuate dal lucido e innovativo sguardo di Gino Zappa e Aldo Amaduzzi, o sui meccanismi che avvincono i diversi momenti dell'evoltersi della gestione aziendale, definisce un approccio rigoroso e radicato nelle conoscenze sedimentate delle discipline aziendali, e un modo di procedere sicuro per lo slancio e l'esposizione alle nuove frontiere della creazione e conservazione duratura di valore.

Non è un caso che proprio tali fasi (costituzione, funzionamento e cessazione) siano interessate, a livello nazionale, da un profondo ripensamento affrontato a livello organizzativo, strategico, normativo e dalla conseguente proposizione di nuovi strumenti gestionali.

La fase di costituzione è oggi fortemente incentivata e assistita dalla previsione strumenti agevolativi, riconducibili alla all'alleggerimento dei

costi di avvio, alla semplificazione delle procedure burocratiche o alla riduzione dei requisiti strutturali o gestionali che ordinariamente gravano sull'impresa. Esemplificativo dell'attenzione posta a questo momento cruciale nella vita dell'impresa e, conseguentemente, alla crescita e al rilancio del sistema economico è la recente introduzione della cosiddetta *start up innovativa*, impresa in forma giuridica di società di capitali che persegue quale oggetto sociale esclusivo o prevalente lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico, la quale, costituita in questa forma, gode di una serie di rilevanti agevolazioni.

Oggetto di profondo ripensamento è anche il modo attraverso cui condurre la fase di funzionamento, sempre meno legata a modelli tradizionali di business e sempre maggiormente orientata verso processi di internazionalizzazione e di innovazione anche sociale.

Senza dubbio la fase della cessazione, congiunturalmente più critica per l'intensità e la vastità del fenomeno registrato negli ultimi anni, ha raccolto numerosi interventi di revisione delle regole e delle prassi.

Su questa criticità lo studio di Pier Luigi Marchini e di Marco Ziliotti offre un contributo di estremo interesse e di rilevante valenza scientifica. Affrontare in modo nuovo questo passaggio, spesso trascurato perché inteso quale mero preludio all'interruzione definitiva del processo di creazione di ricchezza, è non solo interessante sotto il profilo investigativo e analitico, ma anche fruttuoso per i possibili impatti applicativi che le riflessioni sostenute sottendono ed individuano, in particolare nel campo delle procedure concorsuali.

In termini generali, il fine ultimo è quello di identificare fattispecie che consentano di diagnosticare le crisi e di valorizzare le potenzialità che in questi contesti sono comunque presenti, non disperdendo il valore aggiunto creato in precedenza ma, anzi, consentendone il mantenimento e il successivo incremento.

La sfida di questo lavoro risiede in una nuova cooperazione interdisciplinare: trattare, attraverso un approccio che ricorre alle metodologie e ai fondamentali propri delle rispettive scuole di appartenenze – economia aziendale e economia generale –, l'analisi delle imprese in crisi, ricercare soluzioni non frammentate e non banali alle criticità che emergono sotto il profilo economico sia particolare (d'impresa) che generale (di sistema) senza che l'aspetto regolatorio, attraverso cui si estrinsecano le azioni degli strumenti sino ad ora adottati, esaurisca il quadro indagato e mortifichi in una sterile elencazione di prescrizioni di legge la ricchezza delle sensibilità, delle istanze e dei fabbisogni.

La ricerca di condizioni e indicazioni premonitrici dei disequilibri, la distinzione avvertita tra quelli fisiologici e quelli inevitabilmente destinati al default, la considerazione della variabile tempo nella pianificazione delle azioni di risposta, l'individuazione tra le potenziali vie da percorrere di quella più idonea al caso specifico tenuto conto del profilo di rischio e di business, la riflessione sulle modificazioni e sugli adattamenti richiesti alle strutture di governo e di controllo nella gestione delle fasi critiche, la cura e l'attenzione alle modalità di comunicazione sia interna che al mercato, si fondono in un equilibrato quadro d'insieme, utile a sistematizzare gli elementi da considerare per chi voglia trattare con piglio avvertito le questioni connesse alle imprese che affrontano situazioni di insolvenza.

Piacenza, 22 dicembre 2014

Anna Maria Fellegara

Professore Ordinario di Economia Aziendale
Facoltà di Economia
Università Cattolica del Sacro Cuore
(sede di Piacenza)

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni si è assistito ad un crescente interesse per gli studi sulla *bankruptcy theory*. Il rapido evolversi della crisi che ha investito il sistema economico globale ha, infatti, imposto agli studiosi di materie economiche la necessità di analizzare più attentamente un fenomeno, quello dell'insolvenza delle imprese, che ha assunto dimensioni in precedenza mai viste e che ha posto problematiche del tutto nuove rispetto al passato.

Se una volta, soprattutto in Italia, la soluzione classica ai casi di crisi d'impresa era quella del fallimento, ovvero la liquidazione degli asset aziendali e la successiva distribuzione del ricavato tra i creditori, oggi il fenomeno è diventato ben più complesso. Rispetto alle soluzioni tradizionali, maggiore enfasi è stata data a strumenti regolatori alternativi (quali sono nella normativa italiana il concordato preventivo, gli accordi di ristrutturazione del debito ed il piano attestato di risanamento), tesi a preservare, ove possibile, il valore del *going concern*, ma anche ad incentivare l'imprenditore a non nascondere il proprio stato di dissesto. In effetti, uno degli obiettivi che la legislazione in materia concorsuale si deve porre è anche quello della riduzione dei fenomeni di asimmetria informativa che inevitabilmente condizionano l'efficienza del sistema economico.

Di fronte a questa evoluzione, appare più che mai necessario fornire un approccio interdisciplinare sui sistemi, le regole e i modelli di governo delle crisi d'impresa, con il fine di consentire una visione più ampia e completa dei fenomeni osservati e delle soluzioni prospettate. Quindi, il punto di partenza del presente contributo è che un buon sistema di *policies* in materia di crisi d'impresa debba essere affrontato in chiave economica sia dal punto di vista della teoria economica, che da quello dell'economia aziendale. Il primo focalizza l'attenzione sui principali modelli teorici che stanno alla base delle scelte operate sia dalle imprese (in termini di struttura patri-

moniale, rivelazione dello stato di decozione e così via), che dai governi che devono costruire un sistema normativo efficiente in materia concorsuale. L'approccio aziendalistico si concentra invece sull'analisi delle condizioni di equilibrio economico-finanziario delle aziende e sugli strumenti di previsione dello stato di insolvenza, nonché sui sistemi di comunicazione, governo e controllo delle imprese in crisi.

Da questa impostazione prendono avvio le riflessioni contenute nel presente lavoro, strutturato in cinque capitoli.

Il capitolo 1 si pone l'obiettivo di delineare le principali ragioni che stanno alla base dell'indebitamento delle imprese, il ruolo che il debito assume nello sviluppo aziendale, nonché le condizioni di efficienza degli strumenti di finanziamento. Si definisce quindi, secondo un approccio puramente economico, il concetto di equilibrio finanziario e le condizioni teoriche di equilibrio della struttura del capitale. A tal fine si pone a confronto il modello tradizionale di Modigliani e Miller che definisce il livello di indebitamento ottimale, con le evoluzioni teoriche sviluppate in fasi successive, quali principalmente la teoria del *trade-off* e il modello dell'ordine di scelta delle fonti di finanziamento. Il capitolo si conclude con l'analisi dei fattori di correlazione tra rischio di insolvenza e spread.

Il capitolo 2 propone una disamina volta a trattare il tema dello stato di insolvenza dell'impresa sotto un profilo economico-aziendale. In particolare, vengono delineati gli elementi caratterizzanti il principio di economicità nella gestione d'azienda come condizione imprescindibile, per l'impresa stessa, nel perseguimento dei propri fini in modo autonomo e duraturo nel tempo. La trattazione si focalizza in seguito sulla descrizione di quegli strumenti di analisi di bilancio che possono consentire di intercettare tempestivamente indizi di situazioni gestionali problematiche, al fine di porre in essere azioni volte ad affrontare un eventuale manifestarsi della crisi. Nell'ultima parte del capitolo si descrivono i principali modelli di previsione delle insolvenze proponendo una classificazione che, sulla base degli studi compiuti nelle materie economico-aziendali, individua gli approcci basati sull'intuizione, i modelli "tradizionali" delle analisi di bilancio nonché, infine, i modelli veri e propri di previsione della crisi.

Il capitolo 3 definisce la natura ed i presupposti delle procedure di insolvenza, analizzando dal punto di vista economico le asimmetrie informative presenti sul mercato e i meccanismi che stanno alla base delle scelte di rivelazione di informazioni riservate da parte dei soggetti coinvolti. Vengono evidenziate, inoltre, le problematiche connesse al "timing" nel riconoscimento dello stato di default e i danni conseguenti ad una ritardata sottoposizione di un imprenditore ai vincoli imposti dalla disciplina fallimenta-

re. Su queste basi, vengono evidenziati i vantaggi dati dalla presenza di una normativa in materia di crisi d'impresa, in termini di riduzione dei costi sostenuti dal sistema, di incremento del valore degli asset e di miglioramento dell'efficienza normativa. Si analizzano quindi le principali decisioni che gli operatori devono prendere di fronte ad un fenomeno di default, ed in particolare i profili di convenienza tra liquidazione e ristrutturazione per ciascuno dei diversi soggetti coinvolti, anche attraverso l'analisi delle differenti funzioni obiettivo degli stessi. Infine, la regolamentazione dei fenomeni di crisi d'impresa viene analizzata alla luce dei costi, diretti ed indiretti, che ciascuna tipologia di procedura determina per il sistema economico.

Nel capitolo 4 si definiscono le principali regole da adottare per la costruzione di una legislazione in materia concorsuale che massimizzi l'efficienza sia *ex ante*, che nella fase intermedia e che consenta di mantenere il più possibile il valore *ex post* dell'impresa. A tal fine, si analizzano dal punto di vista teorico le differenti tipologie di procedure e i sistemi economici in cui queste possono essere implementate (sistemi *market-based*, *bank-based* e *under-developed*), e si evidenziano i vantaggi legati alla costruzione di un sistema a due fasi: uno avviato su iniziativa dello stesso debitore; l'altro caratterizzato invece dalla totale estromissione dello stesso dalla gestione della crisi. Di tale sistema a due fasi si analizzano poi, attraverso semplici modelli teorici, i *trade-off* che si creano tra gli strumenti che garantiscono il massimo sforzo dell'imprenditore nella gestione dell'impresa e quelli che invece si pongono come obiettivo quello di indurre lo stesso a rivelare in anticipo le proprie difficoltà. Il capitolo si chiude con un'analisi di alcuni strumenti di misurazione dell'efficienza dei sistemi normativi introdotti da un paese, con specifici riferimenti alla realtà italiana.

Nel quinto e conclusivo capitolo, a seguito della descrizione delle principali procedure previste dall'ordinamento nazionale per preservare la continuità nelle aziende in crisi, si fornisce un'analisi sistemica delle metodologie e delle caratteristiche proprie della comunicazione operata dalle imprese che si trovano ad affrontare tale fase. In particolare, dopo una breve illustrazione delle caratteristiche del sistema delle comunicazioni esterne di impresa, si affronta lo specifico tema della *crisis communication*, che viene presentato secondo un approccio temporale, distinguendo la fase antecedente alla crisi da quella di crisi conclamata. In primo luogo, si identificano le caratteristiche della comunicazione esterna in una fase in cui l'impresa si trova in situazione di difficoltà, ma non ancora in crisi; successivamente, si affronta il tema della comunicazione delle imprese che si trovano in uno stato di crisi conclamata, distinguendo due tipologie di informativa. La prima tipologia si riferisce a quelle imprese che, decidendo di avvalersi di

una procedura indirizzata alla ristrutturazione del debito con obiettivi non liquidatori, devono comunicare a tutti gli stakeholder mediante il bilancio di esercizio, secondo quanto previsto dall'OIC 6. La seconda tipologia informativa è quella che la medesima azienda predispone solo per specifiche categorie di stakeholder, e in particolare per coloro che vantano diritti di credito nei confronti dell'impresa. Nella parte conclusiva del capitolo si affronta il tema dei sistemi di governo e controllo delle imprese in crisi. Dopo una presentazione dei concetti di carattere generale della *corporate governance*, si illustrano le specifiche connotazioni che tale sistema assume nelle imprese in crisi, con particolare riferimento al ruolo e alle responsabilità che caratterizzano gli organi di governo e controllo in tale fase di vita dell'impresa.

Il presente contributo, pur essendo il frutto della costante e sinergica attività di collaborazione dei due autori, è da attribuirsi nello specifico quanto ai capitoli 1, 3 e 4 al Prof. Marco Ziliotti, e quanto ai capitoli 2 e 5 al Prof. Pier Luigi Marchini.

Nel concludere queste brevi note introduttive, un ringraziamento va al Dott. Renato Parente e alla Dott.ssa Barbara Borgato per il supporto fornito nell'attività di revisione del presente lavoro. Così come un debito di riconoscenza va alle nostre rispettive famiglie, cui abbiamo sottratto tempo, ma mai attenzione e cura.

Marco Ziliotti

Dipartimento di Economia
Università degli Studi di Parma

Pier Luigi Marchini

Dipartimento di Economia
Università degli Studi di Parma

1. DEBITO E CRISI DELL'IMPRESA

1.1. Ruolo del debito

Per tentare un approfondimento del significato economico di insolvenza e degli obiettivi della specifica normativa che regola la crisi d'impresa, è necessario preliminarmente comprendere perché gli imprenditori si indebitano, quali sono gli elementi che incidono sulla scelta della struttura finanziaria delle imprese e la definizione di equilibrio/squilibrio finanziario.

Un primo importante distinguo è fra il ricorso al debito per soddisfare un bisogno il cui prezzo eccede la liquidità disponibile (motivazione tipica del consumatore) e il ricorso al debito finalizzato invece al lucro, cioè al conseguimento di un guadagno rappresentato dal differenziale positivo tra rendimento atteso di un investimento e costo del debito (motivazione tipica dell'imprenditore).

Concentrandosi su questa seconda categoria, occorre partire dal presupposto che un'impresa necessita in ogni momento della propria attività di una quantità di risorse finanziarie sufficiente a coprire le esigenze di gestione, siano esse legate al capitale circolante che ad investimenti a lungo termine. Tipicamente, i canali tradizionali di reperimento di risorse, come è noto, sono sia interni, che esterni. I primi sono rappresentati dall'auto-finanziamento, essenzialmente rappresentato dagli utili dell'impresa non distribuiti, ma mantenuti all'interno della stessa, nonché dai disinvestimenti patrimoniali. Questa fonte tende ad incrementarsi nelle fasi di espansione del ciclo economico e all'opposto a comprimersi quando la congiuntura diventa avversa; tale andamento non garantisce, data la sua naturale discontinuità, un flusso stabile nel finanziamento delle attività d'impresa. Inoltre, soprattutto nelle fasi di start up, è spesso insufficiente a fornire le risorse necessarie per gli investimenti produttivi.