



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Curriculum Amministrazione, Finanza e Controllo

**LA MANIPOLAZIONE DEGLI INDICATORI
DELLA CRISI DI IMPRESA PER RITARDARE
L’EMERSIONE DEL FENOMENO**

**Manipulation of enterprise crisis indicators to
postpone the emergence of the phenomenon**

Relatore: Chiar.mo
Prof. Giovanni Marco Borroni

Tesi di Laurea di:
De Angelis Roberto

Anno accademico 2021-2022

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO 1 - LA CRISI D'IMPRESA: CONCETTI	4
INTRODUTTIVI, EVOLUZIONE E CAUSE	
1.1 LA CRISI AZIENDALE	4
1.1.1 Considerazioni introduttive	4
1.1.2 Concetto di crisi: un inquadramento teorico	6
1.1.3 Cenni alla Teoria del Valore	8
1.2 DECLINO E CRISI: DUE CONCETTI STRETTAMENTE	9
COLLEGATI TRA LORO	
1.2.1 Definizione di «declino» e di «crisi»	9
1.2.2 Sviluppi delle fasi negative nella vita delle imprese: il percorso evolutivo della crisi	12
1.2.3 Gli stadi della crisi	15
1.3 TIPOLOGIE E CAUSE DEL DECLINO E DELLA CRISI	19
1.3.1 Premessa	19
1.3.2 L'approccio soggettivo e oggettivo	22

1.4 IL NUOVO CODICE DELLA CRISI D'IMPRESA E DELL'INSOLVENZA	26
1.4.1 Definizione giuridica di crisi	26
1.4.2 Le novità introdotte dal CCI: cenni	28
CAPITOLO 2 – PREVENIRE LA CRISI: L'IMPORTANZA DELL'ANALISI DI BILANCIO	34
2.1 GARANTIRE LA CONTINUITÀ AZIENDALE IN SITUAZIONI DI CRISI: I DIVERSI MODELLI DI PREVISIONE	34
2.1.1 La continuità aziendale: concetti giuridici	34
2.1.2 I modelli di previsione della crisi: diverse classificazioni	39
2.2 L'ANALISI DI BILANCIO PER PREVEDERE LA CRISI	49
2.2.1 La funzione informativa del bilancio d'esercizio	49
2.2.2 L'analisi di bilancio per margini, indici e flussi	53
2.3 L'ANALISI DELLA SOLVIBILITÀ AZIENDALE	56
2.3.1 Riclassificazione dello Stato Patrimoniale: lo Stato Patrimoniale finanziario	56
2.3.2 Le analisi di liquidità e solidità patrimoniale	58

2.4 L'ANALISI DELLA REDDITIVITÀ AZIENDALE	68
2.4.1 La riclassificazione del Conto Economico per la successiva analisi economica	68
2.4.2 L'analisi della redditività: ROI e ROE	72
2.4.3 I limiti dell'analisi di bilancio	76
CAPITOLO 3 – IL MODELLO «IBRIDO» INTRODOTTO DAL CNDCEC: GLI INDICATORI DELLA CRISI D'IMPRESA	79
3.1 IL SISTEMA DI INDICI DEL CNDCEC	79
3.1.1 I vantaggi dell'utilizzo di un modello «ibrido»	79
3.1.2 Gli indicatori della crisi secondo il CNDCEC e la successiva segnalazione	82
3.2 IL PROCESSO SEQUENZIALE DI IDENTIFICAZIONE DELLA CRISI D'IMPRESA	94
3.2.1 Prima fase: il Patrimonio Netto	95
3.2.2 Seconda fase: il <i>Debt Service Coverage Ratio</i> (DSCR)	100
CAPITOLO 4 – APPLICAZIONE DELLE PRASSI CONTABILI PER NASCONDERE LA SITUAZIONE DI CRISI: I LIMITI DEGLI INDICATORI DEL CNDCEC	113

4.1 IL CALCOLO DEGLI INDICI SETTORIALI E CRITICITÀ:	113
LA MANIPOLAZIONE DEI LORO ELEMENTI	
4.1.1 Indice di sostenibilità degli oneri finanziari	117
4.1.2 Indice di adeguatezza patrimoniale	132
4.1.3 Indice di ritorno liquido dell'attivo	141
4.1.4 Indice di liquidità	144
4.1.5 Indice di indebitamento tributario e previdenziale	153
CONCLUSIONI	157
BIBLIOGRAFIA E RIFERIMENTI	162
LINKOGRAFIA	167
RINGRAZIAMENTI	169

ELENCO DELLE FIGURE

FIGURA 1.1 – I possibili sviluppi delle fasi negative nella vita delle imprese	14
FIGURA 1.2 – I quattro stadi della crisi d'impresa	18
FIGURA 2.1 – Rappresentazione delle possibili aree di classificazione del modello <i>Z' Score</i>	47
FIGURA 2.2 – L'utilizzo degli strumenti di previsione di primo e di secondo livello	49
FIGURA 2.3 – Stato Patrimoniale finanziario – Schema di riclassificazione	58
FIGURA 2.4 – Conto economico a costi e ricavi del venduto	71
FIGURA 3.1 – Flusso del processo di valutazione dell'eventuale stato di crisi	88
FIGURA 3.2 – La procedura di allerta in sintesi	93
FIGURA 4.1 – Il terzo <i>step</i> del processo di identificazione della crisi aziendale	116
FIGURA 4.2 – Esempio – Contratti di <i>leasing</i> , valore degli oneri finanziari	126
FIGURA 4.3 – Calcolo del costo ammortizzato	137

ELENCO DELLE TABELLE

TABELLA 2.1 – Principali fattori esterni rilevatori di uno stato di crisi e possibilità di intervento	44
TABELLA 2.2 – Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio della liquidità-esigibilità	57
TABELLA 2.3 – Conto Economico a costi e ricavi della produzione ottenuta	70
TABELLA 2.4 – Conto Economico marginalistico	72
TABELLA 3.1 – Le soglie di allerta elaborate dal CNDCEC	86
TABELLA 3.2 – Il sistema gerarchico di indicatori individuato dal CNDCEC	94
TABELLA 4.1 – Calcolo del DSO e andamento valori dei crediti e del fatturato	130

INTRODUZIONE

Il fenomeno della crisi d'impresa è stato sin da sempre un tema di particolare interesse sia a livello nazionale che internazionale. Ciò che caratterizza un'impresa è la sua propensione alla «sopravvivenza», intesa come unico scopo che essa si prefigge; di conseguenza, la necessità di «sopravvivere» dell'azienda assume una valenza sociale per tutelare tutti gli attori che intrattengono rapporti con la stessa e che, quindi, risultano coinvolti nello svolgimento della sua attività. Lo studio di questo tema è cresciuto di più nell'ultimo decennio, caratterizzato da una lunga crisi strutturale e da un periodo di recessione. A ciò si aggiunge il fatto che l'impresa opera ormai in un contesto sempre più dinamico, imprevedibile e digitalizzato, con continui cambiamenti nei processi produttivi, nei gusti dei consumatori, nei livelli di tecnologia richiesti; questa situazione ha portato, soprattutto in Italia, ad un periodo di *stop* forzato per diversi settori economici che ha messo alle strette numerose aziende. Tutto questo ha portato ad affermare che, al giorno d'oggi, la crisi rappresenta parte integrante del ciclo di vita di tutte le imprese, tant'è che non viene più considerata come un fenomeno straordinario ma all'ordine del giorno. A fronte di tutto ciò, il Legislatore ha ritenuto necessario l'introduzione di diversi strumenti normativi, tra cui il più importante è rappresentato dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza all'interno del quale confluiscono sia il tema della gestione della crisi d'impresa che l'interesse per la tutela dell'integrità e della

sopravvivenza aziendale. Questi vanno a modificare l'idea originaria di intervenire successivamente, e quindi *ex-post*, ad una situazione di difficoltà; si parla sempre di più di «prevenzione della crisi», ossia l'anticipazione del fenomeno prima che questo si verifichi (intervento *ex-ante*), al fine di individuare tutte quelle azioni correttive che riescano ad evitare la degenerazione della crisi in dissesto. In particolare, il Legislatore ha cercato di individuare specifiche responsabilità in capo all'imprenditore e agli organi di *governance* e controllo attraverso la predisposizione di funzioni circa l'identificazione tempestiva della crisi. Tra queste sono degne di nomina le modifiche all'art. 2086 c.c., con le quali viene enfatizzato l'obbligo in capo all'imprenditore di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile il più adeguato possibile al fronteggiamento e alla rilevazione tempestiva di un'eventuale situazione di crisi.

Il presente elaborato è strutturato in quattro capitoli e, in particolare, il primo capitolo andrà ad introdurre il concetto di crisi aziendale, analizzandolo sia dal punto di vista economico che giuridico; si andranno poi ad evidenziare tutte le possibili cause dalle quale essa può scaturire e il percorso evolutivo della stessa.

Il secondo capitolo si occuperà di descrivere i diversi modelli di previsione della crisi d'impresa, soffermandosi principalmente sull'analisi di bilancio. In particolare, il bilancio d'esercizio rappresenta un'importante fonte di informazioni utili ai soggetti sia interni (*shareholders*) che esterni all'azienda (*stakeholders*). Queste informazioni sono rappresentate da quozienti e margini ottenuti dalle voci

di bilancio più importanti e dai quali si possono effettuare considerazioni importanti circa la situazione reddituale, patrimoniale e finanziaria dell'azienda.

Il terzo capitolo verterà principalmente sull'analisi degli indicatori di crisi precedentemente introdotti dal CCI, i quali attualmente non vengono più contemplati al suo interno, ma che comunque rimangono il principale punto di riferimento per la maggior parte delle imprese. Sempre nello stesso capitolo si procederà a descrivere le varie fasi da affrontare prima di poter affermare la presenza di una significativa situazione di crisi e i successivi obblighi di segnalazione da parte dei soggetti qualificati, i quali scattano al mancato rispetto di determinati requisiti.

Nel quarto ed ultimo capitolo del presente elaborato si andrà a descrivere la modalità di ottenimento degli indici settoriali previsti dal CNDCEC. Successivamente si procederà con una dettagliata esposizione di eventuali metodologie di manipolazione, siano esse legali o illegali, delle poste di bilancio volte a «modificare» i valori degli indici della crisi e, di conseguenza andando ad offrire un'immagine migliore della situazione dell'azienda agli occhi degli *stakeholders*, i quali assumono decisioni principalmente in virtù dell'immagine stessa e della reputazione aziendale. Il *focus* sarà rivolto prevalentemente sulle voci di bilancio che vanno a comporre gli indici settoriali in questione.

CAPITOLO 1 - LA CRISI D'IMPRESA: CONCETTI INTRODUTTIVI, EVOLUZIONE E CAUSE

1.1 LA CRISI AZIENDALE

1.1.1 Considerazioni introduttive

L'azienda viene definita dall'art. 2555 del Codice civile come «*complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*». Tuttavia, tale definizione tiene conto solamente dell'aspetto statico dell'impresa, senza considerare né l'insieme delle attività che l'organismo economico svolge per raggiungere i propri fini, né le persone che sono parte del complesso aziendale.

In economia aziendale, l'azienda viene vista come un istituto economico duraturo, un insieme ordinato di fenomeni collegati e coordinati tra di loro, che formano un sistema¹, il quale è volto al conseguimento di uno scopo comune. Essa viene considerata come un sistema dinamico, complesso e aperto, in virtù delle molteplici e continue interrelazioni che si vengono ad instaurare con altri sistemi

¹ Per ulteriori approfondimenti sul concetto di sistematicità delle aziende si veda: A. Amaduzzi., *L'azienda nel suo sistema e nell'origine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1963.

esterni², i quali sono quindi in grado di influenzare le decisioni, le mosse e le funzioni dell'azienda.

L'ambiente esterno³ viene definito come lo spazio aperto che comprende tutti quei fattori, quelle influenze e quegli eventi che hanno un'influenza significativa sulle prestazioni, la redditività, la reputazione e la sopravvivenza dell'impresa, in quanto non sottoposti al controllo della stessa. Esso costituisce una fonte di incertezza e di minaccia per l'azienda, ma allo stesso tempo anche un'opportunità per lo sviluppo della stessa⁴. È per tale motivo che ogni azienda, ai fini del suo continuo funzionamento, deve agire, reagire e adeguarsi in base a tali fattori.

Detto ciò, appare chiaro che azienda ed ambiente risultano tra essi fortemente interconnessi, tanto che le dinamiche che intervengono in uno sono destinate a ripercuotersi inevitabilmente sull'altro.

Tuttavia, da un lato si è assistito, nell'ultimo lustro, ad un passaggio da ambienti stabili e prevedibili ad ambienti dinamici, turbolenti e imprevedibili, caratterizzati sempre di più da una crescente incertezza. L'imprenditore si trova

² F. Fontana, M. Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill Education, 2017.

³ Per approfondimenti sulla composizione dell'ambiente esterno si veda M. Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill Education, 2017.

⁴ E. Giannessi considera l'azienda come «una unità elementare dell'ordine economico-generale, dotata di vita propria e riflessa, costituita da un sistema di operazioni, promanante dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, nel quale i fenomeni della produzione, della distribuzione e del consumo vengono predisposti per il conseguimento di un determinato equilibrio economico, a valere nel tempo, suscettibile di offrire una remunerazione adeguata ai fattori utilizzati e un compenso, proporzionale ai risultati raggiunti, al soggetto economico per conto del quale l'attività si svolge».

quindi ad operare in un condizioni di turbolenza e dinamicità elevate e alla ricerca di un equilibrio, il quale risulta sempre mutevole, mai stabile e definitivo. Dall'altro lato, sappiamo che l'azienda è caratterizzata da elementi di rigidità, vale a dire la struttura aziendale in sé. Questi elementi generano un'inerzia nei continui e tempestivi adattamenti che l'impresa deve attuare nei confronti dei cambiamenti esterni, provocando dei rischi per la stessa. Tali rischi fanno sì che l'azienda si trovi ad operare in un sistema nel quale situazioni di crisi risultano fisiologiche.

1.1.2 Concetto di crisi: un inquadramento teorico

Nel corso degli anni, gli studi che hanno dedicato il loro tempo al tema delle «crisi» hanno sempre dato per ovvio il suo significato, dando minore enfasi alla definizione completa di tale fenomeno. È importante rilevare fin d'ora che la crisi è un fenomeno che appare spesso come conseguenza dell'inadeguatezza dei modelli organizzativi, strategici e di gestione di un'azienda. Alcuni studiosi la vedono invece, come accennato in precedenza, la conseguenza di un adattamento all'ambiente esterno inadeguato o non tempestivo; altri come un problema derivante dalla carenza di flessibilità, di creatività e fantasia o, ancora, come un importante degrado delle risorse immateriali. Si tratta quindi di un fenomeno ricorrente, ma allo stesso tempo un fenomeno possibile da prevedere e da risolvere, se affrontato in maniera tempestiva, cioè prima che abbia prodotto danni difficilmente riparabili.

In particolare, il termine «crisi d'impresa» può essere definito come la condizione in cui l'impresa, a seguito delle perdite economiche continue e reiterate⁵, si trova a dover affrontare carenze di cassa, perdite di quote di mercato e di fiducia da parte degli *stakeholders*, distruzione di beni immateriali, con la possibilità di una rilevante, o in alcuni casi anche totale, caduta del valore del capitale economico⁶ e il conseguente rischio della propria sopravvivenza. Si tratta di un evento improvviso e di particolare gravità in grado di danneggiare la reputazione e l'immagine aziendale, nonché la posizione competitiva dell'azienda.

Un concetto assimilabile alla crisi è quello di «incertezza», intesa come fattore dal quale origina la crisi, in quanto legata al concetto di rischio, ma anche come fattore che può far evolvere più o meno rapidamente la crisi. Questa incertezza, tuttavia, può dar luogo a dei cambiamenti negativi, nel momento in cui vengono a generarsi delle difficoltà per l'impresa, o positivi, in caso di un importante cambiamento o inizio che può garantire successi futuri. Infatti, secondo un'importante dottrina, crisi e successo seguono percorsi simili. Il successo viene originato grazie all'eccellenza di determinate aree aziendali, ma concretamente si realizza solamente se questa condizione si diffonde progressivamente a tutte le

⁵ Perdite economiche, intese come perdite di redditività e di valore che successivamente sfoceranno in gravi e crescenti ripercussioni sui flussi finanziari.

⁶ Il capitale economico è inteso come «*la capacità dell'impresa di generare reddito in futuro*»; di conseguenza, siamo di fronte ad una condizione di crisi nel momento in cui l'impresa perde la propria capacità di generare reddito.

altre. Allo stesso modo anche la crisi ha origine all'interno di specifiche aree e si diffonde in maniera più o meno veloce all'interno di tutto il sistema aziendale.

1.1.3 Cenni alla Teoria del Valore

Si è visto come è difficile dare una definizione esaustiva di crisi aziendale. A questo scopo, ci viene in aiuto la definizione di crisi proposta in passato dall'economista e accademico italiano Luigi Guatri in termini di «Teoria del Valore»⁷. Secondo quest'ultima, l'obiettivo fondamentale dell'impresa è quello di creare nuovo valore, inteso come un aumento del valore del capitale economico, in modo da poter monitorare le *performance* aziendali.

Data l'equazione fondamentale del valore:

$$W = \frac{R}{i}^8$$

dove:

- W è il valore dell'impresa, inteso come capitale economico;
- R è il reddito medio «normale» atteso che l'azienda è in grado di produrre stabilmente;
- i è il tasso di attualizzazione

⁷ Secondo la Teoria del Valore «l'impresa, in economia di mercato, perdura e si sviluppa solo generando nuovo valore: perciò la creazione di valore è la ragione essenziale della sua sopravvivenza a lungo termine».

⁸ La formula viene presentata qui prendendo in considerazione il metodo reddituale sintetico perpetuo. Secondo l'impostazione anglosassone, la misurazione del valore è da compiere con il metodo reddituale analitico, che prevede l'attualizzazione dei flussi reddituali per 5-10 anni e del valore finale dell'impresa.

in caso di accrescimenti insufficienti o, ancora peggio, pari a zero o negativi l'azienda non è in grado di perseguire il suo obiettivo di auto-generazione di valore nel tempo e si può giungere al momento in cui la sua sopravvivenza inizia ad essere in pericolo.

1.2 DECLINO E CRISI: DUE CONCETTI STRETTAMENTE COLLEGATI TRA LORO

1.2.1 Definizione di «declino» e di «crisi»

Il concetto di «crisi», rispetto a quello di «declino», ha avuto in letteratura una maggior attenzione. Tuttavia, i due concetti, seppur simili e strettamente collegati tra di essi, necessitano di una distinzione; il riferimento in maniera distinta ai due fenomeni rappresenta un valido per avere un'analisi più approfondita circa il fenomeno della «crisi».

L'introduzione della Teoria del Valore appare un'essenziale punto di partenza per dare una definizione più approfondita di «declino». Abbiamo detto che secondo la Teoria del Valore l'obiettivo principe dell'impresa è quella dell'accrescimento del valore del capitale economico (o di mercato) in un determinato periodo di tempo. Riprendendo la formula del valore $W = \frac{R}{i}$, se la misura di *performance* da essa ottenuta dà come risultato un aumento insufficiente,

ma anche nullo o negativo, allora l'azienda si troverà di fronte ad una situazione di declino.

Il «declino» può essere collegato ad una *performance negativa in termini di variazione di valore*⁹; in particolare, esso è caratterizzato dalla distruzione di valore nel tempo ossia dalla riduzione del capitale economico a causa del deterioramento dei flussi di cassa attuali e prospettici¹⁰. L'azienda non crea valore, ma lo distrugge, da un lato nei confronti di quei soggetti che sono coinvolti nell'attività aziendale (*stakeholders value approach*), dall'altro nei confronti degli azionisti, per i quali il valore viene percepito attraverso i dividendi (*shareholders value approach*)¹¹. È necessario, tuttavia, che tale «distruzione» di valore sia sistematica ed irreversibile, e che quindi risulti inapplicabile ogni tentativo di risanamento o di ristrutturazione; solo in questo caso si può propriamente parlare di declino¹². Esso rappresenta, in definitiva, la fase intermedia tra una situazione positiva e la crisi aziendale, che si manifesta attraverso un progressivo deterioramento della vitalità aziendale, la quale provoca a sua volta l'erosione dell'equilibrio aziendale e le condizioni della crisi.

Il declino è una fase di grande interesse, alla base del nuovo concetto di «gestione del rischio di crisi»: la sua analisi permette di agire in modo tempestivo

⁹ L. Guatri, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995.

¹⁰ Appare chiaro che un'impresa si trova in una situazione di declino nel momento in cui perde valore nel tempo.

¹¹ A. Rappaport, *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, New York, 1998.

¹² Perdite di flussi reddituali causate da eventi transitori o straordinari non rappresentano necessariamente una situazione di declino.

ed identificare in maniera efficiente eventuali sintomi di crisi, nonché le misure correttive più appropriate da adottare per evitarne la degenerazione. In conclusione, il declino si trasforma in crisi nel momento in cui l'incapacità di produrre reddito da parte dell'azienda e il progressivo deterioramento delle *performance* aziendali «esplode» all'esterno, divenendo irreversibile senza interventi efficaci¹³.

La «crisi» è quindi considerata, sotto quest'ottica, uno sviluppo ulteriore del declino, o ancora meglio, rappresenta la fase conclamata ed esternamente rappresentata del declino, la quale può condurre successivamente alla cessazione dell'attività da parte dell'impresa, nel caso in cui l'equilibrio aziendale venisse giudicato ormai compromesso¹⁴. In sintesi, possiamo affermare che il concetto di crisi è legato ad un'ulteriore degenerazione del declino e corrisponde ad uno stato di grave instabilità, dovute alle reiterate e significative perdite economiche con pesanti ripercussioni sui flussi finanziari.

Queste prime considerazioni rappresentano solamente una parte del più complicato processo evolutivo della crisi nel quale può incorrere ogni azienda.

¹³ Ritroviamo tra questi, in primo luogo gli interventi dei vari *stakeholders*, intesi, secondo la loro accezione più ampia, non solo come portatori di capitale ma anche come creditori.

¹⁴ Questo non sempre accade, in quanto è possibile applicare diverse forme di *turnaround*.

1.2.2 Sviluppi delle fasi negative nella vita delle imprese: il percorso evolutivo della crisi

La vita di ogni azienda è un continuo e costante alternarsi di fasi positive e di fasi negative, di successi e insuccessi. Inoltre, negli ultimi anni sono state molte le situazioni di crisi dovute alle fasi negative che l'intero sistema ha dovuto affrontare e questo ha portato ad una normalizzazione del fenomeno, non più considerato come evento straordinario. È quindi sempre più corretto affermare che le crisi aziendali sono ormai componenti permanenti nel ciclo di vita delle aziende. Questa continua alternanza può avere natura:

- ciclica o temporale, le aziende affrontano alti e bassi ad un ritmo periodico, consapevoli del fatto che dopo la fase negativa ci sarà quella positiva. A fronte di tale avvicendamento, è essenziale che l'azienda si prepari per tempo e individui gli strumenti necessari per affrontare la fase negativa in modo tale da poter reggere il periodo negativo; queste considerazioni valgono principalmente per le aziende sufficientemente robuste. Nel caso di imprese non sufficientemente robuste, queste potrebbero non essere in grado di affrontare tale fase negativa e di tornare alla normalità e, nella peggiore delle ipotesi, cessa la propria attività;
- strutturale, qui viene coinvolto il sistema azienda nel suo complesso e le ragioni dell'insuccesso potrebbero celarsi all'interno dell'azienda da molto tempo. In questo caso, il mancato riconoscimento della circostanza in

divenire, o un riconoscimento inefficace e non tempestivo, può comportare l'«esplosione» all'esterno, in maniera improvvisa ed inattesa, di tali cause.

Soffermandoci sulle fasi negative di natura strutturale, queste sono precedute generalmente da dei segnali premonitori¹⁵, sinteticamente tradotti sotto i termini di decadenza (di tipo qualitativo) e squilibri (di tipo quantitativo), i quali vengono considerati dagli studiosi «motivi di propensione al declino ed alla crisi». Questi sintomi entrano a far parte della vita aziendale in maniera silenziosa e si intensificano progressivamente fino a trapelare all'esterno con intensità differenti¹⁶.

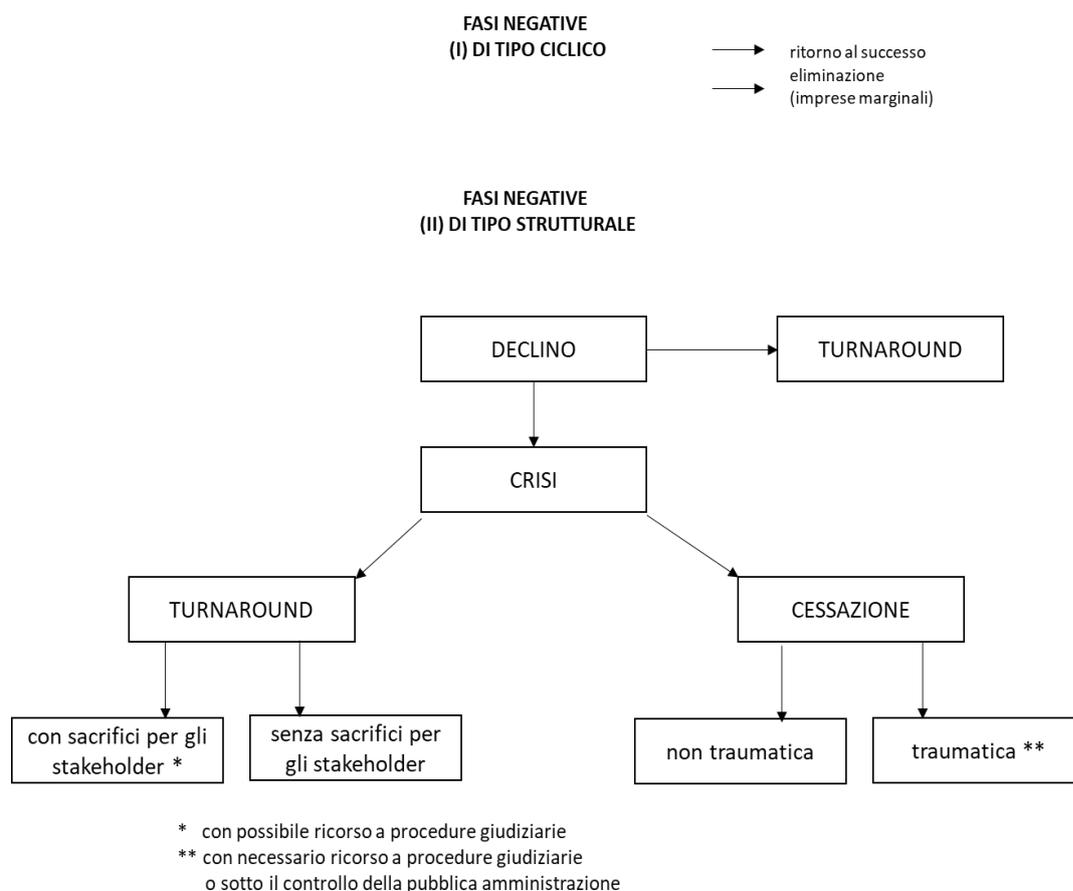
In questi casi, l'insuccesso dell'impresa si trasforma in «declino» che, solo una volta raggiunta una certa intensità, si tramuta a sua volta in «crisi». Infatti, non sempre vi è il passaggio diretto da declino a crisi; vi è la possibilità per l'azienda di avviare processi di recupero e di ristrutturazione, indicati generalmente con il termine di *turnaround*, senza degenerare in una crisi. Altre volte, decadenza e squilibri possono raggiungere un'intensità tale da non consentire all'impresa di contrastare il declino e sfociare in un vero e proprio stato di crisi; quest'ultima,

¹⁵ In assenza degli stessi, la fase negativa viene solitamente caratterizzata sia dal verificarsi metodico e irreversibile di flussi reddituali negativi, sia da una riduzione sistematica dei flussi reddituali positivi la capacità reddituale dell'azienda si deteriora, sommandosi all'incapacità di raggiungere gli obiettivi prefissati, oltre a generare una riduzione del valore del capitale economico

¹⁶ L. Guatri, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995. Questo peggioramento, afferma l'autore, è dovuto principalmente alla «tradizionale riluttanza degli imprenditori e dei manager a rendersi consapevoli e soprattutto a trarne le necessarie e spesso urgenti conseguenze».

sappiamo poter essere affrontata in maniera efficace dall'impresa, attraverso il cd. *turnaround*¹⁷, o meno¹⁸.

Figura 1.1 *I possibili sviluppi delle fasi negative nella vita delle imprese.*



Fonte: L. Guatri, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995, pag. 17.

¹⁷ Il processo di *turnaround* può avvenire attraverso la richiesta o meno di sacrifici da parte degli *stakeholders* (detentori di capitale di rischio, banche e altre istituzioni finanziarie, fornitori, clienti, *manager*).

¹⁸ In questo secondo caso si ha la cessazione, in maniera traumatica o meno, dell'attività aziendale.

1.2.3 Gli stadi della crisi

Secondo diversi studi, la crisi viene considerata una manifestazione di tipo patologico, la quale può seguire un percorso suddiviso in quattro stadi. All'origine vi sono squilibri ed inefficienze, di origine interna od esterna (primo stadio); se ciò perdura, si ha come conseguenza la produzione di perdite (secondo stadio). La fase successiva è caratterizzata dall'insolvenza, cioè l'incapacità di fronteggiare gli impegni assunti (terzo stadio). Infine, lo stadio finale del dissesto è contraddistinto dall'incapacità permanente dell'attivo di fronteggiare il passivo (quarto stadio).

Ma andiamo a descrivere questo percorso in maniera più dettagliata. In particolare, i primi due stadi si riferiscono al declino dell'azienda, mentre gli ultimi due attengono esclusivamente alla crisi vera e propria. Questi si distinguono in:

- «incubazione», rappresenta il primo stadio della crisi e si manifesta principalmente attraverso i segnali di decadenza e squilibrio, che solitamente avviano il declino. I sintomi di decadenza possono essere individuati attraverso dei fenomeni cd. «interni» all'azienda¹⁹, tra i quali ritroviamo, prima fra tutti, la perdita di redditività, alla quale vengono aggiunti la negatività dei flussi di cassa, la diminuzione delle vendite, un forte aumento della posizione debitoria e riduzione della liquidità, vale a

¹⁹ Gli studiosi che hanno dato origine a tali indicazioni prescindono dai fattori macroeconomici e settoriali e sono consci del loro significato puramente indicativo e dell'impossibilità di stilare elenchi dotati di validità universale. Nonostante ciò, tale elencazione è percepita come dotata di una certa utilità pratica anche se, per quanto allungata e dettagliata sia, non sarà mai completa.

dire un deterioramento della struttura finanziaria, con conseguente peggioramento dei rapporti con la comunità finanziaria e con i fornitori; si aggiungono poi perdite di quote di mercato, l'aumento delle perdite su crediti, l'abbandono da parte di *manager* importanti e di personale altamente qualificato e la successiva carenza di capacità strategiche. Per quanto riguarda i sintomi di squilibri aziendali, questi possono essere misurati attraverso l'utilizzo di particolari indicatori. Tuttavia, la trattazione di questi indici verrà rinviata al capitolo successivo;

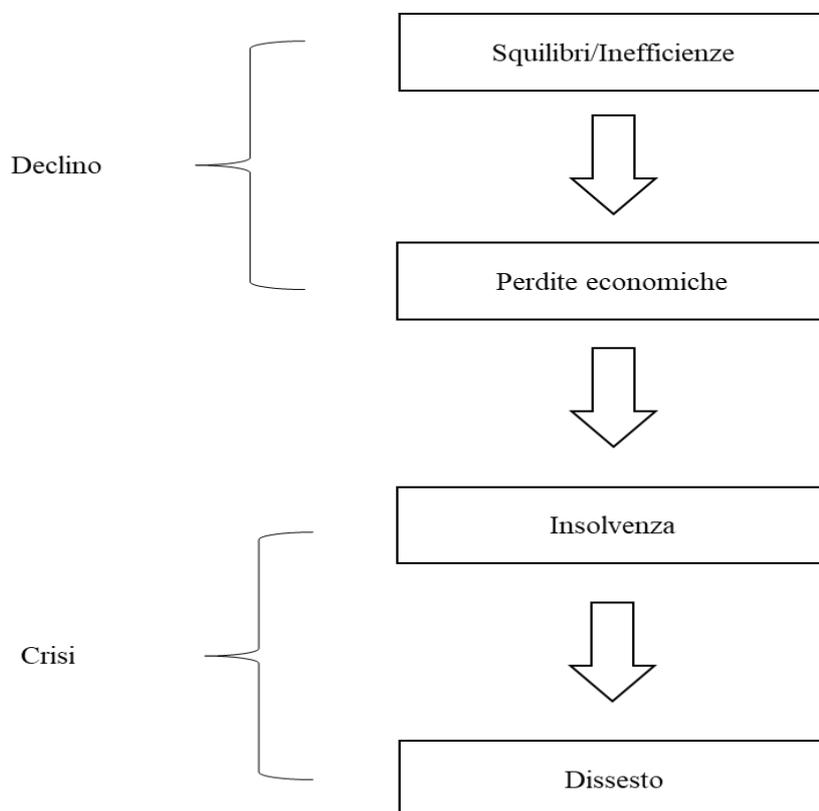
- «maturazione del declino», essa rappresenta il secondo stadio della crisi e si concretizza principalmente attraverso perdite di redditività e di valore del capitale economico. L'insufficiente creazione di valore, o peggio, la sua distruzione rappresentano dei chiari sintomi di squilibrio aziendale e quando, superate certe soglie, diventano l'espressione vera e propria del declino, nonché la misura più attendibile della sua intensità;
- il terzo stadio è quello dell'«insolvenza» e rappresenta il momento in cui l'azienda si trova in uno stato di incapacità di far fronte, entro la scadenza, ai propri impegni finanziari utilizzando il flusso di liquidità di cui dispone. Infatti, le perdite economiche e di valore individuate nello stadio precedente, se permangono nel tempo, si traducono in gravi ripercussioni sui flussi di liquidità, comportando il loro azzeramento e, addirittura, la loro

negatività. Questo causa conseguentemente una perdita di credito, oltre che una diminuzione dell'affidabilità dell'azienda;

- il quarto ed ultimo stadio, nonché quello più grave, è rappresentato dal «dissesto». Questo è considerato come una condizione di squilibrio patrimoniale permanente, in cui le attività non permettono di garantire il rimborso dei debiti²⁰, e caratterizzato dalla presenza di forti perdite, totale assenza di solvibilità e da una capitalizzazione negativa. Più precisamente, il rapporto attivo/passivo risulta essere così squilibrato da escludere ogni possibilità di capitale netto residuo, anche minimo. Alcuni studi hanno dimostrato la propensione delle aziende a comunicare all'esterno una situazione economico-finanziaria e patrimoniale alterata, andando a manipolare alcune voci di bilancio. Alcuni brevi esempi possono essere, il ritocco di componenti negative di reddito attraverso la riduzione degli ammortamenti, delle quote dei fondi rischi che sono state accantonate nel tempo o, viceversa, andando ad aumentare le componenti positive di reddito. È in questo modo che nascondono così la reale situazione dell'azienda, arrivando al momento in cui si ha la sua irreversibilità.

²⁰ È importante precisare che il dissesto non deve essere confuso con l'insolvenza. Quest'ultima potrebbe non protrarsi nel tempo se l'azienda fosse in grado di disporre delle liquidità necessarie per far fronte ai propri debiti (attraverso l'utilizzo di riserve di liquidità o lo smobilizzo di beni). Il dissesto rappresenta invece una situazione permanente, non risolvibile senza il ricorso a procedure concorsuali, o senza la disponibilità dei creditori ad eliminare parte dei loro crediti.

Figura 1.2 I quattro stadi della crisi d'impresa



Fonte: L. Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1986.

Un'ulteriore interpretazione effettuata da Kiyonari descrive il percorso di degradazione della crisi in quattro fasi, quali:

- fase di pre-crisi, detta anche fase preliminare, caratterizzata da segnali premonitori dell'indebolimento dell'impresa (diminuzione della capacità competitiva, di fedeltà della clientela e verso le istituzioni bancarie e finanziarie, della reputazione, della produttività);

- fase acuta, che rappresenta il momento decisivo, inteso come la possibilità di passaggio dal semplice declino (temporaneo) alla crisi vera e propria; solo in questa fase la crisi risulta reversibile²¹;
- fase cronica, dove le continue e reiterate perdite reddituali intaccano negativamente i flussi finanziari dell'azienda; in questa fase l'impresa versa ormai in una situazione di crisi patologica ed è quasi impossibile sopravvivere;
- fase risolutiva, considerata quel momento in cui la crisi diventa a tutti gli effetti irreversibile; è proprio a questo punto che ogni intervento di risanamento risulta vano e l'impresa è destinata a «morire».

1.3 TIPOLOGIE E CAUSE DEL DECLINO E DELLA CRISI

1.3.1 Premessa

Non è cosa nuova che la crisi venga considerata da tutti come un fenomeno complesso; questo deriva principalmente dalla difficoltà nella comprensione delle svariate cause che possano far insorgere uno stato di crisi. Ci sono sostenitori secondo i quali le cause del declino e della crisi derivino da eventi negativi ad alta intensità originati da errori del passato; di conseguenza, le sue cause avranno

²¹ In questa fase risultano necessari interventi di risanamento e di ristrutturazione.

manifestazione solamente nel momento in cui l'impresa si trova a dover affrontare una difficoltà. Altri sostengono invece che la crisi derivi direttamente da un determinato evento.

Ad ogni modo, sappiamo come l'efficace identificazione di queste cause rappresenti un valido strumento per intraprendere delle azioni correttive in maniera tempestiva ed aumentare le probabilità di conservazione dell'impresa in funzionamento. È importante, inoltre, non confondere i sintomi con le cause; se ciò accade, l'imprenditore potrebbe implementare dei semplici interventi correttivi volti a riportare in equilibrio i valori di bilancio, senza però andare a toccare quei fenomeni che sono alla base del sentiero in discesa dell'impresa. Seppur efficaci, tali interventi avranno effetto solo temporaneamente, determinando la degenerazione della situazione con meta finale il dissesto.

L'insorgere dei fenomeni del declino e della crisi risulta difficilmente imputabile ad una singola causa; spesso i fattori dai quali derivano sono molteplici²². Questi si alimentano a vicenda e insieme contribuiscono allo scatenarsi e all'avanzamento della crisi.

Come sappiamo, declino e crisi non sono altro che la conseguenza del progressivo, prima, e accelerato, poi, deterioramento di situazioni di squilibrio e d'inefficienza di origine interna o esterna. Una classificazione semplificata è,

²² Si parla spesso di «microcause».

infatti, quella che distingue tra cause interne ed esterne²³ all'azienda. Riguardo la prima categoria sono quelle che si sviluppano all'interno dell'impresa stessa e riguardano principalmente l'inadeguatezza decisionale del *management*, il personale poco qualificato, la mancanza di un sistema di pianificazione e controllo. Inoltre, possono dipendere dalle caratteristiche stesse dell'azienda, come la sua dimensione²⁴, la rigidità della sua struttura; queste sono considerate come controllabili dall'impresa.

Le cause esterne sono quelle che derivano principalmente dall'incertezza e dalla dinamicità dell'ambiente esterno; in particolare ritroviamo i cambiamenti riguardanti l'ambiente competitivo, il contesto macroeconomico e sociale in cui l'azienda si colloca, la domanda di beni e servizi da parte dei consumatori, nonché gli eventi catastrofici. Sono quindi considerate cause non controllabili dall'azienda perché di natura esogena.

Tuttavia, relativamente alla non controllabilità delle variabili esterne ci sono state diversi pareri contrastanti. Le due tipologie sopra descritte sono caratterizzate da svariati punti di affinità, tanto che molti studiosi sono arrivati ad affermare che la crisi non deve necessariamente dipendere solo da cause interne od esterne, ma

²³ Se ci si sofferma su un'analisi dettagliata delle difficoltà che l'azienda sta affrontando, si riesce ad attribuire la responsabilità di queste a manager, soci e dipendenti (fattore umano interno), oppure ad altri fattori interni o esterni

²⁴ È stato rilevato come imprese di più grandi dimensioni godano di benefici tali da garantire una maggior possibilità di sopravvivenza, quale ad esempio un accesso facilitato al credito; questo non toglie la presenza di svantaggi derivanti dalla loro maggior complessità organizzativa.

dalle interconnessioni di questi fenomeni aventi diversa natura. Un semplice esempio può essere quello del *management* che opta per soluzioni strategiche e operative inadeguate e in disallineamento con i cambiamenti che avvengono all'esterno²⁵. Le cause da tenere sotto controllo dovranno essere identificate dal *management*, sulla base dell'analisi dell'azienda e dei suoi fattori critici di successo da una parte e del suo ambiente competitivo dall'altra.

Occorre quindi affrontare il tema delle cause della crisi in maniera più ampia.

1.3.2 L'approccio soggettivo e oggettivo

Per avere una panoramica migliore delle determinanti dello stato di crisi è possibile ricorrere, non tanto ad una distinzione in diverse categorie, quanto all'utilizzo di due diversi tipi di approcci, uno «soggettivo» e l'altro «obiettivo»²⁶.

Secondo l'approccio «soggettivo» l'unica e vera causa del declino e della crisi è riconducibile al fattore umano, considerato anche come la sola fonte di

²⁵ A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021; Slatter, ha osservato: «*One can, if one wants to, trace virtually all the reasons for declining performance back to "bad management", arguing that it was either poor decisions or inaction on the part of management that was the cause of all the firm's problems. (...) In the 1980s (...) a number of presentations [were] based on the idea that what separated successful businesses from failed businesses were two key features - management and luck*»; Sulla stessa linea Andrea Farinet: «*La crisi non deriva da un cambiamento in quanto tale, ma da una inadeguatezza dei soggetti che di fronte alla variazione di contesto rivelano la loro disfunzionalità, optando per una riproduzione conservativa della realtà esistente. In altri termini, i fattori eccedenti, invece che essere sperimentati nella ricerca dell'innovazione e del vantaggio concorrenziale, vengono depotenziati nel riprodurre staticamente la stessa offerta*».

²⁶ L. Guatri, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995

successo o di fallimento dell'azienda. In particolare, l'enfasi è posta su imprenditori e *manager*, in quanto un'inadeguata direzione dell'azienda rimane sempre una tra le principali cause di declino. Questa «cattiva direzione» deriva da diversi fattori, tra i quali ritroviamo una composizione inadeguata del *management* (composto da persone poco qualificate), un'attività di pianificazione insufficiente, inefficaci controlli effettuati sugli aspetti finanziari dell'azienda, scarso coinvolgimento dei dipendenti nelle decisioni strategiche e operative, errate decisioni di distribuzione dei dividendi e di scelte gestionali, avversione al rischio. Tuttavia, pur con minore responsabilità rispetto alla proprietà e al *management*, anche la scarsa formazione e motivazione, nonché la mancanza di una cultura organizzativa condivisa e accettata da tutte le altre risorse umane dell'azienda sono considerati fattori generatrici di una possibile situazione di declino. La conclusione di questo approccio è che con l'eliminazione dei soggetti considerati inadatti e incompetenti ci sarà inevitabilmente anche la possibilità di sottrarsi alla crisi.

L'approccio «oggettivo» cerca in qualche modo di integrare la visione del precedente approccio²⁷, in quanto afferma che situazioni di declino e crisi possono dipendere anche da forze ed eventi che riescono a sfuggire al dominio dei soggetti aziendali, in quanto incontrollabili dagli stessi. Tra i vari esempi che si possono fare

²⁷ Infatti, l'approccio soggettivo è considerato incompleto e non abbastanza efficace per descrivere un fenomeno assai più complesso, quale quello della crisi.

vi sono la contrazione della domanda, l'inflazione e molti altri. In particolare, vengono individuati cinque principali tipologie di declino e di crisi:

- «da inefficienza», intesa come inefficienza relativa in quanto si concretizza nella situazione in cui una o più aree dell'azienda (ad esempio area produttiva, commerciale, amministrativa, finanza) svolgono i processi di loro competenza con costi più elevati o con profitti minori rispetto a quelli dei *competitors*²⁸;
- «da sovracapacità/rigidità», si verifica quando si ha la capacità produttiva dell'azienda eccede la possibilità di assorbimento da parte dei mercati di sbocco e conseguente «spreco» di costi fissi. Questa eccedenza deriva principalmente da una riduzione della domanda o da perdite di quote di mercato protratte nel tempo²⁹;
- «da decadimento dei prodotti e/o da carenze ed errori di *marketing*», dove il primo dipende da una contrazione reiterata del margine di contribuzione, dall'assenza di innovazioni e aggiornamenti di prodotti, qualità e affidabilità inadeguata; il secondo dipende invece da errori che riguardano le scelte dei

²⁸ Le cause possono essere ricondotte a possesso di strumenti produttivi e tecnologie di processo obsoleti, manodopera inesperta, eccessivi processi burocratici, disallineamento tra costi di *marketing* e risultati effettivamente raggiunti, sistema informativo inefficace e poco tempestivo, ottenimento di finanziamenti insufficienti rispetto al fabbisogno finanziario.

²⁹ È necessario qui distinguere tra imprese forti, le quali possono attenuare o annullare la contrazione della domanda attraverso un aumento della quota di mercato, e imprese deboli, le quali sono soggette oltre che ad una minor domanda dei propri beni anche ad una riduzione delle quote di mercato.

mercati e dei segmenti di clientela da offrire, nonché da un peggioramento dell'immagine dell'impresa o del marchio e da costi di *marketing* eccessivi;

- «da carenze di programmazione/innovazione», la prima intesa come incapacità dell'impresa di prevedere i contesti di mercato futuri, di adattare in maniera tempestiva e adeguata l'attività gestionale alle turbolenze esterne, di coinvolgere il *management* ed il personale aziendale nella gestione aziendale; la seconda riguarda prevalentemente la scarsa propensione all'attività di Ricerca e Sviluppo, con la conseguente assenza di nuove idee, nuovi prodotti, nuove tecnologie di processo/prodotto. Un'attività di ricerca di nuove idee consente infatti all'impresa di mantenere nel tempo un elevato livello di produttività e di efficienza;
- «da squilibrio finanziario/patrimoniale». Lo squilibrio finanziario va analizzato nel lungo periodo e deriva principalmente dall'aumento insostenibile dei debiti contratti, i quali non possono essere coperti dalle entrate finanziarie a disposizione dell'azienda; fa quindi riferimento ad uno sbilanciamento tra mezzi di terzi rispetto a quelli propri e un conseguente *leverage* elevato, ad un fin troppo elevato indebitamento a breve termine rispetto a quello a medio/lungo termine, alla scarsità o inesistenza di riserve di liquidità. Questo genera a sua volta un'altra tipologia di squilibrio, definito patrimoniale, il quale viene associato alla scarsità di capitale proprio e di riserve rispetto al totale dei debiti e dell'attivo; questa mancanza

di mezzi propri non consente all'azienda di assorbire eventuali perdite economiche, aumentando le probabilità di una crisi. Lo squilibrio finanziario/patrimoniale è considerato la tipica causa della crisi aziendale, in quanto è propedeutico al dissesto economico³⁰.

1.4 IL NUOVO CODICE DELLA CRISI D'IMPRESA E DELL'INSOLVENZA

1.4.1 Definizione giuridica di crisi

Fino ad ora abbiamo identificato la crisi secondo un aspetto prettamente economico e aziendalistico, il quale si focalizza sulla Teoria del Valore e quindi sull'incapacità dell'impresa di creare nuovo valore, inteso sempre come un accrescimento del valore del capitale economico. Questa definizione, ad oggi, è considerata la più utile dal punto di vista gestionale, ma difficilmente trova efficace applicazione in contesti giuridici. Appare pertanto utile dare una definizione giuridica di crisi.

L'art. 2 del nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (in seguito «CCI»), entrato definitivamente in vigore il 15 luglio 2022, intende la crisi da un

³⁰ A tal riguardo, è necessario precisare che l'incremento degli oneri finanziari conseguente all'elevato indebitamento è considerato il primo sintomo di peggioramento delle condizioni economiche della gestione aziendale.

punto di vista prospettivo e la definisce come «*lo stato del debitore*³¹ *che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi*»³². La situazione di insolvenza viene identificata, invece, come «*lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni*».

Quindi, dal punto di vista giuridico, la crisi si ha quando si genera insolvenza del debitore e sorge la questione giuridica circa il trattamento e la tutela dell'interesse dei creditori che potrebbe essere messa a rischio dalla cessazione dell'attività. Dal punto di vista economico, invece, si parla di crisi quando l'impresa non riesce a raggiungere l'obiettivo di medio/lungo periodo di mantenimento/creazione di nuovo valore. Tuttavia, i due modi di intendere la crisi sono allo stesso tempo strettamente collegati in quanto l'incapacità dell'azienda di saldare i propri debiti non è altro che la chiara conseguenza delle continue e reiterate perdite economiche. Inoltre, questo ci permette di distinguere fra due tipi di crisi, finanziaria e industriale. Quest'ultima è considerata un «avvertimento», ma si ha

³¹ Secondo l'art. 1 del CCI il debitore viene inteso come «*imprenditore che eserciti, anche non a fini di lucro, un'attività commerciale, artigiana o agricola, operando quale persona fisica, persona giuridica o altro ente collettivo, gruppo di imprese o società pubblica, con esclusione dello Stato e degli enti pubblici*».

³² La seguente definizione è aggiornata al d.lgs. 17 giugno 2022 n. 83.

rilevanza a livello giuridico solamente quando si presentano delle manifestazioni finanziarie che poi sfociano in insolvenza³³.

1.4.2 Le novità introdotte dal CCI: cenni

Il sopracitato CCI ha riformato la Legge Fallimentare del 2005 con il principale scopo di consentire una *early warning* (precoce rilevazione) dello stato di crisi per l'impresa in modo da cercare di garantire la continuità aziendale. Una diagnosi tempestiva è, infatti, considerata come un elemento necessario sia per prevedere e risolvere eventuali crisi temporanee (prima che diventi impossibile). A tal fine, una delle novità introdotte dal CCI è l'introduzione di una procedura di composizione negoziata per la risoluzione della crisi, sancita dall'art. 12, il quale afferma che «*L'imprenditore commerciale e agricolo può chiedere la nomina di un esperto³⁴ al segretario generale della camera di commercio, industria, artigianato e agricoltura nel cui ambito territoriale si trova la sede legale dell'impresa, quando si trova in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza e risulta ragionevolmente perseguibile il risanamento dell'impresa [..]*». Tale novità rappresenta una misura di sostegno nel processo di risanamento per tutte le imprese in condizioni di difficoltà che,

³³ Ne consegue che la definizione giuridica di crisi è meno ampia di quella economica, in quanto tiene conto solo della manifestazione dell'insolvenza, considerata come la fase finale.

³⁴ Sempre l'art. 2 CCI nel comma 2 afferma che «*L'esperto agevola le trattative tra l'imprenditore, i creditori ed eventuali altri soggetti interessati, al fine di individuare una soluzione per il superamento delle condizioni di cui al comma 1, anche mediante il trasferimento dell'azienda o di rami di essa*».

soprattutto dopo la pandemia da Covid-19, cercano di tornare ad essere competitive nel minor tempo possibile. Tuttavia, l'istituto della composizione negoziata delle crisi non sarà oggetto di approfondimento nel presente elaborato.

Il CCI enfatizza, quindi, l'importanza della rilevanza tempestiva della situazione di difficoltà dell'impresa e la presenza di strumenti idonei a farvi fronte.

Durante lo svolgimento ordinario della gestione aziendale, vi deve essere:

- una costante valutazione dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo;
- il continuo monitoraggio dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa, in modo prospettico al fine di rilevare l'esistenza di fondati indizi di crisi.

Riguardo il primo punto, il CCI ha richiamato, all'interno del proprio art. 3, il comma 2 dell'art. 2086 c.c.³⁵ stabilendo che *«L'imprenditore individuale deve adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e assumere senza indugio le iniziative necessarie a farvi fronte»* e continua poi con il comma 2 sancendo che *«L'imprenditore collettivo deve istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato ai sensi dell'articolo 2086 del Codice civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e dell'assunzione di idonee iniziative»*.

³⁵ L'art. 2086 c.c., comma 2, sancisce l'obbligo per le società di *«istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale»*.

Per assetto organizzativo si intende l'insieme delle disposizioni e procedure operative atte a garantire che lo svolgimento della gestione in condizioni di equilibrio, in funzione del raggiungimento degli obiettivi definiti in sede di pianificazione, in conformità a quanto previsto da leggi, regolamenti e statuti. Sotto il profilo operativo, gli imprenditori sono, dunque, obbligati ad organizzarsi in modo da essere in grado di rilevare tempestivamente la crisi. È bene precisare che tale obbligo si rivolge a tutte le imprese e non solo a quelle in crisi³⁶.

A tal riguardo, da quanto si evince dalla sentenza del 19 gennaio 2022 del Tribunale di Cagliari, nel momento in cui il Collegio Sindacale dichiara gravi irregolarità nella gestione da parte dell'Organo Amministrativo, il tribunale ha il potere di disporre l'obbligo all'amministratore di adottare un assetto amministrativo, organizzativo e contabile «adeguati», con l'ulteriore nomina di un amministratore giudiziario incaricato di esprimersi sull'effettiva adeguatezza delle misure espressive degli assetti predisposti³⁷. In particolare, un assetto organizzativo è considerato, dalle norme di comportamento emanate dal CNDCEC, «adeguato» quando presenta determinati requisiti, tra i quali la redazione di un organigramma (e funzionigramma) aziendale, un manuale delle procedure amministrative e

³⁶ In quanto non sussiste più una distinzione netta tra diritto dell'impresa *in bonis* e diritto della crisi ma vi è un'unione di regole che si basa sui seguenti assunti:

- la crisi rappresenta un fatto fisiologico della vita dell'impresa e non la sua fase terminale;
- la crisi è tanto più gestibile e superabile, in un'ottica anche di preservazione della continuità aziendale, quanto più tempestivamente si intervenga.

³⁷ Tribunale di Cagliari, 19 gennaio 2022, Pres. Tamponi, Est. Caschili, *Decreto di nomina amministratore giudiziario nel procedimento ex art. 2409 c.c.*

contabili che assicurano l'efficienza e l'efficacia del sistema di controllo e della gestione dei rischi, la presenza di personale con competenze adeguate e che siano a conoscenza delle effettive procedure e direttive aziendali³⁸.

Una volta definito il concetto di «adeguati assetti» e individuata la loro utilità, è possibile concludere con l'introduzione del secondo punto, vale a dire il monitoraggio della situazione economica e finanziaria dell'impresa. Infatti, sempre l'art. 3 precisa che tali assetti, per poter rilevare in maniera tempestiva la possibile emersione di una crisi, devono consentire di:

- rilevare eventuali squilibri di tipo patrimoniale o economico-finanziario;
- analizzare periodicamente la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale, almeno per i dodici mesi successivi.

³⁸ Con riferimento alla sentenza del Tribunale di Cagliari del 19 gennaio 2022, le carenze rilevate sono sotto riportate.

1) Assetto organizzativo:

- organigramma non aggiornato e difetta dei suoi elementi essenziali;
- assenza di mansionario;
- inadeguata progettazione della struttura organizzativa e polarizzazione in capo a una o poche risorse umane di informazioni vitali per l'ordinaria gestione dell'impresa (ufficio amministrativo);
- assenza di un sistema di gestione e monitoraggio dei principali rischi aziendali.

2) Assetto amministrativo:

- mancata redazione di un budget di tesoreria;
- mancata redazione di strumenti di natura previsionale;
- mancata redazione di una situazione finanziaria giornaliera;
- assenza di strumenti di reporting;
- mancata redazione di un piano industriale.

3) Assetto Contabile:

- la contabilità generale non consente di rispettare i termini per la formazione del progetto di bilancio e per garantire l'informativa ai sindaci;
- assenza di una procedura formalizzata di gestione e monitoraggio dei crediti da incassare;
- analisi di bilancio unicamente finalizzata alla redazione della relazione sulla gestione;
- mancata redazione del rendiconto finanziario.

In questo capitolo abbiamo mostrato come la crisi possa seguire un percorso involutivo, con il raggiungimento del dissesto quale ultimo e definitivo atto. Secondo un'ulteriore interpretazione questa situazione può rappresentare, se individuata per tempo, una leva da sfruttare per lo sviluppo ed il cambiamento, con fine ultimo il *turnaround*; è quindi necessario che l'azienda individui adeguate strategie e successivamente attui meccanismi di presidio e di controllo volti al monitoraggio e alla valutazione dell'adeguatezza delle *performance* raggiunte, nonché all'individuazione tempestiva delle esigenze di cambiamento imposte dall'ambiente esterno. Infatti, l'avvento della tecnologia e la digitalizzazione di numerosi *business* hanno richiesto a molte imprese di adattarsi e ridefinire il loro modello di *business* e tutto ciò ha contribuito, ad oggi, ad aumentare la velocità del passaggio da una situazione di normalità ad una di crisi e senza l'emergere di tutti i segnali premonitori. È stato inoltre appurato che le fasi centrali e finali della crisi sono quelle più evidenti, mentre quelle iniziali sono appena accennate e individuare i sintomi premonitori in questo stadio risulta un compito arduo.

È necessario cambiare l'approccio a tale fenomeno, in quanto non si tratta più di un evento straordinario ma, ora più che mai, entra a far parte della quotidianità della vita aziendale. Si parla sempre di più di «prevenzione della crisi» per cercare di cogliere anticipatamente tutti i possibili sintomi al fine di evitare, non solo l'insorgere della crisi stessa, ma anche il successivo dissesto. Le imprese devono essere sempre più in grado di prevenire tale fenomeno e per tale scopo è

possibile avvalersi di strumenti che possono contribuire a segnalare la presenza di sintomi di declino e di disfunzioni in grado di mettere a repentaglio la continuità della gestione. Ci soffermeremo principalmente sull'utilità di uno di questi strumenti, l'analisi di bilancio, la quale si avvale del calcolo di determinati indici, con fine ultimo la previsione di eventuali situazioni di crisi, in modo da permettere al *management* di porre in essere azioni correttive efficaci. Tuttavia, i modelli previsionali e, in particolare l'analisi di bilancio e i suoi indicatori, saranno trattati dettagliatamente nel capitolo successivo.

CAPITOLO 2 – PREVENIRE LA CRISI: L'IMPORTANZA DELL'ANALISI DI BILANCIO

2.1 GARANTIRE LA CONTINUITÀ AZIENDALE IN SITUAZIONI DI CRISI: I DIVERSI MODELLI DI PREVISIONE

2.1.1 La continuità aziendale: concetti giuridici

Prima di descrivere e analizzare i vari strumenti volti a identificare in maniera anticipata la crisi, con particolare riferimento all'analisi di bilancio, dove ci soffermeremo sul calcolo degli indicatori della crisi (la cui elaborazione è stata delegata *ex lege* all'Ordine Nazionale dei Commercialisti e degli Esperti Contabili, con cadenza triennale e successivamente approvati con Decreto dal MISE), è necessario introdurre il concetto di «continuità aziendale».

Nel capitolo precedente abbiamo appurato che quello della crisi è un tema noto alla dottrina e alla prassi professionale sia a livello nazionale che internazionale. Si è inoltre vista l'esistenza di diverse prospettive a seconda che tale fenomeno venga analizzato da un punto di vista giuridico o aziendalistico¹. Il primo

¹A.A.A. Amaduzzi, G. Liberatore, E. Comuzzi, O. Ferraro, «*La valutazione delle aziende in crisi*», Giuffrè, Milano, 2014.

pone maggior attenzione al termine «insolvenza», intesa come la situazione d'incapacità di chi, ormai sovra indebitato, non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. Quindi, fino a quando la crisi aziendale non compromette la solvenza del debitore, essa rimane irrilevante ai fini giuridici; nel momento in cui si determina la condizione di insolvenza del soggetto, solo allora nasce la necessità di trattare la crisi da un punto di vista giuridico². Per i luminari che focalizzano i loro studi sull'azienda, *«un'impresa è in stato di crisi quando mostra la stabile presenza di meccanismi capaci, se non contrastati, di condurre in tempi più o meno brevi a crescenti tensioni finanziarie e quindi all'insolvenza»*. In parole povere, si presenta una negazione delle condizioni necessarie per garantire una prospettiva di «continuità economica» nel lungo periodo, generando una sorta di disordine nelle dinamiche aziendali³. Il concetto di crisi economica è quindi considerato come il fenomeno che può anticipare quello dell'insolvenza.

In presenza di patologie aziendali assume dunque importanza la tempestività nell'individuazione della perdita di continuità aziendale. Non esiste una definizione univoca di tale concetto; essa è un postulato di bilancio previsto sia

² Secondo un punto di vista più ampio, la crisi è considerata anche come l'incapacità dell'impresa di soddisfare le obbligazioni contratte con i propri *stakeholder*, rendendo impossibile una corretta gestione.

³ Guatri definisce tale «crisi operativa» come il fenomeno più pericoloso che porta a determinare *«rovinose perdite economiche e di valore del capitale, con conseguenti dissesti nei flussi finanziari, perdita della capacità di ottenere finanziamenti creditizi per un crollo di fiducia da parte della comunità finanziaria, ma anche da parte dei clienti e fornitori, innescando così, un pericoloso circolo vizioso»*.

dal Codice civile, in particolare dall'art. 2423-bis, comma 1, sia dalle fonti normative secondarie in base alle quali redigere i bilanci d'esercizio, principalmente dall'OIC 11 e dallo IAS 1, paragrafi n.23-24. Il primo sancisce la continuità aziendale come *«la capacità dell'impresa di costruire un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito per un prevedibile arco temporale futuro relativo ad un periodo di almeno dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio»*. Lo IAS 1 nel paragrafo 23, invece, espone che *«nella fase di preparazione del bilancio, la direzione aziendale deve effettuare una valutazione della capacità dell'entità di continuare ad operare come un'entità in funzionamento. Il bilancio deve essere redatto nella prospettiva della continuazione dell'attività a meno che la direzione aziendale non intenda liquidare l'entità o interromperne l'attività»*. È inoltre necessario che i valori iscritti in bilancio si basino sul fatto che l'azienda sia in grado di proseguire la propria attività in condizioni normali⁴ e che non sia necessario ricorrere a procedure concorsuali di varia natura *«in un arco di tempo ragionevolmente prossimo»⁵*. Quindi, la continuità aziendale può essere collegata alla capacità dell'impresa di produrre risultati positivi e generare correlati flussi finanziari in un prevedibile futuro,

⁴ Infatti, l'art. 2423-bis recita che *«la redazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato»*.

⁵ In particolare, il Principio Contabile Internazionale IAS 1 definisce, nel paragrafo 24, come minimo arco temporale i dodici mesi successivi alla data di redazione del bilancio.

garantendo sia un'adeguata remunerazione del capitale di rischio sia la soddisfazione delle aspettative degli stakeholders.

Come ormai noto, in un contesto economico come quello attuale, caratterizzato da estrema incertezza e dinamicità delle *performance* d'impresa, appare sempre più necessario valutare con la massima attenzione il principio del *going concern*. Infatti, durante il trascorso della vita aziendale possono verificarsi svariati eventi in grado di far venir meno l'equilibrio della stessa, generando delle difficoltà alla capacità di «continuare nel tempo»⁶. Non volendo entrare nel

⁶ Il principio di revisione ISA 570 enuncia diversi eventi o circostanze che, individualmente o complessivamente, possono compromettere la continuità aziendale e vengono suddivisi in tre diverse categorie:

1) Indicatori finanziari:

- situazione di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo;
- prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso; oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine;
- indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori;
- bilanci storici o prospettici che mostrano flussi di cassa negativi;
- principali indici economico-finanziari negativi;
- consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività utilizzate per generare i flussi di cassa;
- difficoltà nel pagamento di dividendi arretrati o discontinuità nella distribuzione di dividendi;
- incapacità di pagare i debiti alla scadenza;
- incapacità di rispettare le clausole contrattuali dei prestiti;
- cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori, dalla condizione “a credito” alla condizione “pagamento alla consegna”;
- incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari.

2) Indicatori gestionali:

- intenzione della direzione di liquidare l'impresa o di cessare le attività;
- perdita di membri della direzione con responsabilità strategiche senza una loro sostituzione;
- perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti;
- difficoltà con il personale;
- scarsità nell'approvvigionamento di forniture importanti;
- comparsa di concorrenti di grande successo.

dettaglio delle singole cause che possono mettere a repentaglio il postulato della continuità aziendale, ne citiamo due in particolare:

- crisi economica, la quale si manifesta con il costante deterioramento della redditività dovuto ad una continua diminuzione dei margini reddituali quali EBITDA, EBIT (nonché di quelli intermedi come il MOL), fino a costringere l'impresa ad operare in perdita;
- crisi finanziaria-patrimoniale, che può emergere anche in situazioni di equilibrio economico, ma al presentarsi di determinate situazioni quali eccesso di indebitamento rispetto al *cash flow* generato, squilibrio tra fonti e impieghi, eccessiva sproporzione tra capitale di terzi e capitale proprio.

In questa sede sono degne di menzione due ulteriori tipologie di cause che possono ledere la continuità aziendale, vale a dire la «crisi aziendale non intenzionale» e «intenzionale», entrambe riguardanti la soggettività dei soggetti coinvolti nel rischio di continuità aziendale. Si vuole qui evidenziare come, a volte, delle prassi contabili possono essere in grado di rallentare o nascondere agli occhi dei lettori del bilancio l'emersione della situazione di pericolo del postulato della

3) Altri indicatori:

- capitale ridotto al di sotto dei limiti legali o non conformità ad altre norme di legge;
- procedimenti legali o regolamentari in corso che, in caso di soccombenza, possono comportare richieste di risarcimento cui l'impresa probabilmente non è in grado di far fronte;
- modifiche di leggi o regolamenti o delle politiche governative che si presume possano influenzare negativamente l'impresa;
- eventi catastrofici contro i quali non è stata stipulata una polizza assicurativa ovvero contro i quali è stata stipulata una polizza assicurativa con massimali insufficienti.

continuità. In particolare, quando l'imprenditore è pienamente cosciente dello stato di crisi in cui versa la propria impresa, questo può intenzionalmente (o non intenzionalmente) adottare taluni «principi contabili» che, per loro natura, sono in grado di nascondere (anche per molto tempo) queste situazioni di difficoltà, ma che sono prima o poi destinate a manifestarsi.

A conclusione di ciò, è di estrema importanza affermare che la sussistenza del presupposto della continuità aziendale non deve essere verificata occasionalmente, né può essere ipotizzata a priori, ma necessita di essere accertata sistematicamente durante l'anno e non solo in occasione della redazione del bilancio d'esercizio. Ecco, quindi, che emerge la necessità di un monitoraggio preventivo e costante di situazioni di difficoltà che possano sfociare in uno stato di crisi e mettere a repentaglio il mantenimento del sopra citato postulato.

2.1.2 I modelli di previsione della crisi: diverse classificazioni

La prevenzione della crisi e della successiva insolvenza è stata uno dei principali temi oggetto di analisi e di ricerca da parte degli studiosi sin dagli anni '30, periodo successivo alla crisi del sistema bancario, conclusa con il crollo della borsa di Wall Street nel 1929; negli ultimi anni la necessità di anticipare l'emersione dello stadio di crisi è divenuta ancora più importante a causa dei crescenti livelli di *leverage* delle aziende, costituendo pericolo anche per quelle aziende che sono

conosciute per la loro solida reputazione⁷. Lo studio e la gestione della crisi vengono quindi affrontati secondo due diversi orientamenti, i quali risultano strettamente correlati tra di loro: il primo si focalizza principalmente sulle strategie di *turnaround*⁸, divenuto importante grazie anche al contributo di Guatri (1985); il secondo orientamento, più operativo rispetto al precedente, si è preoccupato di analizzare e costruire diverse tecniche e formule statistico-matematiche in grado di prevedere lo stato di crisi, come ad esempio il contributo di Altman (1968). È quindi possibile individuare due diversi approcci al tema della crisi: uno *ex-ante* e uno *ex-post* alle variabili indagate, dove il primo orientamento focalizza l'analisi sugli eventi che precedono la manifestazione del dissesto, mentre il secondo si impegna ad indagare le caratteristiche economico-patrimoniali e finanziarie dell'impresa al fine di prevedere la crisi. Si può quindi notare un punto di comunanza tra i due diversi approcci, vale a dire la convinzione che la crisi vada intesa come un fenomeno che deve essere riconosciuto ed affrontato in maniera anticipata da parte dei soggetti aziendali, prima che sfoci in insolvenza.

Per individuare evidenti fattori di un possibile stadio, più o meno intenso, di crisi aziendale è possibile utilizzare numerosi strumenti, appartenenti a diverse categorie. Queste vengono distinte in base alla loro complessità, capacità di

⁷ A. Danovi, «*Procedure di allerta e anticipata emersione della crisi*», Il Sole 24 Ore, marzo 2019.

⁸ Il fondamento di tale scelta si basa sulla convinzione che interventi correttivi possono contrastare eventi esterni avversi o scelte strategiche errate ed inefficienti.

segnalazione, possibilità di essere applicati all'interno e all'esterno, raffinatezza. In particolare, viene individuata la seguente classificazione:

- metodi fondati sull'intuizione;
- metodi fondati sui modelli;
- metodi fondati sugli indici.

I metodi fondati sull'intuizione si basano sulla riconoscibilità esterna degli elementi che rilevano un possibile stato di crisi, con l'obiettivo di riconoscere sia gli aspetti oggettivi che soggettivi della crisi. Tra i primi ritroviamo l'appartenenza dell'azienda a settori ormai maturi, in stato di declino o di recessione dovuto ad un'elevata riduzione della domanda, squilibri finanziari e patrimoniali, inefficienze produttive e commerciali, bilanci in perdita, perdite di quote di mercato. Gli aspetti soggettivi si riferiscono principalmente a carenze nelle capacità e nei comportamenti del *management* e dei portatori di capitale. I metodi fondati sull'intuizione si avvalgono di un'analisi qualitativa e quindi sull'utilizzo di indicatori extra-contabili, i quali permettono di avere una miglior comprensione dell'attività aziendale; ne citiamo alcuni come la notorietà del marchio e dei prodotti aziendali, il livello di obsolescenza degli immobili, il grado di innovazione tecnologica, il rispetto delle politiche di sostenibilità e di rispetto ambientale, il

livello di *customer satisfaction*⁹ e il livello di conoscenze, formazione, nonché di soddisfazione del personale aziendale. Riguardo quest'ultimo punto è importante introdurre un indicatore essenziale per l'analisi qualitativa di un'impresa, che prende il nome di tasso di *turnover* del personale. Questo indica il flusso diretto o indiretto di personale che transita, in ingresso e in uscita, all'interno di un'azienda; si può suddividere in *turnover* fisiologico, inteso come il normale livello di entrate e uscite in corrispondenza di pensionamenti, assunzioni e persone in uscita per diversi motivi, e patologico¹⁰, legato a politiche aziendali inadeguate che sfociano in livelli troppo alti di flusso di personale. La differenza tra *turnover* fisiologico e patologico non è quantitativa, bensì qualitativa e indica il perché i dipendenti lasciano l'impresa. Un tasso di rigiro del personale «sano» non supera il 5%, anche se spesso percentuali che si aggirano intorno allo zero potrebbero celare situazioni di rigidità aziendale. Questo indicatore è considerato patologico nel momento in cui supera il 15%¹¹. Per calcolare il tasso di rigiro del personale le aziende possono utilizzare diverse formule, in modo da avere una visione completa del flusso di personale:

⁹ Un'azienda che riesce ad offrire prodotti che riescono a soddisfare i clienti aziendali e che consentono un ritorno economico in grado di coprire la produzione di tali beni può essere considerata come «ben gestita».

¹⁰ Le principali cause di *turnover* patologico sono: salari troppo bassi, scarsa valorizzazione delle capacità del personale, assenza di riconoscimenti, cattivo rapporto tra colleghi e eccessivi carichi di lavoro, problemi di comunicazione con responsabili/reparti, richieste ignorate con conseguente stress causato dall'ambiente di lavoro.

¹¹ Questa percentuale è da considerarsi come indicativa in quanto si devono tenere in considerazione diverse variabili quali, ad esempio, il settore in cui opera l'azienda e il tipo di professionalità del soggetto.

- tasso di *turnover* complessivo, prende in considerazione il rigiro volontario, involontario e i nuovi ingressi;

$$\textit{Turnover complessivo} = \left(\frac{N^\circ \text{ entrati nell'anno} + N^\circ \text{ usciti nell'anno}}{N^\circ \text{ organico medio annuo}} \right) * 100$$

- tasso di *turnover* negativo, si focalizza solo sul personale uscito dall'azienda;

$$\textit{Turnover negativo} = \left(\frac{N^\circ \text{ usciti nel periodo}}{N^\circ \text{ organico inizio periodo}} \right) * 100;$$

- tasso di *turnover* positivo, si focalizza sulle nuove assunzioni;

$$\textit{Turnover positivo} = \left(\frac{N^\circ \text{ entrati nel periodo}}{N^\circ \text{ organico inizio periodo}} \right) * 100;$$

- tasso di compensazione del *turnover*, mette a confronto le nuove assunzioni con l'abbandono aziendale;

$$\textit{Compensazione del turnover} = \left(\frac{N^\circ \text{ entrati nel periodo}}{N^\circ \text{ usciti nel periodo}} \right) * 100.$$

Tutti questi indicatori extra-contabili sono in grado, nel loro complesso, di garantire una panoramica della gestione aziendale piuttosto utile ad individuare anticipatamente i primi sintomi di un possibile stadio di crisi.

Tabella 2.1 *Principali fattori esterni rilevatori di uno stato di crisi e possibilità di intervento*

Indicatori	Riconoscibilità esterna	Possibilità di intervento
Appartenenza a settori maturi o decadenti	Elevata	Minima
Appartenenza a settori in difficoltà per caduta della domanda	Elevata	Minima
Perdita di quote di mercato	Media	Media
Inefficienze produttive	Minima	Elevata
Inefficienze commerciali	Media	Elevata
Inefficienze amministrative	Minima	Elevata
Inefficienze organizzative	Minima	Elevata
Inefficienze finanziarie	Media	Media
Rigidità dei costi	Media	Media
Carenze di programmazione	Minima	Elevata
Scarsi costi di ricerca	Media	Elevata
Scarso rinnovo dei prodotti	Media	Media
Squilibri finanziari	Elevata	Media
Squilibri patrimoniali	Elevata	Media

Fonte: ODCEC di Roma.

I metodi fondati sui modelli, conosciuti con la denominazione «modelli di previsione delle insolvenze», si focalizzano sulla costruzione di correlazioni statistico-matematiche¹² tra i diversi fattori in modo da fornire indicazioni prospettive attendibili che consentono al *management* di monitorare la *performance* aziendale e in maniera tale da riuscire a prevedere eventuali situazioni di disagio economico-finanziario. De Laurentis afferma che un modello di previsione delle insolvenze è «un insieme coordinato di variabili indipendenti, relazioni statistiche e variabili dipendenti»¹³. In questo ambito assume particolare importanza il contributo di Edward I. Altman¹⁴. Lo studioso è considerato come il capostipite di tali modelli e nel 1968 elaborò un modello di previsione denominato «Z' Score», che si configura come una normale funzione lineare di primo grado in cui cinque variabili, ognuna delle quali rappresenta un indice di bilancio adeguatamente selezionati in base alla loro capacità di previsione, vengono sommate e ponderate attraverso una metodologia statistica che prende il nome di «analisi discriminante multivariata». In questo modo si riesce ad ottenere un valore che sintetizza la solvibilità prospettica aziendale. Il punto critico, denominato appunto «*score*», al di sotto della quale le aziende sono classificate «in zona di

¹² Due particolari esempi di metodologie statistiche utilizzate sono l'analisi discriminante univariata e multivariata e la regressione lineare.

¹³ E. Giacosa, A. Mazzoleni, «I modelli di previsione dell'insolvenza aziendale. Efficacia predittiva, limiti e prospettive di utilizzo», Giappichelli, Torino, 2018.

¹⁴ Per approfondimenti sullo svolgimento del lavoro di Altman si guardi: E. I. Altman, «Corporate Financial Distress and Bankruptcy», New York, 1993.

presumibile insolvenza», corrisponde ad un valore pari a 2,675. La funzione lineare è la seguente:

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

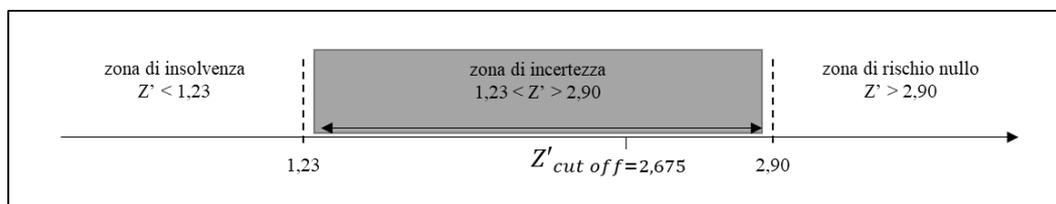
dove:

- X_1 rappresenta il rapporto tra capitale circolante netto e capitale investito;
- X_2 rappresenta il rapporto tra utili non distribuiti e capitale investito;
- X_3 è dato dall'utile al lordo di imposte e oneri finanziari diviso il capitale investito;
- X_4 rappresenta il rapporto tra valore contabile del Patrimonio Netto e quello dei debiti totali;
- X_5 indica l'incidenza dei ricavi di vendita sul capitale investito.

È stato inoltre individuato un intervallo di valori, la cd. «area di incertezza», all'interno del quale si ha difficoltà ad esplicitare con certezza la situazione aziendale e per tale motivazione sono richieste delle analisi ulteriori in modo da attribuire alle aziende una classificazione il più precisa possibile. In particolare, le aziende sono considerate:

- insolventi, con $Z' < 1,23$;
- di dubbia sorte, con $1,23 < Z' > 2,90$;
- sane, con $Z' > 2,90$.

Figura 2.1 *Rappresentazione delle possibili aree di classificazione del modello Z' Score*



Fonte: A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021.

Negli ultimi anni gli studiosi hanno ritenuto essenziale integrare i dati quantitativi di bilancio dei modelli di previsione delle insolvenze con i dati qualitativi e macroeconomici presi in considerazione dai metodi fondati sull'intuizione. È stato infatti constatato che l'integrazione di questi ultimi con i modelli di previsione delle insolvenze riescono a migliorare sensibilmente i risultati ottenuti dalle analisi.

Altro contributo importante è quello di Coda che, per ovviare ad alcuni limiti dei modelli di previsione delle insolvenze, i quali non considerano i profili soggettivi e il carattere multidimensionale e non lineare della manifestazione degli eventi negativi, ha delineato un metodo molto efficace di valutazione della solvibilità a breve termine, in cui si combinano dati di bilancio a quelli qualitativi, strategici e relazionali. Lo stesso Coda ha dichiarato che, molto spesso, aziende caratterizzate da indici «adeguati» possono diventare insolventi in maniera repentina. Infatti, la struttura economico-finanziaria di un'azienda può trovarsi inizialmente in una situazione di equilibrio e subito dopo, a causa di determinati eventi negativi di intensità più o meno elevata, a una di squilibrio totale, passando quindi da un estremo ad un altro. Tale modello prevede una prima analisi della

liquidità, vale a dire la capacità dell'azienda di far fronte ai pagamenti nell'immediato futuro, la quale dipende dalla composizione del capitale circolante netto e dagli affidamenti (in essere ed utilizzati). Per questi ultimi gioca un ruolo importante la fiducia che gli istituti finanziari ripongono nell'azienda stessa. Si procede poi all'individuazione dell'effettiva situazione economico-finanziaria dell'impresa, considerando tutte le possibili relazioni stabilite tra le varie dimensioni che la compongono, in modo da avere una visione più completa. Successivamente si analizza l'evoluzione futura della situazione individuata, senza trascurare tutti quegli eventi che possono deviare tale evoluzione. L'ultimo step consiste nell'identificare le diverse aree di rischiosità in cui l'azienda si può collocare. In conclusione, il modello di Coda considera come «sana» quell'azienda che restituisce un risultato positivo derivante dall'analisi della situazione economico-finanziaria e, contemporaneamente, quando gli eventi sfavorevoli non sono considerati così gravi da modificarla significativamente. Questi modelli di previsione delle insolvenze sono considerati come strumenti di primo livello, i quali godono di un elevato grado di affidabilità¹⁵.

Nel momento in cui questi strumenti di primo livello evidenziano segnali di allerta, intervengono i cd. strumenti di secondo livello, i quali permettono di effettuare una più accurata valutazione sulla gravità delle condizioni aziendali. Tra gli

¹⁵ La percentuale di correttezza della previsione della salute aziendale si attesta intorno al 90%. Altri strumenti di primo livello sono i sistemi di budget ed il reporting.

strumenti di secondo livello ritroviamo l'analisi di bilancio¹⁶, appartenente alla categoria dei metodi fondati sugli indici, la quale verrà trattata nel dettaglio nel prossimo paragrafo.

Figura 2.2 *L'utilizzo degli strumenti di previsione di primo e di secondo livello*



Fonte: E. Giacosa, A. Mazzoleni, «*La previsione della crisi d'impresa: strumenti e segnali di allerta*», Giuffrè, Milano, 2016.

2.2 L'ANALISI DI BILANCIO PER PREVEDERE LA CRISI

2.2.1 La funzione informativa del bilancio d'esercizio

È ormai noto come l'azienda sia un'entità, o ancor meglio, un sistema socio-economico aperto e, in quanto tale, intrattiene rapporti con l'esterno; scambia materiali, prodotti finiti, servizi e informazioni con tutti quei soggetti che, direttamente o indirettamente, sono interessati a ciò che avviene al suo interno.

¹⁶ Altri strumenti di secondo livello sono il *rating* ed il piano economico-finanziario.

Questi ultimi, dati gli interessi che ripongono nei confronti dell'azienda, richiedono una serie di informazioni, le quali vengono veicolati attraverso il bilancio d'esercizio.

Il bilancio rappresenta, appunto, un essenziale strumento che fornisce un insieme di informazioni riguardanti la situazione economica, patrimoniale e finanziaria. Per assolvere al meglio la funzione informativa¹⁷ è necessario che tale prospetto sia elaborato nel rispetto di determinati criteri e principi di redazione che stabiliscono la struttura ed il contenuto dello stesso. A tal fine, l'art. 2423 c.c. sancisce che «*Gli amministratori devono redigere il bilancio di esercizio, costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dal rendiconto finanziario e dalla nota integrativa*»; tutti questi prospetti, nonché eventuali allegati¹⁸, vanno a comporre il «sistema informativo di bilancio».

In particolare, lo Stato Patrimoniale consente di esprimere un giudizio circa la struttura del patrimonio e la situazione finanziaria dell'azienda alla fine del periodo di riferimento; è disciplinato dall'art. 2424 c.c. che ne prevede lo schema obbligatorio, a sezioni contrapposte, suddiviso in attività (investimenti necessari

¹⁷ La funzione informativa del bilancio ha una duplice destinazione:

- interna, si rivolge ai soggetti che operano all'interno dell'impresa, i quali hanno interessi diretti (proprietario, dipendenti, soci);
- esterna, ha come destinatari tutti gli utilizzatori esterni all'azienda, i quali hanno interessi indiretti (clienti, fornitori, finanziatori, investitori).

¹⁸ Oltre ai prospetti citati dall'art. 2423 c.c. sono presenti la relazione sulla gestione e, in determinati casi, anche la relazione del Collegio Sindacale, la relazione del Revisore indipendente e altri documenti utili per fornire ulteriori informazioni.

all'azienda per svolgere la propria attività e il modo in cui vengono impiegate) e passività (le fonti degli investimenti).

Il Conto Economico ha la funzione di evidenziare la dinamica dei ricavi e dei costi in un determinato periodo¹⁹, al fine di determinare il risultato dell'esercizio; l'art. 2425 ne stabilisce la struttura scalare e, insieme allo Stato Patrimoniale, costituisce la parte numerica del bilancio.

Il Rendiconto Finanziario è stato introdotto come schema primario di bilancio dal D. Lgs. n.139/2015 ed è un documento contabile, obbligatorio dal 2016 per le sole aziende obbligate alla redazione del bilancio ordinario²⁰, con il fine ultimo di evidenziare la dinamica finanziaria dell'impresa; mostra dunque la capacità di generare o assorbire liquidità e spiega come vengono impiegati i mezzi finanziari nell'attività di investimento e spiega da quali fonti derivano gli stessi.

L'art. 2427 disciplina invece la Nota Integrativa, la cui funzione principale è quella di spiegare e descrivere tutti i dati numerici contenuti nei due precedenti prospetti, al fine di far comprendere al meglio la valutazione di determinate voci e da consentire la disaggregazione e la classificazione di particolari dati²¹.

¹⁹ Il Conto Economico si fonda sul principio della competenza economica, in base al quale solo i costi e i ricavi che hanno contribuito a generare altrettante voci di competenza nell'esercizio sono considerati.

²⁰ L'art. 2435-bis c.c. sancisce che «*Le società che redigono il bilancio in forma abbreviata sono esonerate dalla redazione del rendiconto finanziario*» e continua con «*Le micro-imprese sono esonerate dalla redazione del rendiconto finanziario*».

²¹ I dati contenuti in Nota Integrativa sono qualitativi e quantitativi e il legislatore ha previsto che lo schema debba essere composto da:

- informazioni sullo stato patrimoniale;
- informazioni sul conto economico;

Tornando all'art. 2423, dallo stesso è possibile identificare i principi cardinali sui quali si basa la redazione del bilancio, con lo scopo di esplicitare in maniera attendibile il risultato economico dell'anno e della valutazione del Patrimonio Netto, nonché da renderlo corretto e leggibile²². Questi sono:

- chiarezza, rappresenta il primo postulato che il redattore deve rispettare e attiene alla struttura ed al contenuto dei singoli documenti del bilancio, i quali devono garantire una facile comprensione dello stesso, esporre i dati in maniera sintetica e analitica e fornire una rappresentazione adeguata dell'attività svolta;
- veridicità, attiene alla fedele e corretta valutazione contabile dei dati di bilancio in modo da avere una reale rappresentazione dell'economia

-
- criteri di valutazione;
altre informazioni.

²² In particolare, l'art. 2423-bis sancisce che «Nella redazione del bilancio devono essere rispettati i seguenti principi:

- 1) la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato;
- 2) si possono indicare esclusivamente gli utili realizzati alla data di chiusura dell'esercizio;
- 3) si deve tener conto dei proventi e degli oneri di competenza dell'esercizio, indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento;
- 4) si deve tener conto dei rischi e delle perdite di competenza dell'esercizio anche se conosciuti dopo la chiusura di questo;
- 5) gli elementi eterogenei ricompresi nelle singole voci devono essere valutati separatamente;
- 6) i criteri di valutazione non possono essere modificati da un esercizio all'altro.

Deroghe al principio enunciato al n. 6 del comma precedente sono consentite in casi eccezionali. La nota integrativa deve motivare la deroga e indicarne l'influenza sulla rappresentazione della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica».

dell'azienda²³; in particolare si riferisce alla veridicità delle quantità oggettive e all'attendibilità delle stime;

- correttezza, si riferisce al rispetto delle norme legali e delle regole amministrative e all'applicazione di criteri valutativi tecnicamente corretti.

Possiamo quindi affermare che il bilancio d'esercizio rappresenta il principale strumento di informazione dell'azienda nei confronti di tutti i suoi *stakeholders*, il quale fornisce una descrizione utile a comprendere il regolare svolgimento dell'attività e il suo sviluppo futuro. Infatti, in ottica di creazione di valore, più gli *stakeholders* sono in grado di valutare l'effettiva generazione di nuovo valore economico²⁴, più le informazioni espresse dal bilancio sono considerate precise.

2.2.2 L'analisi di bilancio per margini, indici e flussi

Il bilancio d'esercizio è considerato come uno degli strumenti più diffusi per la prevenzione e la rilevazione di possibili segnali di crisi; assume qui grande rilevanza il ricorso all'Analisi di Bilancio che consente di interpretare e comprendere i valori contenuti nel prospetto e individuare eventuali squilibri patrimoniale, economici e finanziari attraverso l'utilizzo di indicatori che possono

²³ Il non rispetto del principio della veridicità esclude il bilancio dall'approvazione da parte degli organi preposti al controllo contabile.

²⁴ Alcune variabili in grado di identificare il valore economico generato dall'azienda sono: la redditività del capitale investito (ROI), il costo del capitale di credito, il rischio di impresa ed il rapporto tra capitale di credito e capitale di rischio.

fungere da «campanelli di allarme». L'obiettivo dell'Analisi di Bilancio è quello di controllare la capacità dell'impresa a produrre redditi futuri atti a remunerare convenientemente tutti i fattori produttivi e a lasciare un margine per il compenso al soggetto che svolge l'attività. Di conseguenza, il *focus* è l'osservazione della gestione aziendale in tutti i suoi aspetti, i quali vanno verificati contemporaneamente e in maniera sistematica per poter offrire una visione ottimale e completa della situazione in cui versa l'azienda. Questi aspetti sono:

- aspetto patrimoniale, riferito ai rapporti intercorrenti tra attività e passività, all'equilibrio tra capitale di credito e capitale proprio, al fabbisogno finanziario necessario all'impresa;
- aspetto economico, va ad individuare i proventi e gli oneri di competenza in modo da giungere alla valutazione della redditività aziendale;
- aspetto finanziario, relativo ai rapporti tra le entrate e le uscite e alla scelta delle migliori modalità di copertura del fabbisogno finanziario evidenziato in precedenza; si considerano qui i veri e propri incassi e riscossioni, senza tener conto dei fatti che non comportano entrate e uscite monetarie come gli ammortamenti, gli accantonamenti e altro.

Esistono diverse tecniche attraverso le quali effettuare le analisi di bilancio²⁵. Tra le più utilizzate individuiamo:

²⁵ Le informazioni scaturenti dalle diverse tecniche di analisi devono essere considerate complementari tra loro e devono essere osservate in maniera sistematica.

- le analisi per indici, o «*ratio analysis*» si focalizzano sull'individuazione di determinati indici o quozienti ritenuti particolarmente utili per indagare la gestione operativa e per esprimere giudizi sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'azienda²⁶; le grandezze sono espresse in termini operativi;
- le analisi per margini hanno come scopo primario quello di evidenziare e accertare le relazioni esistenti tra le classi di attività e passività e tra costi e ricavi. Per tale motivo questa tipologia di analisi viene considerata come un esame di struttura; in particolare, vengono svolte mediante differenze algebriche tra classi di valori particolarmente significative e le grandezze vengono espresse in termini assoluti;
- l'analisi per flussi consente di superare i limiti delle analisi per indici e per margini, caratterizzate da alta rigidità e staticità, attraverso la costruzione di una struttura di dati più complessa e articolata. L'obiettivo è quello di evidenziare le variazioni che hanno interessato investimenti e finanziamenti risalendo alle cause delle stesse; il *focus* sull'evoluzione dei dati finanziari e sul successivo confronto rendono l'analisi per flussi uno strumento di tipo dinamico.

²⁶ Questa tipologia di analisi viene eseguita generalmente da creditori, attuali o potenziali, dell'azienda (ad esempio delle banche che hanno in corso richieste di concessione o di ampliamento di fidi, finanziatori), da investitori che intendono acquistare azioni o smobilizzare il loro investimento, da aziende specializzate in analisi finanziarie, dai responsabili finanziari dell'azienda, durante le analisi della contabilità direzionale.

Prima di scegliere quale metodologia preferire è necessario procedere ad una corretta riclassificazione del bilancio. Questo procedimento consiste nel raggruppamento delle voci che compongono Stato Patrimoniale e Conto Economico al fine di creare dei rapporti numerici utili per l'obiettivo delle analisi²⁷. Tale operazione ha come unico scopo quello di rendere i dati dei prospetti più semplici da interpretare ed è quindi importante che non vada a modificare i risultati di sintesi individuati dal bilancio definitivo.

2.3 L'ANALISI DELLA SOLVIBILITÀ AZIENDALE

2.3.1 Riclassificazione dello Stato Patrimoniale: lo Stato Patrimoniale finanziario

Lo Stato Patrimoniale, così come viene presentato dall'art. 2424 c.c., non si presta ad essere utilizzato per l'analisi della gestione e per questa ragione necessita di essere riclassificato; convenzionalmente tale riclassificazione avviene secondo il criterio finanziario, in modo da poter esprimere un giudizio sull'equilibrio patrimoniale e finanziario strutturale il più accurato possibile. Fonti ed impieghi vengono suddivisi in base alla loro maggiore o minore capacità di trasformarsi rispettivamente in uscite ed entrate entro l'anno (scadenza < 12 mesi) e oltre l'anno

²⁷ È necessario sottolineare che, prima di procedere con la riclassificazione, il bilancio deve essere controllato e giudicato in maniera positiva con riferimento all'attendibilità dei valori che lo compongono, altrimenti ogni successiva analisi diventa priva di efficacia e utilità.

(scadenza > 12 mesi). In particolare, le attività, o impieghi, sono collocati nella sezione sinistra e vengono distinte in base al tempo che impiegano a tornare in forma liquida, vale a dire alla loro attitudine a trasformarsi in entrate (criterio della liquidabilità); le passività, o fonti, vengono classificate in funzione del loro presumibile tempo di estinzione, ossia della loro scadenza effettiva (criterio dell'esigibilità).

Si ottiene in questo modo lo Stato Patrimoniale finanziario, la cui struttura viene evidenziata nella *tabella 2.2* e, successivamente, può essere esposto in maniera sintetica per apprezzare meglio alcuni elementi di omogeneità fra impieghi e fonti e per identificare corrispondenze biunivoche utili ad inquadrare meglio il loro rapporto, come rappresentato in *figura 2.3*.

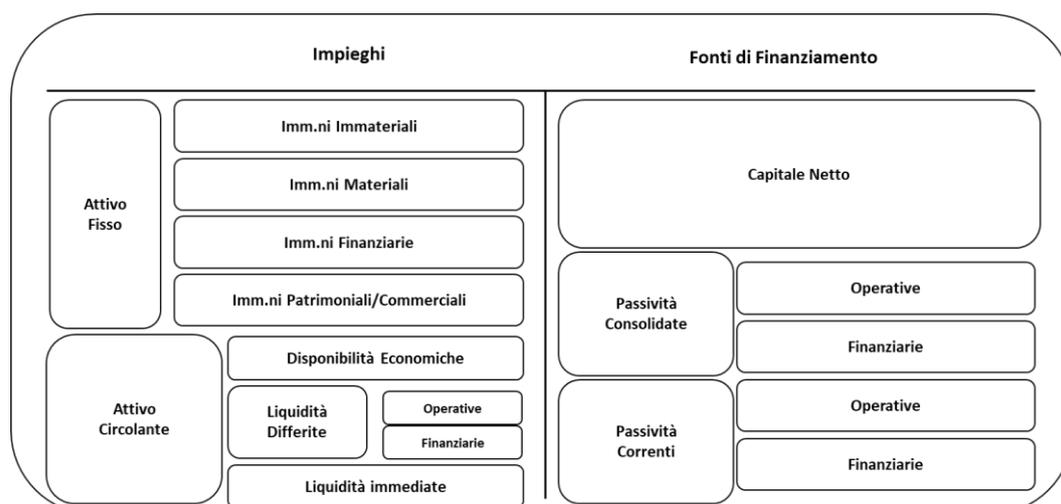
Tabella 2.2 Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio della liquidità-esigibilità

ATTIVITÀ	PASSIVITÀ
<p>1) Attivo immobilizzato</p> <ul style="list-style-type: none"> • Immobilizzazioni immateriali nette: <ul style="list-style-type: none"> - Costi di impianto - Costi di ricerca e sviluppo - Costi di pubblicità - Brevetti - Concessioni, licenze, marchi • Immobilizzazioni materiali nette: <ul style="list-style-type: none"> - Terreni e fabbricati - Impianti e macchinari - Attrezzature • Immobilizzazioni finanziarie: <ul style="list-style-type: none"> - Partecipazioni che costituiscono investimenti duraturi - Crediti a medio e lungo termine <p>2) Attivo corrente</p> <ul style="list-style-type: none"> • Magazzino: <ul style="list-style-type: none"> - Rimanenze di merci, materie, semilavorati, prodotti finiti - Anticipi a fornitori 	<p>1) Capitale netto</p> <ul style="list-style-type: none"> - Capitale sociale - Riserve (legale, statutaria, straordinaria) - Riserva sovrapprezzo azioni - Riserve di rivalutazione - Utili (perdite) portati a nuovo - Utile (o perdita) d'esercizio <p>2) Passivo consolidato</p> <ul style="list-style-type: none"> • Passività operative: <ul style="list-style-type: none"> - Debiti verso fornitori a medio-lungo termine - Cambiali passive commerciali a medio-lungo termine - Debiti per TFR • Passività finanziarie: <ul style="list-style-type: none"> - Sovvenzioni bancarie a medio-lungo termine - Prestiti obbligazionari - Mutui passivi

<ul style="list-style-type: none"> • Liquidità differite: <ul style="list-style-type: none"> - Crediti verso clienti a breve termine - Cambiali attive a breve termine - Titoli che costituiscono investimenti temporanei a breve termine - Ratei e risconti attivi • Liquidità immediate: <ul style="list-style-type: none"> - Denaro in cassa - Depositi in banca - Titoli smobilizzabili a vista 	3) Passivo corrente <ul style="list-style-type: none"> • Passività operative: <ul style="list-style-type: none"> - Debiti verso fornitori a breve termine - Cambiali passive commerciali a breve - Debiti verso il personale - Debiti verso enti di previdenza - Debiti tributari - Ratei e risconti passivi - Utile da ripartire ai soci • Passività finanziarie: <ul style="list-style-type: none"> - Banca c/c passivo - Obbligazioni da rimborsare nell'anno - Rate di mutui da pagare entro l'anno
Totale attività (1+2)	Totale fonti (1+2+3)

Fonte: mia rielaborazione

Figura 2.3 Stato Patrimoniale finanziario – Schema di riclassificazione



Fonte: A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021.

2.3.2 Le analisi di liquidità e solidità patrimoniale

La costruzione di questo prospetto consente di analizzare più agevolmente la coerenza tra la struttura degli investimenti e la tipologia dei finanziamenti che predilige l'impresa e permette l'espletamento di due tipologie di indagini essenziali

ai fini della valutazione della solvibilità aziendale²⁸: l'analisi della liquidità e l'analisi della solidità patrimoniale, volte a verificare la sussistenza di un equilibrio finanziario rispettivamente nel breve termine e nel medio/lungo termine.

L'analisi della liquidità ha come principale scopo quello di indagare la capacità dell'azienda di far fronte nel tempo agli impegni finanziari di breve periodo e si basa dunque sul confronto tra attività e passività correnti. Per considerare un'impresa «liquida» è necessario rispettare due principali condizioni: innanzitutto che il passivo corrente dovrebbe essere utilizzato come principale fonte di finanziamento dell'attivo circolante; in secondo luogo, quest'ultimo, una volta convertito in liquidità immediata, dovrebbe essere in grado di estinguere il passivo corrente. Per appurare tali condizioni si ricorre al calcolo di determinati quozienti e margini²⁹, suddivisi in:

- quozienti e margini di primo livello;
- quozienti e margini di secondo livello.

²⁸ A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021: «Il segnale esterno più evidente di una crisi in atto è rappresentato dal sorgere dello stato di insolvenza, definibile come uno stato di incapacità dell'azienda a far fronte ai propri impegni finanziari. Un'azienda in condizioni di insolvenza presenta un'elevata probabilità di avvicinarsi al dissesto [...]. Il protrarsi dello stato di insolvenza porta al blocco degli approvvigionamenti e dunque delle attività produttive e commerciali e naturalmente espone l'azienda alle richieste di avvio di procedure concorsuali [...]».

²⁹ Viene definita «analisi orizzontale» in quanto i margini e gli indici vengono individuati confrontando tra di loro valori che appartengono a sezioni diverse dello Stato Patrimoniale.

Riguardo la prima categoria, il primo indicatore da calcolare è rappresentato dall'indice di struttura corrente, o *current ratio*, ed esprime la capacità dell'attivo circolante di rimborsare le passività in scadenza.

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Attivo Circolante}}{\text{Passività Correnti}}$$

Tale quoziente deve essere almeno pari a 2 per essere considerato ottimale, ma è comunque ritenuto «accettabile» se superiore ad 1. Infatti, tale indice assume particolare rilevanza nel momento in cui presenta valori inferiori ad 1, sintomo che l'attivo circolante non è in grado di coprire gli impegni di breve termine; se superiore a tale soglia l'azienda è considerata capace di coprire le passività correnti attraverso lo smobilizzo totale o parziale dell'attivo circolante. Tale indicatore può essere analizzato anche in termini assoluti, sottraendo all'attivo circolante il passivo corrente e ottenendo il cd. margine di disponibilità, meglio conosciuto come Capitale Circolante Netto (CCN)³⁰. Esso misura la capacità del management di gestire l'attività operativa corrente d'impresa.

$$\text{Margine di disponibilità (CCN)} = \text{Attivo Circolante} - \text{Passivo corrente}$$

L'azienda viene valutata come soddisfacente dal punto di vista della liquidità in caso di valore maggiore di 0 mentre, se negativo, deve essere interpretato come un

³⁰ Nella denominazione inglese *Net Working Capital* (NWC).

campanello di allarme. Questi quozienti e margini di primo livello consentono di confrontare le uscite e le entrate previste nel breve periodo, compresa la liquidità disponibile. Tuttavia, un giudizio positivo su tali indicatori non è sufficiente a consentire di esprimerne uno anche sulla liquidità aziendale, in quanto all'interno delle attività correnti sono presenti valori difficilmente liquidabili come il magazzino, considerato come un elemento non numerario che spesso non si riesce a convertire in denaro in breve tempo, o come le materie prime che per convertirsi in liquidità immediata devono essere sottoposte ad un processo caratterizzato da tre stadi (produzione, vendita e riscossione).

Per ovviare a tali limiti si procede all'analisi dei quozienti e margini di secondo livello, i quali escludono prudenzialmente dal loro calcolo le rimanenze di magazzino; individuamo in questo modo l'indice di liquidità «secca», o *acid-test ratio*.

$$\textit{Acid test ratio} = \frac{\textit{Liquidità differite} + \textit{Liquidità immediate}}{\textit{Passività Correnti}}$$

Tale indicatore è considerato «sano» se almeno uguale ad 1; in particolare, se maggiore di 1 le liquidità differite ed immediate sono in grado di estinguere le passività correnti ed il magazzino può essere interamente finanziato da mezzi propri o passività consolidate; se minore di 1 si ha l'incapacità delle liquidità al netto del magazzino di coprire le passività a breve termine e, in questa situazione, queste

ultime contribuiscono al finanziamento delle rimanenze e possono essere estinte solo grazie al ritorno in forma liquida di parte delle scorte di magazzino³¹. Come per il *current ratio*, anche l'indice di liquidità secca può essere espresso in termini assoluti, tramite il calcolo del margine di tesoreria, dato dalla seguente formula:

$$\text{Margine di tesoreria} = (\text{Liq. diff.} + \text{Liq. imm.}) - \text{Passivo Corrente}$$

Tale margine è considerato adeguato se maggiore di 0 e l'impresa è in grado di far fronte alle passività correnti con le attività più liquide, oltre che a finanziare una parte delle necessità a breve con fonti di medio lungo termine; se minore di 0 l'impresa si troverebbe esposta ad un rischio finanziario più elevato in quanto, di fronte ad una richiesta di rimborso immediato dei debiti, non avrebbe a disposizione i mezzi monetari per farvi fronte.

L'analisi della liquidità non è esente da critiche. Essa ipotizza, infatti, una gestione discontinua in quanto fa riferimento soltanto al breve periodo e non considera gli effetti finanziari delle azioni aziendali successive. Altro limite è rappresentato dal fatto che forniscono un quadro della situazione «a consuntivo» (cioè alla data di chiusura dell'esercizio) quindi vi può essere eccedenza di liquidità nel periodo considerato, ma non significa che vi sarà liquidità durante il periodo

³¹ È possibile riscontrare anche un quoziente di tesoreria uguale ad 1; in questo caso le liquidità differite ed immediate coincidono con le passività correnti. Tuttavia, rappresenta prevalentemente un'ipotesi teorica.

stesso³²; di conseguenza, l'eccedenza di liquidità potrebbe non manifestarsi perché le entrate non risultano sincronizzate con le uscite. È importante affermare che tale analisi dovrebbe essere integrata con confronti temporali, verificando l'andamento della liquidità nel tempo al fine di prevedere possibili sviluppi futuri della stessa, e spaziali attraverso attività di *benchmarking*, vale a dire comparazioni dei dati risultati dall'analisi dell'azienda oggetto di studio con quelli medi del settore di appartenenza o con riferimento ad un *competitor* particolarmente significativo.

Se l'analisi della liquidità si focalizza essenzialmente sull'osservazione della gestione nel breve termine, l'analisi della solidità tende ad indagare la capacità dell'azienda di mantenersi in equilibrio finanziario nel medio/lungo periodo, superando eventuali perturbazioni interne ed esterne di breve termine. Il suo principale obiettivo è quello di verificare se l'azienda presenta una struttura solida ed equilibrata in relazione alla composizione delle fonti e degli impieghi e un ragionevole grado di indipendenza dai terzi. Emergono quindi i principali punti da analizzare.

Si parte con l'analizzare la correlazione fonti-impieghi, relativa alle modalità di finanziamento delle immobilizzazioni³³. La regola generale prevede che

³² A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021: «Per sopperire, anche solo in parte, ai limiti informativi [...] è possibile integrare gli indici di liquidità con indicatori che permettono di valutare la rotazione/durata degli elementi del capitale circolante, fermo restando che il Rendiconto Finanziario rimane il solo ed unico strumento che consente di valutare la capacità dell'azienda di produrre liquidità».

³³ Le immobilizzazioni possono essere finanziate in tre diverse modalità:

il tempo di scadenza delle fonti deve essere sincronizzato con il tempo di recupero degli impieghi; in parole povere, i fabbisogni finanziari relativi a beni pluriennali devono essere coperti attraverso il ricorso a fonti di finanziamento durevoli e, viceversa, i fabbisogni relativi a voci dell'attivo circolante con le fonti correnti. Come per l'analisi della liquidità, anche lo studio di tale correlazione può essere effettuato attraverso il ricorso ad indici e margini, ottenuti rispettivamente rapportando e confrontando fra di loro categorie «omogenee per scadenza» di impieghi e fonti. Il primo indicatore da indagare è il quoziente di struttura primario che rileva la capacità dell'azienda di finanziare gli impieghi durevoli con i soli mezzi propri, senza ricorrere ad altre fonti di finanziamento.

$$\text{Quoziente di struttura primario} = \frac{\text{Capitale Proprio}}{\text{Attivo Immobilizzato}}$$

Un suo valore maggiore di 1 sta ad indicare che l'impresa riesce a coprire per intero le attività immobilizzate tramite i mezzi propri, che rimangono a disposizione anche per la copertura di parte del circolante. Se minore di 1 è necessario l'ausilio di ulteriori fonti di finanziamento, come le passività consolidate

-
- capitale proprio; in questo caso si ha una maggiore autonomia e, quindi, solidità patrimoniale
 - passività consolidate; vi è un aumento del rischio di insolvenza in quanto vi è la necessità di indebitarsi sempre di più per finanziare beni pluriennali;
 - passività correnti; deve accadere raramente. In questa situazione il rischio di insolvenza dell'azienda diventa elevato in quanto le attività a breve potrebbero non bastare per coprire l'ammontare esagerato di debiti a breve.

e/o correnti. Con l'introduzione del quoziente di struttura secondario, il numeratore viene integrato con i debiti a lungo termine e quindi considera le passività permanenti:

$$\text{Quoziente di struttura secondario} = \frac{(\text{Capitale Proprio} + \text{Pass. differite})}{\text{Attivo Immobilizzato}}$$

Valgono le stesse considerazioni effettuate per il precedente indicatore; tuttavia, in questo caso se minore di 1 la situazione viene giudicata come non soddisfacente o, in casi più gravi, insolvente in quanto vi è maggior probabilità di intaccare le passività correnti e, conseguentemente, l'azienda si troverebbe in una condizione di impossibilità di far fronte ai propri impegni³⁴. È necessario precisare che un quoziente di struttura secondario elevato è sicuramente considerato come un fattore positivo, tuttavia, superata una certa soglia si traduce in elevata rigidità, determinando un eccesso del costo dei debiti a lungo termine rispetto quelli a breve³⁵. Anche questi due indicatori possono essere espressi in termini assoluti, individuando due diverse tipologie di margini:

$$\text{Margine di struttura primario} = \text{Cap. Proprio} - \text{Attivo Immobilizzato}$$

$$\text{Margine di struttura secondario} = (\text{Cap. Prop.} + \text{Pass. diff.}) - \text{Att. Imm.}$$

³⁴ La continuità aziendale può essere garantita tramite il rinnovo delle passività di breve termine, tuttavia, arrivati ad un certo punto potrebbero venir meno a causa della revoca da parte delle banche per la situazione di insolvenza.

³⁵ Per tale ragione, una situazione ideale è rappresentata da un rapporto dal valore poco superiore ad 1.

È essenziale che il valore di tali margini sia positivo, in modo da garantire un'adeguata solidità patrimoniale in quanto rispettivamente il capitale proprio e il passivo permanente sono in grado di coprire tutto il fabbisogno durevole. Quindi, più l'azienda ha ampia autonomia nelle decisioni di rinnovo degli elementi dell'attivo immobilizzato, più si ha un rischio di insolvenza basso.

Il secondo punto da analizzare riguarda l'autonomia finanziaria dell'azienda; infatti, per poter giudicare in maniera più accurata la solidità patrimoniale di un'impresa è necessario effettuare delle analisi anche sul suo grado di indipendenza dai terzi. L'autonomia finanziaria si analizza tramite il calcolo di determinati quozienti di indebitamento che dipendono, più che dal tempo di estinzione, dalla natura delle fonti di finanziamento. In particolare, si suddividono in:

- quoziente di indebitamento complessivo, che mette in relazione il totale delle passività, compresi quindi i debiti commerciali (che non creano problemi in relazione alla solidità)³⁶, con i mezzi propri; proprio per la presenza di fonti auto-generate dall'attività operativa non viene individuata una soglia limite;

³⁶ La presenza di elevati debiti commerciale è sinonimo di elevato potere contrattuale da parte dell'azienda, in quanto riceve lunghe dilazioni da parte dei fornitori; di conseguenza, l'azienda è considerata come la parte forte e non perde autonomia finanziaria.

$$\text{Quoziente di indebitamento complessivo} = \frac{\text{Pass. diff.} + \text{Pass. correnti}}{\text{Capitale Proprio}}^{37}$$

- quoziente di indebitamento finanziario, considerato come l'indicatore ideale per esprimere il grado di autonomia dell'azienda in quanto non vengono presi in considerazione i debiti commerciali, ma soltanto quelli finanziari;

$$\text{Quoziente di indebitamento finanziario} = \frac{\text{Debiti Finanziari}}{\text{Capitale Proprio}}$$

Un valore considerato «sano» dovrebbe aggirarsi intorno ad 1 o 1,5; se viene superata tale soglia, considerata fisiologica, la situazione aziendale è caratterizzata dalla presenza eccessiva di debiti finanziari. Questo rende l'azienda più rischiosa, con conseguente richieste di costi dei finanziamenti più elevati da parte dei finanziatori, rendendo sempre più certa l'insolvenza dell'impresa.

³⁷ Tale indicatore può essere scomposto in due ulteriori indici per individuare quanto le due componenti dell'indebitamento complessivo pesano sul capitale proprio:

- $\text{Quoziente di indebitamento complessivo a lungo termine} = \frac{\text{Pass. diff.}}{\text{Capitale Proprio}}$;
- $\text{Quoziente di indebitamento complessivo a breve termine} = \frac{\text{Pass. correnti}}{\text{Capitale Proprio}}$.

2.4 L'ANALISI DELLA REDDITIVITÀ AZIENDALE

2.4.1 La riclassificazione del Conto Economico per la successiva analisi economica

L'analisi della redditività, intesa come l'attitudine della gestione di generare flussi di ricavi che consentono di coprire quelli dei costi e tale da lasciare una congrua remunerazione del capitale di rischio dell'azienda, rappresenta uno strumento di fondamentale importanza nell'individuazione di possibili cause scatenanti la situazione di crisi. Questa, dal punto di vista economico, si manifesta attraverso consistenti perdite economiche che, se reiterate per molto tempo, potrebbero sfociare in insolvenza. Uno degli esempi più evidenti che porta al presentarsi di tale situazione può essere l'aumento dei costi non accompagnato da un innalzamento del fatturato e viceversa, con la conseguente degenerazione del risultato economico. Ai fini dell'analisi economica, tuttavia, non è sufficiente constatare se il reddito netto dell'esercizio è positivo o meno; è infatti necessario anche analizzare il contributo delle diverse gestioni (ordinaria, finanziaria, straordinaria) alla formazione del reddito finale. Emerge così la necessità di indagare sulla modalità di formazione del risultato operativo e sulle molteplici relazioni che possono sussistere tra questo e quello netto. Lo schema del Conto Economico previsto dall'art. 2425 c.c. si presenta in forma scalare, ed evidenzia solamente alcuni risultati parziali, i quali offrono una prima informazione sul

processo di creazione del risultato d'esercizio. I costi ed i ricavi sono classificati per natura, vale a dire per la ragione economica che ha portato al loro sostenimento/realizzazione e tale classificazione difficilmente può essere utilizzata in modo conveniente per l'analisi economico-finanziaria della gestione. La sua riclassificazione è utile per calcolare ulteriori risultati parziali e può essere eseguita adottando diversi criteri, in base ai risultati informativi che si desidera ottenere.

Una prima configurazione è quella del Conto Economico a costi e ricavi della produzione ottenuta, si caratterizza per la distinzione dei costi in interni (personale e immobilizzazioni) ed esterni (materie prime e altri fattori produttivi correnti) e che permette di individuare nell'area operativa tre risultati parziali:

- il valore aggiunto³⁸;
- il MOL (o EBITDA³⁹), il quale considera al suo interno solo i costi «monetari»; un MOL negativo evidenzia una situazione critica da risolvere urgentemente;
- l'EBIT⁴⁰, che al suo interno comprende anche i costi «non monetari» e individua il profitto della gestione caratteristica.

³⁸ Rappresenta l'incremento di valore ottenuto dall'utilizzo dei fattori interni rispetto al totale dei costi per fattori produttivi esterni.

³⁹ EBITDA = Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization.

⁴⁰ EBIT = Earnings Before Interests, Taxes.

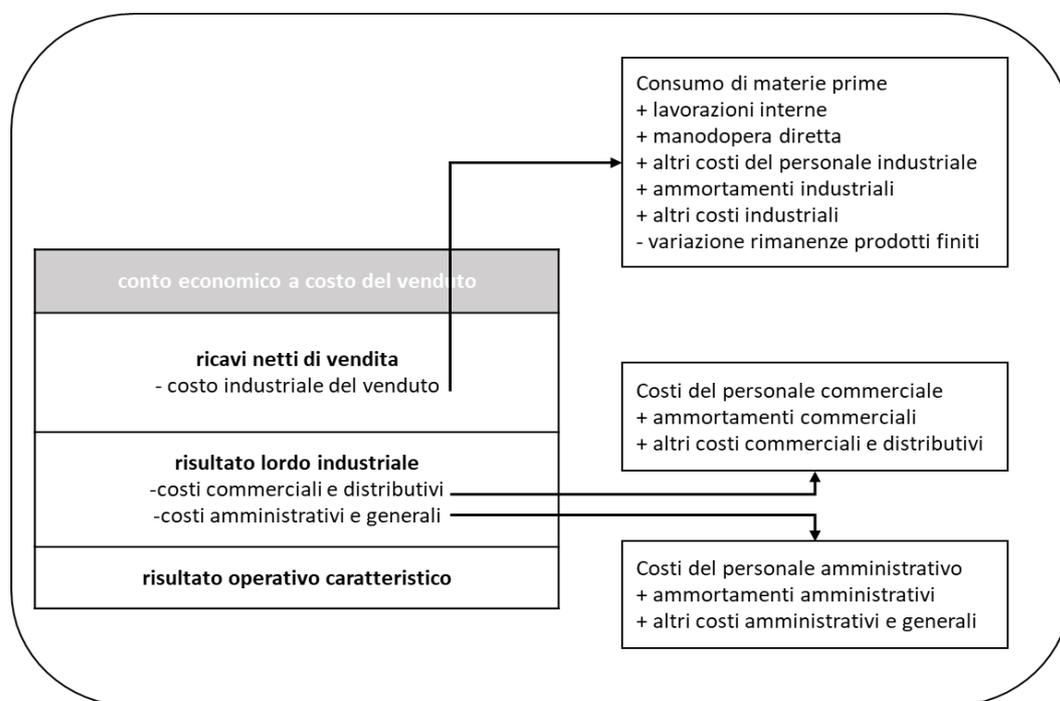
Tabella 2.3 *Conto Economico a costi e ricavi della produzione ottenuta*

valore della produzione ottenuta
(costi esterni)
valore aggiunto
(costi del personale)
marginale operativo lordo (EBITDA)
(costi della struttura tecnica)
risultato operativo caratteristico (EBIT)

Fonte: A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021.

La seconda configurazione è rappresentata dal Conto Economico a costi e ricavi del venduto che si distingue dal precedente per classificare i costi per destinazione e necessita di ulteriori informazioni per distinguere i costi da inserire nella categoria del «venduto» e quelli che riguardano oneri amministrativi, commerciali, R&S, che dal bilancio civilistico non si possono desumere. L'analisi economica in questo caso permette di valutare l'efficienza di impiego dei fattori produttivi nella produzione dei ricavi e di capire come hanno contribuito a ciò i vari centri organizzativi.

Figura 2.4 Conto economico a costi e ricavi del venduto



Fonte: A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021.

Infine, ritroviamo il Conto Economico marginalistico, in cui la classificazione dei costi avviene in base alle caratteristiche di variabilità e di costanza degli stessi⁴¹. Tale riclassificazione consente di individuare un risultato parziale di estrema importanza in quanto genera delle informazioni essenziali per comprendere la relazione costi, volumi e risultati: il margine di contribuzione; questo è dato dalla differenza tra ricavi e costi variabili. Permette dunque ai soggetti

⁴¹ Possono essere presenti anche voci di costo «ibride» per le quali sono richieste ulteriori analisi di misurazione delle componenti variabili e fisse.

interessati di capire se alla base di una determinata *performance* ci siano situazioni di efficienza o di costi fissi/di struttura inadeguati.

Tabella 2.4 *Conto Economico marginalistico*

Ricavi netti di vendita
Costi variabili industriali (del venduto)
Margine di contribuzione industriale
Costi variabili commerciali
Margine di contribuzione totale
Costi fissi
Risultato operativo caratteristico

Fonte: A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021.

2.4.2 L'analisi della redditività: ROI e ROE

In una situazione di crisi avviene spesso che parte degli indicatori economici presenti un valore negativo a causa delle perdite che possono manifestarsi a livello complessivo della gestione o a livello di aggregati intermedi. Per l'analisi della redditività aziendale vengono utilizzati principalmente due indicatori:

- ROI⁴² (*Return on Investment*);

⁴² Molto spesso viene confuso con il ROA (*Return on Asset*) il quale, a differenza del ROI, considera nel capitale investito anche gli elementi che derivano dalla gestione extra-caratteristica.

- ROE (*Return on Equity*).

Il ROI è considerato come l'indicatore più utilizzato nell'ambito dell'analisi della gestione aziendale ed esprime il tasso di ritorno del capitale investito nella gestione operativa, attraverso il rapporto tra il reddito derivante dalla gestione operativa caratteristica e, appunto, il capitale investito (di terzi e proprio).

$$ROI = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}}^{43}$$

Questo indice di redditività operativa segnala quindi la capacità dell'azienda di remunerare il capitale acquisito facendo leva sull'attività caratteristica dell'impresa stessa. Ad esempio, un ROI del 10% sta a significare che per ogni 100 € investiti nell'attività operativa genera un rendimento annuo del 10%, vale a dire 10 € di reddito operativo. Questo indice può essere inteso anche come frutto della moltiplicazione di due ulteriori indicatori tra loro che sono la redditività delle vendite (ROS)⁴⁴ e il tasso di rotazione del capitale investito (*turnover*)⁴⁵.

Questi coincidono solo nel caso la società non svolga una gestione extra-operativa affiancata a quella operativa.

⁴³ È importante sottolineare che, affinché l'indice sia corretto, il capitale investito dovrebbe considerare solo gli elementi coinvolti nella gestione operativa, in modo da essere omogeneizzato con il numeratore (quindi al netto delle componenti i cui proventi derivano dalle aree non caratteristiche).

⁴⁴ *ROS (Return on Sales)* = $\frac{\text{Risultato Operativo}}{\text{Ricavi di vendita}}$; indica quanto resta dopo aver coperto tutti i costi dell'area caratteristica.

⁴⁵ *Indice di rotazione del capitale investito (turnover)* = $\frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Capitale Investito}}$; esprime la capacità del capitale investito di produrre ricavi.

$$ROI = \frac{RO}{Ricavi\ di\ vendita} * \frac{Ricavi\ di\ vendita}{CI} = \frac{RO}{CI}$$

Di conseguenza, possiamo affermare che il ROI aumenta se aumenta la redditività delle vendite, mentre diminuisce se gli *asset* operativi non vengono sfruttati in maniera efficiente o sono in eccedenza rispetto a quanto necessario.

Il secondo degli indicatori proposti è il ROE, il quale esprime il grado di soddisfacimento del capitale proprio ed indica il livello a cui viene commisurata la base di remunerazione del capitale acquisito dall'impresa con il vincolo del pieno rischio. Esso viene infatti utilizzato prevalentemente da investitori in capitale di rischio per valutare se l'investimento nell'azienda oggetto di analisi è più conveniente rispetto ad altre. Per attrarre nuovi investitori il ROE dovrebbe essere maggiore a quello degli investimenti alternativi e almeno pari ai rendimenti attesi di tali investitori.

$$ROE = \frac{Reddito\ Netto}{Capitale\ Netto}$$

Un eventuale valore negativo di tale indicatore deriva principalmente dalla registrazione di una perdita⁴⁶; infatti, in un'azienda in crisi, il primo margine ad essere eroso in una situazione negativa è proprio il risultato dell'esercizio. Come

⁴⁶ Salvo il caso di «*deficit* patrimoniale» con conseguente rischio di cessazione dell'attività se non si interviene per tempo.

per il ROI, anche il ROE può essere scomposto in altri due importanti indici che sono l'indice di autofinanziamento⁴⁷ e l'indice di dividendo⁴⁸.

ROI e ROE sono legati tra di loro: mentre il ROI è funzione del reddito operativo e del capitale investito nell'area caratteristica, indipendentemente dalle fonti che lo hanno generato, e quindi risente della politica industriale dell'azienda, il ROE è composto dal reddito netto e dal capitale proprio e dipende quindi dalla redditività operativa, dalla struttura finanziaria e dall'onerosità della gestione finanziaria e delle altre aree extra-operative. La relazione può essere espressa dalla seguente formula:

$$ROE = \frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}} * \frac{\text{Capitale Investito}}{\text{Capitale Proprio}} * \frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Reddito Operativo}}$$

dove:

- $\frac{\text{Reddito Operativo}}{\text{Capitale Investito}}$ rappresenta il ROI e quindi esprime la redditività operativa;
- $\frac{\text{Capitale Investito}}{\text{Capitale Proprio}}$ rappresenta l'indice di indebitamento allargato⁴⁹, o *Leverage*, e dimostra con quali modalità l'azienda riesce a finanziare i propri investimenti (se con capitale di credito o proprio);

⁴⁷ *Tasso di autofinanziamento* = $\frac{\text{Utili destinati a riserva}}{\text{Capitale Proprio}}$

⁴⁸ *Tasso di dividendo* = $\frac{\text{Utili destinati a dividendi}}{\text{Capitale Proprio}}$

⁴⁹ È possibile calcolare l'indice di indebitamento anche «in senso stretto», detto *Debt to Equity Ratio*, dato dal rapporto tra il capitale di credito e quello proprio; questo indicatore descrive con quali modalità l'impresa finanzia i propri investimenti maggiormente (se con capitale di terzi o proprio):

- $\frac{\text{Reddito Netto}}{\text{Reddito Operativo}}$ rappresenta l'incidenza della gestione extra-caratteristica che genera una differenza tra il reddito operativo ed il reddito netto.

Con riferimento al tasso di indebitamento, bisogna effettuare delle precisazioni. Un aumento di tale indicatore, il quale moltiplica l'effetto del ROI, determina un effetto positivo sul ROE; questo fenomeno è denominato «leva finanziaria»⁵⁰. Tuttavia, bisogna tenere a mente che il sostenimento di maggiori debiti comporta il conseguente aumento degli oneri finanziari da pagare e quindi diminuisce sempre di più il rapporto tra reddito netto e operativo. Per questo motivo l'effetto positivo dell'aumento del quoziente di indebitamento permane fino a quando il ROI si mantiene ad un livello superiore rispetto agli interessi pagati sui finanziamenti (i_d).

2.4.3 I limiti dell'analisi di bilancio

Sappiamo che il bilancio rappresenta una fonte di informazioni significative al fine di evidenziare sintomi di un possibile stadio di crisi. Tuttavia, la validità dell'analisi di bilancio inteso come strumento per prevenire la crisi è stata messa in discussione non poco. Il primo limite è dato dalla scarsa attitudine che i dati quantitativi di bilancio hanno di segnalare tempestivamente la crisi; di conseguenza, segnali primari di crisi possono spesso rappresentare segnali intermedi o finali.

- $\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Capitale di Terzi}}{\text{Capitale Proprio}}$

⁵⁰ Questa può essere rappresentata dalla seguente formula:

- $\text{ROE} = [\text{ROI} + (\text{ROI} - i_d) * \frac{\text{Capitale di Terzi}}{\text{Capitale Proprio}}]$

Altro limite è l'appartenenza alla categoria dei modelli predittivi univariati, vale a dire basati su un criterio di valutazione dello stato di salute aziendale tramite l'utilizzo di un sistema di indicatori di bilancio; vi è la mancanza di una valutazione complessiva di sintesi e, quindi, di un'aggregazione dei risultati scaturenti dall'analisi. Per sopperire a tale limite sono stati pensati ulteriori modelli, tra i quali ritroviamo quelli multivariati, i quali superano l'analisi individuale dei singoli indici e introducono una valutazione finale, e modelli che utilizzano algoritmi di *machine learning*. Tuttavia, questi approcci necessitano di un grande dispendio di energie e tempo, non giustificato dai risultati che sono in grado di ottenere.

Inoltre, utilizzando l'Analisi di Bilancio è possibile ottenere risultati che evidenziano falsi positivi (errori di primo tipo), imprese di cui è prevista l'insolvenza che in realtà non vi incorreranno nell'orizzonte temporale considerato, o falsi negativi (errori di secondo tipo), imprese di cui non è stata individuata la situazione di crisi ma che diverranno insolventi. Un contributo efficace per sopperire a tali limiti e per il superamento della difficoltà di utilizzo del metodo (tipico dei metodi statistici multivariati e del *machine learning*) è quello del CNDCEC, il quale ha introdotto una metodologia «combinata», della quale se ne parlerà nel dettaglio successivamente.

Un ulteriore limite è che l'utilizzo di indicatori derivanti dalle voci di bilancio fanno sì che il flusso informativo sia «a consuntivo» ed è quindi necessario che tale analisi, per essere la più accurata possibile, sia integrata con la

consultazione di dati storici di una determinata impresa e sul confronto del loro andamento con quelli attuali (analisi temporale), nonché con quelli delle altre aziende, in un'ottica di «*benchmark* di settore» (analisi spaziale), con riferimento ad almeno tre esercizi consecutivi⁵¹. La prima è più semplice da attuare; la seconda è caratterizzata da maggior problematicità dovuta dalla difficoltà di reperimento dei dati di altre aziende appartenenti allo stesso settore di quella oggetto di studio.

Infine, è bene evidenziare un fattore di estrema importanza, il quale può incidere anche sull'analisi spaziale. Questo è rappresentato dall'affidabilità degli schemi contabili, i quali sono inevitabilmente influenzati dalle politiche contabili: spesso le aziende sono spinte dall'applicare i principi contabili in modo diverso e stravolgono di conseguenza i dati, falsificandoli, con l'intento di rendere la situazione aziendale migliore alla vista degli *stakeholders*. Tale «pratica» sarà oggetto di approfondimento nel prossimo capitolo.

⁵¹ A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021: «[...] una corretta analisi di bilancio deve essere realizzata confrontando situazioni contabili riferite almeno a tre esercizi consecutivi, attraverso cui disegnare linee di tendenza tramite cui interpretare il più probabile scenario di sviluppo dell'attività aziendale, integrato da confronti con "benchmark di settore" (principali competitor o medie di mercato)».

CAPITOLO 3 – IL MODELLO «IBRIDO»

INTRODOTTO DAL CNDCEC: GLI INDICATORI

DELLA CRISI D’IMPRESA

3.1 IL SISTEMA DI INDICI DEL CNDCEC

3.1.1 I vantaggi dell’utilizzo di un modello «ibrido»

Al giorno d’oggi molte aziende non dispongono di adeguati sistemi di monitoraggio e si trovano quindi impreparate nel prevedere fenomeni di crisi e declino. Il Legislatore, consapevole di carenze nell’ambito della previsione di possibili squilibri reddituali, patrimoniali e finanziari (che potrebbero provocare successivamente l’«esplosione» di una crisi), ha evidenziato la necessità di costituire degli indici della crisi *«che diano evidenza della sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale per l’esercizio in corso o, quando la durata residua dell’esercizio al momento della valutazione è inferiore a sei mesi, per i sei mesi successivi¹»*. È quindi cambiato l’approccio alla crisi che oggi si focalizza sempre di più sull’aiutare quelle imprese

¹ CNDCEC, «Crisi d’impresa. Gli indici dell’allerta», Bozza del 19 ottobre 2019.

che si trovano in difficoltà attraverso la rilevazione tempestiva del fenomeno, superando il metodo precedente volto solamente alla loro eliminazione dal mercato.

A tal fine, è degno di nomina il contributo del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (di seguito CNDCEC) sulla costruzione di un sistema di indicatori, i quali devono essere revisionati almeno trimestralmente. Questa revisione periodica è stata introdotta per ovviare ad un importante limite: gli indici del CNDCEC sono calcolati basandosi su delle grandezze *stock* di bilancio e l'analisi della capacità dell'impresa di continuare ad operare nel tempo come entità in funzionamento non può essere effettuata in un unico momento di valutazione; per tale motivo è stato previsto che la loro rilevazione doveva avvenire almeno ogni tre mesi, in modo da rispettare la visione prospettica dell'analisi.

Il modello scelto dal CNDCEC risulta essere uno strumento di previsione «combinato» in quanto al suo interno emergono le caratteristiche tipiche sia dei modelli univariati, i quali si soffermano sul calcolo di singoli indicatori e il valore ottenuto si confronta con un punto di *cut off* al fine di classificare le imprese come potenzialmente sane o in difficoltà, sia di quelli multivariati, che attribuiscono il potere di valutare la salute aziendale al valore totale ottenuto dall'utilizzo di più indici, invece che uno solo (come prevede l'approccio unidimensionale)². La

² Si evidenziano aspetti anche della *Recursive Partitioning Algorithm* (RPA); A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021:

differenza sostanziale con l'approccio multidimensionale è data dal fatto che quest'ultimo arriva alla valutazione finale attraverso uno *scoring* multivariato di ponderazione, mentre il CNDCEC prevede che gli indici superino congiuntamente tutte le soglie critiche individuate per poter arrivare a discriminare l'impresa come sana o in crisi. Infatti, come affermato nel precedente capitolo, tale modello, oltre a rappresentare una valida alternativa all'applicazione di metodologie più recenti (come quella del *machine learning*) che prevedono sforzi eccessivi da parte degli analisti non giustificati dalla loro efficacia predittiva, è in grado di ridurre tutte quelle complicazioni derivanti dalla gestione contemporanea dei vari indici prevista dall'approccio multidimensionale; è considerato come più semplice da impiegare, ma allo stesso tempo comunque efficace, in quanto consente di individuare accuratamente i sintomi che potrebbero sfociare in crisi futura con il minimo dispendio di risorse per la sua applicazione.

«Avvalendosi di tecniche di classificazione unidimensionali (ossia, modelli univariati), i modelli RPA classificano le aziende mediante un processo di discriminazione progressivo e graduale. [...] le imprese sono inizialmente valutate come fisiologiche o patologiche esaminando la misura assunta da un singolo indicatore, ritenuto tra tutti quello dotato del maggior potere discriminante. Questo passaggio, diversamente dai modelli unidimensionali puri, non viene effettuato una sola volta, ma si ripete. Dopo aver scomposto l'universo aziendale nei gruppi "aziende sane" e "aziende malate" applicando il primo parametro, infatti, si effettua un'ulteriore suddivisione, somministrando due nuove variabili discriminanti alle sottopopolazioni ottenute nel primo step. Questo processo, reiterato un numero di volte ritenuto congruo dall'analista, porta alla definizione di un modello non parametrico che si configura come uno schema della classica struttura ad albero. [...] è necessario seguire uno dei percorsi predeterminati dall'albero decisionale, applicando via via gli indicatori previsti, fino ad identificare quale nodo terminale (imprese sane o imprese malate) accoglierà, in via definitiva, la realtà indagata».

Altro limite che il modello cerca di superare è quello dell'emersione di falsi positivi; a tal fine, sono state individuate delle soglie critiche tali da evitare possibili segnalazioni di imprese considerate «malate» quando invece non lo sono³. Possiamo quindi concludere che l'obiettivo da raggiungere è rappresentato dall'intercettazione delle situazioni di crisi in maniera tempestiva, prima che questa si traduca in insolvenza cercando di evitare il più possibile le «false segnalazioni».

3.1.2 Gli indicatori della crisi secondo il CNDCEC e la successiva segnalazione

Prima di procedere con l'analisi del sistema di indici elaborato dal CNDCEC, è bene premettere che tali indicatori non sono più contemplati all'interno del CCI⁴, il quale ha subito recentemente delle profonde modifiche; nonostante ciò, al giorno d'oggi continuano a rappresentare il principale punto di riferimento della maggior parte delle imprese, ai fini del monitoraggio della situazione aziendale complessiva.

³ Il CNDCEC aggiunge inoltre che, per limitare l'insorgere di falsi positivi, sia necessaria la maturazione di *best practices* per dare maggiore efficacia di segnalazione ai sintomi individuati grazie agli indicatori.

⁴ Prima dell'effettiva entrata in vigore del suddetto Codice, avvenuta il 15 luglio 2022, l'art. 13, comma 1, dava una definizione di indicatori della crisi, intesi dallo stesso come «*gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore, tenuto conto della data di costituzione e di inizio dell'attività, rilevabili attraverso appositi indici che diano evidenza della sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o, quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a sei mesi, per i sei mesi successivi. A questi fini, sono indici significativi quelli che misurano la sostenibilità degli oneri dell'indebitamento con i flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare e l'adeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi. Costituiscono altresì indicatori di crisi ritardi nei pagamenti reiterati e significativi*»; sempre l'art. 13 CCI, comma 2, affidava al CNDCEC il compito di predisporre gli indici stabiliti nel comma 1.

Il Legislatore ha stabilito, al fine di prevedere possibili squilibri di carattere finanziario, reddituale e patrimoniale, la predisposizione di determinati indicatori come strumenti volti a tale obiettivo, i quali devono essere anche suddivisi in base al tipo di attività economica che svolgono le varie aziende (in base alla classificazione prevista dall'ISTAT); lo stesso ha affidato tale compito, con frequenza triennale, al CNDCEC.

Il modello del CNDCEC è denominato dallo stesso come «combinato» in quanto la selezione di tali indicatori avviene in due principali fasi: all'inizio vengono identificati quegli indici di bilancio⁵ che meglio riescono a spiegare l'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dell'azienda, in modo da individuare una prima lista di possibili sintomi di crisi (analisi univariata); successivamente tutti questi segnali vengono considerati in maniera congiunta al fine di evidenziare l'effettiva esistenza di una situazione di crisi aziendale (analisi multivariata). Sempre nell'ambito dell'analisi multivariata, sono state calcolate le soglie limite settoriali in modo da rendere l'analisi il più efficace possibile ed evitare la rilevazione di falsi positivi. Da ciò è possibile desumere un importante vincolo imposto al Consiglio nella stesura del sistema di indici, vale a dire il rispetto di determinate condizioni (che richiamano appunto al concetto di modello «combinato»), quali:

⁵ Nella scelta della prima *short list* non sono stati inclusi quegli indici che possono generare dei problemi algebrici, come l'inversione del segno.

- la possibilità di ottenere dagli stessi una valutazione unitaria circa la presenza di un possibile stato di crisi;
- l'inclusione di tutti quegli indicatori che siano espressivi della sostenibilità o meno del costo dell'indebitamento con i flussi di cassa che possono essere generati dall'azienda e che abbiano la capacità di stabilire se i mezzi propri siano adeguati o meno rispetto ai mezzi di terzi.

Devono quindi essere inclusi all'interno del modello⁶ del CNDCEC tutti quegli indicatori che diano evidenza di importanti segnali di crisi, come:

- la non sostenibilità dei debiti per almeno il semestre successivo;
- l'assenza della prospettiva del *going concern*;
- il verificarsi di ritardi nei pagamenti di entità consistente e protratti nel tempo⁷;

⁶ Il modello del CNDCEC contempla 7 indicatori predittivi di una possibile situazione di crisi, più precisamente 2 più 5, i quali devono essere analizzati in maniera sequenziale.

⁷ P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, gennaio 2020: «I pagamenti da monitorare con maggior attenzione:

- *Debiti per retribuzioni scaduti da almeno 60 giorni per un ammontare pari a oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni;*
- *debiti verso fornitori scaduti da almeno 120 giorni per un ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti;*
- *debito Iva;*
- *debito v/Inps non versato e scaduto da più di sei mesi, di ammontare superiore alla metà dei contributi dovuti nell'anno precedente e comunque superiore a 50 mila euro;*
- *debiti v/agente riscossione autodichiarati o definitivamente accertati scaduti da oltre 90 giorni, di ammontare superiore a:*
 - *500 mila euro per le imprese individuali,*
 - *un milione di euro per le imprese collettive;*
- *debito Iva scaduto e non versato risultante dalla Lipe pari ad almeno il 30 per cento del volume d'affari del medesimo periodo e non inferiore a:*

Attraverso questa metodologia il CNDCEC individua inizialmente due indici «che fanno ragionevolmente presumere la sussistenza di uno stato di crisi dell'impresa», i quali possono essere applicati a tutte le imprese:

- Patrimonio Netto;
- *Debt Service Coverage Ratio*, meglio conosciuto con l'acronimo DSCR.

Una volta effettuati i *test* su questi due indicatori, e qualora questi *test* vengano considerati come «non superati», si procede al calcolo e all'analisi di altri cinque indici sempre desumibili dal bilancio d'esercizio dell'azienda e scelti in base alla loro capacità predittiva e segnaletica del potenziale manifestarsi di una situazione di *default*:

- indice di sostenibilità degli oneri finanziari;
- indice di adeguatezza patrimoniale;
- indice di ritorno liquido dell'attivo;
- indice di liquidità;
- indice di indebitamento tributario e previdenziale.

L'analisi dei sopra citati indicatori deve avvenire in maniera contemporanea, superando quindi l'approccio unidimensionale, e i risultati ottenuti

-
- 25 mila euro per volume d'affari risultante dalla dichiarazione modello Iva relativa all'anno precedente fino a 2 milioni di euro,
 - 50 mila euro per volume d'affari risultante dalla dichiarazione modello Iva relativa all'anno precedente fino a 10 milioni di euro,
 - 100 mila euro, per volume d'affari risultante dalla dichiarazione modello Iva relativa all'anno precedente oltre 10 milioni di euro»;

devono essere confrontati con i rispettivi *benchmark*⁸ di settore, individuati facendo riferimento alla classificazione in sezioni ATECO ISTAT del 2007 (*tabella 3.1*). Il superamento simultaneo di tali soglie limite, considerato il settore al quale l'impresa appartiene, costituisce un importante segnale di crisi. Si tratta quindi di un'analisi congiunta, la quale non è però basata sulla costruzione di un unico punteggio riepilogativo (tipico dei modelli multivariati), bensì su una struttura sistemica dei *benchmark* settoriali che stabilisce l'effettiva presenza di una situazione di crisi solamente se tutti e cinque gli indici (promossi dall'approccio univariato) contemporaneamente non superano il *test* di controllo.

Tabella 3.1 *Le soglie di allerta elaborate dal CNDCEC*

SETTORE	Indice di sostenibilità degli oneri finanziari %	Indice di adeguatezza patrimoniale %	Indice di liquidità %	Indice di ritorno liquido dell'attivo %	Indice di indeb. trib. e prev. %
(A)Agricoltura, silvicoltura e pesca	2,8	9,4	92,1	0,3	5,6

⁸ CNDCEC, «Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta», Bozza del 19 ottobre 2019: «L'approccio di selezione multivariato che ha combinato aspetti qualitativi ad aspetti quantitativi data-driven ha consentito di esplorare un numero estremamente elevato di combinazioni. In particolare, si sono prima definiti per i diversi settori dei modelli di benchmark basati sull'analisi esperta e sugli indici più rappresentativi derivati dalla fase di esplorazione univariata e delle correlazioni.

Tali modelli, concettualmente robusti, sono stati comparati con migliaia di altri modelli alternativi definiti combinando fino a 5 indici di bilancio, secondo una logica supervisionata di combinazioni che massimizzasse l'eterogeneità dei segnali e la copertura delle aree di analisi.

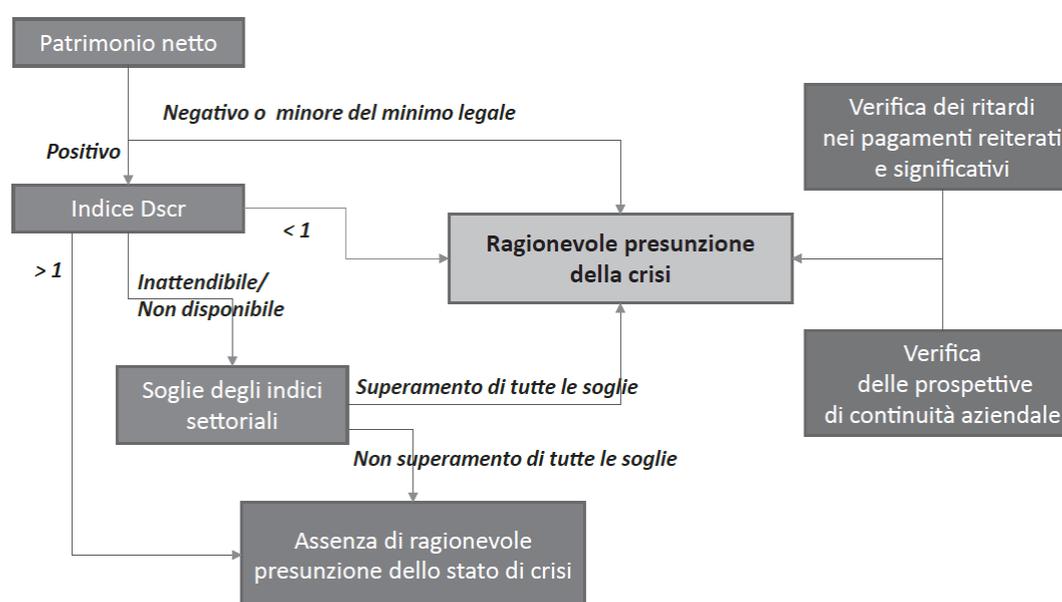
Questo test ha permesso di fare evolvere i modelli benchmark verso un nucleo solido di indici reputati efficaci, testando come il livello di efficacia varia a seconda dei settori».

SETTORE	Indice di sostenibilità degli oneri finanziari %	Indice di adeguatezza patrimoniale %	Indice di liquidità %	Indice di ritorno liquido dell'attivo %	Indice di indeb. trib. e prev. %
(B)Estrazione (C)Manifattura (D) Produzione energia/gas	3,0	7,6	93,7	0,5	4,9
(E)Fornitura acqua reti fognarie rifiuti (D)Trasmissione energia/gas	2,6	6,7	84,2	1,9	6,5
(F41)Costruzione di edifici	3,8	4,9	108,0	0,4	3,8
(F42)Ingegneria civile (F43)Costruzioni specializzate	2,8	5,3	101,1	1,4	5,3
(G45)Commercio autoveicoli (G46)Commercio Ingrosso (D)Distribuzione energia/gas	2,1	6,3	101,4	0,6	2,9
(G47)Commercio dettaglio (I56)Bar e ristoranti	1,5	4,2	89,8	1,0	7,8
(H)Trasporto e magazzinaggio (I55)Hotel	1,5	4,1	86,0	1,4	10,2
(JMN)Servizi alle imprese	1,8	5,2	95,4	1,7	11,9
(PQRS)Servizi alle persone	2,7	2,3	69,8	0,5	14,6

Fonte: Mia rielaborazione di CNDCEC, «Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta», Bozza del 19 ottobre 2019.

Questo sistema di indici è inteso come gerarchico ed i sette indicatori che lo compongono devono essere applicati rispettando l'esatta sequenza evidenziata dal CNDCEC e sintetizzata nella *figura 3.1*. Ad esempio, una volta appurato il superamento dei *test* sui primi due indicatori (Patrimonio Netto e DSCR) che potenzialmente indica l'assenza di crisi per l'impresa, al fine di eliminare qualunque rischio di insorgenza di falsi negativi è necessario passare al calcolo dei suddetti indici di bilancio; se questi ultimi superano congiuntamente le soglie settoriali, come accennato in precedenza, si può ragionevolmente desumere la sussistenza di uno stadio di crisi aziendale.

Figura 3.1 *Flusso del processo di valutazione dell'eventuale stato di crisi*



Fonte: P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in Il Sole 24 Ore, gennaio 2020.

L'obiettivo che il Legislatore vuole raggiungere è quello di favorire l'emersione anticipata di un possibile stadio di crisi aziendale attraverso l'istituzione, all'interno dell'organizzazione, di «*early warnings*», costituiti appunto dagli indicatori sopra indicati⁹, i quali si attivano nei momenti in cui i sistemi di controllo interni dell'azienda si dimostrano inefficaci ed inadeguati nell'individuazione tempestiva dei sintomi premonitori di una crisi. Questi, come abbiamo precedentemente anticipato, devono essere controllati con cadenza trimestrale da parte dell'imprenditore stesso (come disposto dalle recenti modifiche all'art. 2086 del Codice civile¹⁰), degli organi di controllo societari e dal revisore legale o società di revisione; infatti, ulteriore modifica è stata quella che ha interessato l'art. 2477 c.c. e che ha avuto come oggetto l'estensione dell'obbligo di nomina del revisore e degli organi di controllo. In particolare, lo stesso art. 2477 c.c. sancisce che «*La nomina dell'organo di controllo o del revisore è obbligatoria se la società:*

⁹ ODCEC di Modena: «*Qualora l'impresa, in base alle proprie caratteristiche, ritenesse non adeguati gli indici sopra riportati ne potrà dare evidenza in Nota integrativa riportando altri indici che considera idonei a far presumere lo stato di crisi.*

L'adeguatezza dei diversi indici scelti dall'impresa dovrà essere attestata da un professionista indipendente e tale attestazione dovrà essere allegata alla nota integrativa. L'attestazione produce effetti per l'esercizio successivo».

¹⁰ A tal proposito è cosa buona richiamare tale articolo, il quale sancisce che «*L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale».*

- a) è tenuta alla redazione del bilancio consolidato;*
- b) controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti;*
- c) per due esercizi consecutivi ha superato due dei limiti indicati dal primo comma dell'articolo 2435-bis¹¹».*

Nel momento in cui vengono a mancare le condizioni che garantiscono l'equilibrio aziendale gli organi di controllo societari ed il revisore, nonché l'imprenditore stesso, avranno l'obbligo di attivare tempestivamente l'allerta¹². Questa tempestiva attivazione (allerta «volontaria») rappresenta per l'imprenditore, oltre che un onere, anche una possibilità di accedere a delle misure premiali di natura patrimoniale, come ad esempio la riduzione alla misura legale degli interessi maturati sui debiti tributari, e in termini di responsabilità personale, tra le quali spicca l'introduzione di cause di non punibilità o di altre attenuanti. È stato poi introdotto un vero e proprio obbligo di segnalare all'organo amministrativo l'emergere di fondati indizi di crisi in capo al Collegio Sindacale, vale a dire l'organo di controllo societario, ed al revisore legale o società di revisione, in base a che si tratti di persona fisica o meno (allerta «non volontaria»). Anche per tali soggetti una tempestiva segnalazione rappresenta un'opportunità di accedere a delle misure premiali, come ad esempio l'essere esonerati dalla responsabilità solidale

¹¹ I limiti previsti dall'art. 2435-bis c.c. sono: «1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità».

¹² Il Legislatore non ha incluso nel novero dei soggetti tenuti all'osservanza degli strumenti di allerta dell'Organismo di Vigilanza, o OdV.

con l'organo amministrativo per tutti i danni che verranno provocati nel periodo successivo alla segnalazione.

In particolare, il loro principale obiettivo rappresenta questo di vigilare sull'operato dell'organo amministrativo, il quale deve monitorare in maniera costante l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, l'andamento futuro della gestione e il mantenimento degli equilibri aziendali. Se emergono fondati indizi di crisi nell'ambito dello svolgimento della suddetta funzione, gli stessi devono segnalarli all'organo amministrativo; si attiva in questo modo l'«allerta interna». All'inizio viene considerata come un'allerta interna «informale», volta a far venire a conoscenza dell'organo amministrativo della situazione in cui versa l'azienda e della necessità di intraprendere azioni correttive idonee a non far degenerare la situazione. Nel caso in cui l'organo amministrativo non assolva a tale funzione, si procede con una vera e propria comunicazione scritta allo stesso mediante PEC, dando avvio all'allerta interna «formale», la quale prevede che gli amministratori debbano, entro un termine di 30 giorni, dare evidenza delle azioni individuate per il superamento della situazione di difficoltà. Nell'ipotesi di omissione o di inadeguatezza della risposta si procede con l'attivazione dell'«allerta esterna», rivolta nei confronti dell'autorità competente¹³, la quale deve venire a conoscenza

¹³ Inizialmente era considerato autorità competente l'Organismo di Composizione della Crisi d'Impresa, o meglio conosciuto con l'acronimo OCRI, il quale non viene più contemplato nelle ultime modifiche al CCI del 2022.

tramite la segnalazione di tutti gli elementi necessari ad avviare la procedura di composizione assistita della crisi.

Altra novità è rappresentata dall'obbligo di segnalazione esteso ai creditori pubblici qualificati (Agenzia delle Entrate, INPS e Agente della Riscossione delle Imposte), i quali fanno parte dell'allerta esterna; infatti, in caso di superamento delle soglie degli indicatori di crisi, la segnalazione può essere effettuata anche da un soggetto esterno, in maniera ufficiale tramite PEC. Negli indici della crisi individuati dal CNDCEC è presente anche l'indice di indebitamento tributario e previdenziali, questo vuole dire che l'impresa dovrà tenere sotto controllo anche queste tipologie di debiti. L'oggetto della segnalazione sarà appunto il superamento delle soglie limite, previste per ogni tipologia di creditore pubblico qualificato¹⁴,

¹⁴ P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, gennaio 2020: «per l'agenzia delle Entrate il monitoraggio è circoscritto all'Iva e la soglia di rilevanza è individuata dall'ammontare totale del «debito scaduto e non versato» per l'Iva, risultante dalla comunicazione della liquidazione periodica di cui all'articolo 21 bis del Dl 31 maggio 2010, n. 78 sia:

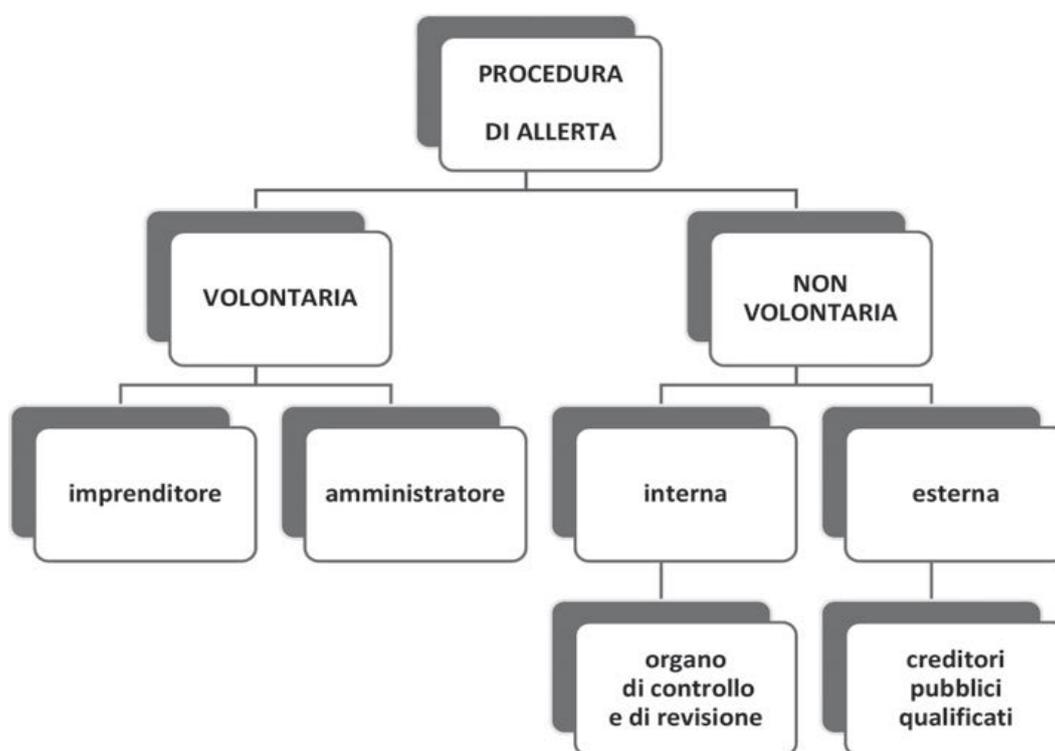
- pari ad almeno il 30 per cento del volume d'affari del medesimo periodo e
- non inferiore a:
 - 25 mila euro per volume d'affari risultante dalla dichiarazione modello Iva relativa all'anno precedente fino a 2 milioni di euro;
 - 50 mila euro per volume d'affari risultante dalla dichiarazione modello Iva relativa all'anno precedente fino a 10 milioni di euro;
 - 100 mila euro, per volume d'affari risultante dalla dichiarazione modello Iva relativa all'anno precedente oltre 10 milioni di euro. [...]

Per l'Inps [...] L'esposizione debitoria è rilevante quando il debitore è in ritardo di "oltre sei mesi" nel versamento di contributi previdenziali di ammontare superiore alla metà di quelli dovuti nell'anno precedente e superiore alla soglia di 50 mila euro. [...]

L'agente della Riscossione [...] non si limita ai contributi previdenziali e all'Iva, ma parla di «sommatoria dei carichi affidati». Di conseguenza, il debitore moroso deve verificare tutte le cartelle relative a importi definitivamente accertati, anche se riferiti per esempio a: -imposte sui redditi, addizionali e sostitutive; -Irap; -accise; -tributi locali».

dell'esposizione debitoria dell'impresa. In questo caso la scadenza entro la quale l'organo amministrativo deve provvedere a regolarizzare la sua posizione è di 90 giorni, superati i quali ci sarà la successiva segnalazione all'autorità competente.

Figura 3.2 *La procedura di allerta in sintesi*



Fonte: P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, gennaio 2020.

3.2 IL PROCESSO SEQUENZIALE DI IDENTIFICAZIONE DELLA CRISI D'IMPRESA

Nel precedente paragrafo abbiamo introdotto il sistema degli indicatori della crisi elaborato dal CNDCEC, i quali sappiamo essere composti da voci di bilancio e che, per comodità, riportiamo nella *tabella 3.2*.

Tabella 3.2 *Il sistema gerarchico di indicatori individuato dal CNDCEC*

Il sistema gerarchico di indicatori individuato dal CNDCEC. Indici che fanno ragionevolmente presumere la sussistenza di uno stato di crisi dell'impresa
1) Patrimonio netto negativo
2) DSCR (<i>Debt Service Coverage Ratio</i>) a 6 mesi inferior di 1
3) Qualora non sia disponibile il DSCR, devono essere superati congiuntamente le seguenti soglie:
a) indice di sostenibilità degli oneri finanziari in termini di rapporto tra oneri finanziari e fatturato;
b) indice di adeguatezza patrimoniale, in termini di rapporto tra patrimonio netto e debiti totali;
c) indice di ritorno liquido dell'attivo, in termini di rapporto tra <i>cash flow</i> e attivo;
d) indice di liquidità, in termini di rapporto tra attività a breve termine e passivo a breve termine;
e) indice di indebitamento tributario e previdenziale, in termine di rapporto tra indebitamento previdenziale e tributario e l'attivo.

Fonte: A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021.

Nelle righe che seguono entreremo nel dettaglio del processo di determinazione degli indici della crisi e andremo successivamente ad analizzare quali potrebbero essere le aree considerate critiche per la costruzione degli stessi, nonché a quali prassi contabili l'imprenditore può ricorrere al fine di modificare la

composizione di tali indicatori, in maniera tale da rendere agli occhi di tutti i portatori di interesse la situazione aziendale migliore rispetto alla realtà dei fatti.

3.2.1 Prima fase: il Patrimonio Netto

Iniziamo con il dare una definizione di questa grandezza. Il Patrimonio Netto ha diverse accezioni: secondo il punto di vista contabile esso rappresenta la differenza contabile tra le attività e le passività che vanno a comporre lo Stato Patrimoniale; in particolare, è dato dall'insieme di tutte le risorse che l'impresa possiede sottratte a tutte le obbligazioni assunte nell'anno per finanziare le operazioni aziendali. Secondo un punto di vista economico, il Patrimonio Netto coincide con la ricchezza di tutti i soci, mentre da un punto di vista finanziario è considerato come la fonte di autofinanziamento aziendale. Tale grandezza ha un'importanza che non deve essere trascurata nel valutare costantemente lo stato di salute dell'azienda. In linea generale, questo indicatore si può desumere dal totale della voce A del passivo dello Stato Patrimoniale¹⁵ a cui è necessario sottrarre la voce A dell'attivo caratterizzata da tutti i crediti verso i soci per versamenti non ancora effettuati¹⁶. Le parti di cui si compone il Patrimonio Netto sono il capitale

¹⁵ Come si può desumere dallo schema proposto dall'art. 2424 c.c. «*Contenuto dello Stato Patrimoniale*».

¹⁶ Ai fini del calcolo per l'individuazione di situazioni di crisi, il Patrimonio Netto deve essere rettificato dei seguenti elementi: «-*dividendi deliberati e non ancora contabilizzati*; - *riserva per operazioni di copertura flussi finanziari attesi, indipendentemente dal suo saldo, in linea con quanto disposto dall'art. 2426 c.c., comma 1, m. 11-bis*; - *riserve specifiche derivante dall'applicazione degli IFRS (ad es. riserve di fair value, riserve attuariali, riserva sotck option)*,

sociale apportato dai soci per dare l'effettivo avvio all'attività di impresa, le riserve da utilizzare in caso di eventi avversi, gli utili conseguiti che potrebbero essere destinati a riserva e le eventuali perdite (dell'esercizio attuale o di quelli precedenti) in attesa di essere sanate.

$$PN = Cap. Sociale + Riserve + Utili da destinare - Perdite in sospeso$$

Dalla combinazione di tutti questi elementi si ottiene quindi il valore del Patrimonio Netto, il quale può avere tre diversi esiti:

- positivo, quando il valore delle attività è superiore a quello delle passività. In questo ambito può verificarsi il caso in cui il valore del Patrimonio Netto coincide perfettamente con quello delle attività (ipotesi comunque sia rara) e di conseguenza la società si considera come sana dato che riesce ad autofinanziare tutte le risorse possedute con i mezzi propri, senza ricorrere a mezzi di terzi; nel caso in cui il risultato è positivo ma comunque inferiore al valore delle attività l'impresa riesce a finanziare buona parte delle attività con il capitale proprio e a ridurre il più possibile il ricorso al finanziamento esterno. È cosa buona precisare che, un valore positivo del Patrimonio Netto per le società di persone è sempre considerato come indicatore sano. Per le

qualora l'impresa adotti i principi contabili internazionali»: A. Danovi, A. Quagli, Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento, IPSOA, Milano, 2021.

società di capitali, alle quali è richiesto il mantenimento di un capitale minimo legale, un valore positivo non sempre sta ad indicare una situazione di normalità; infatti, se il valore del capitale sociale scende al di sotto della soglia minima prevista dalla legge, si può ragionevolmente presumere che l'impresa versi in uno stato di crisi. Altra considerazione da effettuare in questo ambito è che, nel caso in cui un'impresa registri una perdita nell'esercizio in corso, questa va a diminuzione del Patrimonio Netto; tuttavia, se la riduzione in questione è inferiore ad un terzo del capitale sociale non sorgono enormi problematica. La situazione diventa più grave nel caso in cui le diminuzioni di capitale sociale siano superiori ad un terzo ed è necessario provvedere ad opportuni interventi correttivi¹⁷;

Patrimonio Netto positivo: Attività > Passività

- pari a zero, si ha nel momento in cui il valore delle attività risulta essere uguale a quello delle passività; in questo caso l'azienda non ha risorse proprie da utilizzare per l'autofinanziamento e deve necessariamente

¹⁷ L'art. 2446 c.c. sancisce che «Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori o il consiglio di gestione, e nel caso di loro inerzia il collegio sindacale ovvero il consiglio di sorveglianza, devono senza indugio convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti. All'assemblea deve essere sottoposta una relazione sulla situazione patrimoniale della società, con le osservazioni del collegio sindacale o del comitato per il controllo sulla gestione».

ricorrere al finanziamento di terzi per coprire gli investimenti effettuati nello svolgimento dell'attività aziendale;

Patrimonio Netto pari a zero: Attività = Passività

- negativo, si ha nel momento in cui il valore dei debiti supera quello degli *asset* aziendali e si configura quindi una situazione di *deficit* patrimoniale. Questa circostanza è data dalle continue e reiterate perdite significative di ricchezza economica che, se non opportunamente sanate, vanno ad intaccare negativamente il valore del Patrimonio Netto e può arrivare a rappresentare un pericolo per la continuità aziendale, nonché motivo di scioglimento delle società di capitali (art. 2484 c.c.), a prescindere dalla situazione finanziaria in cui versa l'impresa¹⁸. Necessita di essere sottolineato il fatto che quando si ha un valore negativo del Patrimonio Netto, questo cambia la sua collocazione all'interno dello Stato Patrimoniale, passando dal passivo all'attivo, conseguenza del fatto che smette di contribuire alle fonti di finanziamento ma si trasforma in attività liquidabile per far fronte ai debiti.

¹⁸ P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, gennaio 2020: «Sulla base del dato e delle eventuali richieste di legge (ex articoli 2446 e 2447 del Codice civile) le possibili strategie e gli approfondimenti da svolgere con l'organo amministrativo e i soci dovranno riguardare: - il pagamento delle quote dovute dai soci e ancora non versate; - l'eventuale riduzione del capitale sociale per perdite; - la compensazione/ copertura di perdite; - il ripianamento delle perdite con apporto di ulteriore di liquidità; - il ripianamento delle perdite con la conversione di eventuali crediti vantati dai soci».

A questo punto gli amministratori devono convocare l'assemblea che deve individuare le soluzioni considerate più idonee, tra le quali ritroviamo la possibile ricapitalizzazione (ossia quando i soci provvedono ad effettuare nuovi versamenti di capitale) o favorire l'ingresso di nuovi soci per ottenere nuovi conferimenti, in caso contrario, procedere alla trasformazione della società in società di persone in quanto non è previsto un minimo legale del capitale sociale (nel caso in cui si tratti di una società di capitali) o alla sua liquidazione¹⁹. Nel caso specifico delle società di capitali (o S.r.l.) può accadere spesso che l'organo amministrativo decida di continuare ad operare pur trovandosi in una situazione di *deficit* patrimoniale nella speranza di ottenere un futuro aumento dei profitti; in tale circostanza la società sta di fatto operando come una società di persone, anche se questa operazione è però impraticabile, nonché vietata dalla legge in quanto è previsto per la stessa un limite minimo legale di Patrimonio Netto, al di sotto del quale non si può andare.

Patrimonio Netto negativo: Attività < Passività

Il Patrimonio Netto negativo evidenzia quindi la presenza di problematiche finanziarie gravi all'interno dell'impresa che possono sfociare in uno stato di

¹⁹ Tutte le regole tecniche da adoperare sono contenute all'interno del principio contabile OIC 28 *Patrimonio Netto*.

insolvenza. Questo indicatore rappresenta il primo *test* da effettuare per valutare in maniera tempestiva la possibilità di emersione di uno stato di crisi e trova applicazione per tutte le tipologie di imprese²⁰ e rappresenta quindi condizione sufficiente per la ragionevole presunzione di crisi. Infine, è bene specificare che per tutte quelle aziende che sono avviate da meno di due anni, il Patrimonio Netto negativo costituisce l'unico indice che può evidenziare la presenza di una crisi aziendale.

3.2.2 Seconda fase: il *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR)

Una volta effettuato il *test* sul Patrimonio Netto che detiene un ruolo prevalente nell'identificazione della crisi, e nel caso in cui dall'esito risulti un suo valore positivo, il CNDCEC stabilisce di procedere ad un nuovo *test* che consiste nel calcolo di un ulteriore indicatore di crisi, il quale svolge un ruolo di filtro subalterno e che prende il nome di *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR), in italiano conosciuto come «rapporto di copertura al servizio del debito». Anche il calcolo dello stesso trova applicazione per tutte le imprese e rappresenta l'unico indice ad utilizzare dei dati prospettici; infatti, a differenza di tutti gli altri indicatori individuati dal CNDCEC che si basano esclusivamente su dati di bilancio (e che verranno approfonditi successivamente), questo si basa sui flussi di cassa

²⁰ Si ricorda che per quelle imprese che adottano i principi contabili internazionali il valore del Patrimonio Netto non considera tutte quelle riserve specifiche derivanti dagli IFRS, tra le quali ritroviamo le riserve attuariali, le riserve *stock option*, le riserve di *fair value* e altro (oltre che la riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi).

prospettici ai fini della valutazione della sostenibilità del debito. Il principale vantaggio di questo indicatore deriva proprio dalla sua natura prospettica, evitando l'utilizzo di dati consuntivi e privilegiando quelli prognostici, dato che la valutazione della continuità aziendale acquisisce maggior concretezza quando si basa sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri per coprire le scadenze più prossime²¹, le cui stime vengono affidate all'organo amministrativo in quanto dovere dello stesso la valutazione costante della sussistenza dell'equilibrio finanziario. È considerato quindi un indicatore che fa proprio il concetto del *forward looking*, inteso come il monitoraggio continuo del andamento aziendale futuro.

Il DSCR rappresenta l'ammontare necessario a pagare tutte le quote di interesse e le rate dei finanziamenti e misura la capacità dell'impresa di generare o assorbire risorse finanziarie. Come già accennato, non si limita a quantificare in maniera "statica" l'ammontare totale dell'indebitamento in relazione al patrimonio netto, ma mira ad un'analisi dinamica e prospettica della capacità di rimborso del debito dell'impresa e la sua sostenibilità; da qui deriva il fatto che il suo calcolo deve avvenire almeno in un orizzonte temporale di 6 mesi.

²¹ È importante affermare che «Il DSCR è utilizzabile solo in presenza i dati prognostici non reputati non inaffidabili dagli organi di controllo, secondo il loro giudizio professionale, a partire dal budget di tesoreria usato ai fini della costruzione dei flussi di cassa rilevanti».

La formula tradizionale del DSCR mette in rapporto il *cash flow* operativo, ossia il flusso di cassa generato dalla gestione caratteristica (al netto dei flussi per il pagamento delle imposte sul reddito dell'esercizio) e il flusso finanziario al servizio del debito (ossia quello richiesto per il pagamento di interessi e quote capitale), con riferimento ad un orizzonte temporale di almeno 6 mesi. Un esempio banale può essere il seguente: se la rata in scadenza di un mutuo è di € 1.000,00 (quota capitale più gli interessi) è necessario che l'azienda riesca a reperire entro tale periodo risorse finanziarie di pari importo al fine di onorare il debito.

$$DSCR = \frac{\text{Cash Flow Operativo} - \text{flusso fiscale}}{\text{Flusso Finanziario a servizio del debito}}$$

Successivamente il CNDCEC, nello stilare la lista degli indicatori, propone due principali modalità di calcolo in modo da rendere il risultato il più puntuale possibile in base alla dimensione e alla complessità dell'azienda; la scelta di quale approccio metodologico utilizzare è in capo all'organo amministrativo, con il consenso degli organi di controllo (in base alla qualità e affidabilità dei dati) ed entrambi si basano sulla costruzione di un *budget* di tesoreria che si riferisca ad un orizzonte temporale di almeno 6 mesi²².

²² Può essere utilizzato un orizzonte temporale più ampio se questo rende più agevole ed affidabile il calcolo; è in ogni caso richiesto che numeratore e denominatore siano confrontabili tra di loro.

La prima modalità di calcolo del DSCR prevede appunto la redazione di un *budget* di tesoreria costituito dalle entrate e uscite previste nei successivi 6 mesi, come indicato nella seguente formula:

$$1^{\circ} DSCR = \frac{\textit{Flussi disponibili alla copertura del debito}}{\textit{Uscite previste per il rimborso dei debiti finanziari}}^{23}$$

Andiamo a questo punto a descrivere di quali dati si compongono gli elementi che compongono tale rapporto. Al numeratore si inseriscono tutte le risorse disponibili per il pagamento dei debiti finanziari previste a 6 mesi (comprehensive dei finanziamenti dei soci purché derivanti da espresso impegno scritto esigibile), ossia le entrate finanziarie, le giacenze iniziali di cassa e di linee di credito accordate e non ancora utilizzate ma per le quali si prevede l'utilizzo nel corrispondente periodo di riferimento²⁴; questo risultato è considerato poi al netto di tutte le uscite di liquidità previste nello stesso periodo di riferimento (fatta eccezione dei rimborsi dei debiti finanziari inseriti al denominatore), incluse le quote capitale dei *leasing* finanziari. Al denominatore, invece, vengono sommate tutte le uscite, che riguardano il rimborso delle quote capitali dei debiti sia verso le banche sia verso altri finanziatori, previste contrattualmente per i prossimi 6 mesi. Questo primo

²³ Sia numeratore e denominatore si riferiscono ad un orizzonte temporale di 6 mesi

²⁴ A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021: «Con riferimento alle linee autoliquidanti, esse dovrebbero essere considerate fruibili per la sola parte relativa ai crediti commerciali che, sulla base delle disposizioni convenute, sono "anticipabili"».

approccio metodologico consente di individuare i flussi di cassa dal *budget* economico, come previsto dall'OIC 9 in relazione al metodo semplificato per la stima dei flussi futuri in situazioni di *impairment test* e, di conseguenza, può essere utilizzato in maniera più precisa ed affidabile anche dalle imprese di minori dimensioni (PMI), le quali non sono obbligate alla redazione del rendiconto finanziario (art. 2435-ter). Tale approccio, chiamato «della capacità di ammortamento» il flusso di cassa si ottiene sommando all'EBIT il valore delle quote di ammortamento; in parole povere, il numeratore del DSCR sarà l'EBITDA, la quale rappresenta una grandezza di natura mista, sia economica che finanziaria. Tale flusso di cassa assumerà valori veritieri solo se le componenti reddituali positive, allocate nella macro-classe A) del conto economico, sono state contabilizzate alla luce dei principi di redazione e dei criteri civilistici di valutazione e soggette annualmente al processo di *impairment test*.

La seconda metodologia di calcolo consiste nel rapportare i flussi di cassa complessivi liberi al servizio del debito attesi nei sei mesi successivi ed tutti quei flussi necessari per il rimborso del debito non operativo con scadenza entro lo stesso periodo di riferimento. La formula è la seguente:

$$2^{\circ} DSCR = \frac{\textit{Flussi di cassa complessivi liberi al servizio del debito}}{\textit{Flussi necessari per il rimborso del debito non operativo}}^{25}$$

²⁵ Anche qui, sia per i flussi liberi al servizio del debito e sia per la scadenza del debito operativo, l'arco temporale di riferimento è di 6 mesi.

Anche in questa seconda casistica è necessario individuare tutti gli elementi che vanno a comporre il rapporto in questione. Al numeratore ritroviamo, come precedentemente accennato, i flussi al servizio del debito, all'interno dei quali ritroviamo:

- *free cash flow from operations*, ossia i flussi di cassa prospettici derivanti dalla gestione caratteristica dei 6 mesi successivi (FCFO), comprensivi di quelli derivanti dal ciclo degli investimenti e al lordo di pagamenti di debiti operativi relativi a fisco e fornitori arretrati e/o rateizzati, come si deduce dall'applicazione del principio OIC 10;
- le liquidità iniziali;
- eventuali linee di credito accordate ma non utilizzate, che si considerano disponibili per i prossimi 6 mesi.

Il denominatore evidenzia il debito non operativo con scadenza nei prossimi 6 mesi, caratterizzato da:

- tutti i flussi in uscita previsti per il pagamento di quote capitali ed interessi dei debiti finanziari;
- i debiti fiscali e contributivi dei quali non sono state rispettate le scadenze di versamento previste dalla legge (scaduto), il cui pagamento è in scadenza nei successivi 6 mesi (anche in presenza di rateazioni e/o dilazioni), ivi comprese le sanzioni e gli interessi. Infatti, allo scopo di interpretare al meglio l'indice DSCR, bisogna considerare il fatto che negli ultimi anni è

stata usata come fonte alternativa di finanziamento il fenomeno del ritardo del pagamento delle imposte che, dal punto di vista finanziario, considera le rateizzazioni, le quali devono quindi essere considerate nel calcolo²⁶;

- debiti commerciali e diversi scaduti oltre i limiti fisiologici, ossia quando il fornitore procede con azioni volte alla riscossione o alla pretesa di interessi moratori, blocca le forniture (o le condiziona a pagamenti a pronti) e si incorre in interruzioni della gestione della *supply chain*²⁷; in caso di debito che deriva da piani di rientro accordati con i fornitori e/o altri creditori, rileva la parte di essi che scade nei 6 mesi, inclusiva dei relativi interessi;
- linee di credito che scadono a 6 mesi, salvo che se ne ritenga ragionevole il rinnovo o il mantenimento.

Questa seconda metodologia, richiedendo la determinazione dei *free cash flow*, richiede la redazione di un rendiconto finanziario prospettico seguendo lo schema stabilito dall'OIC 9.

Trattandosi di due diversi approcci metodologici per ottenere l'indicatore DSCR, i dati numerici derivanti dall'uno rispetto all'altro possono essere diversi, ma il ragionamento rimane sempre lo stesso e i risultati, confrontati con i *benchmark* individuati dal CNDCEC, possono essere interpretati come segue:

²⁶ In questo caso bisogna non scordarsi di analizzare congiuntamente al risultato ottenuto nel calcolo del DSCR anche le soglie di segnalazione che possono effettuare gli enti esterni, quali INPS, Agenzia delle Entrate e Agente per la Riscossione.

²⁷ È necessario il presentarsi contemporanea di tutte le condizioni sopra citate per considerare un pagamento differito non più fisiologico.

- un valore superiore all'unità ($DSCR > 1$)²⁸ sta ad indicare una situazione di adeguata sostenibilità dei debiti finanziari a 6 mesi e si configura nel caso in cui il *cash flow* operativo generato supera gli impegni finanziari a servizio del debito; esiste, di conseguenza, un margine di sicurezza per tenere conto di altri possibili rischi, come ritardi negli incassi dei crediti e altre spese e/o costi imprevisti;
- un valore uguale all'unità ($DSCR = 1$) sta a significare che i flussi di cassa generati dall'impresa viene totalmente assorbito dagli impegni finanziari al servizio del debito e, anche in questo caso, sta ad indicare una situazione di solvibilità adeguata, in quanto si riescono ad onorare tutte le uscite previste. È importante specificare che questa circostanza non è considerata rassicurante se protratta per un lungo periodo, in quanto l'impresa si potrebbe trovare impreparata a possibili variazioni delle condizioni di incasso e pagamento; ad aggravare la situazione è anche complice anche il fatto che l'azienda, non avendo risorse a disposizione, non riesce ad impegnarsi in nessun investimento di medio-lungo periodo che risultano utili allo sviluppo/adeguamento tecnologico²⁹. Di conseguenza, questa

²⁸ Solitamente gli istituti di credito tendono a considerare «adeguato» il DSCR quando restituisce un risultato pari a 1,2 in quanto garantisce la presenza di un cuscinetto di protezione del 20% che riesca ad assorbire alcune variazioni che intervengono nei valori pianificati; se intervengono variazioni, quel 20% è in grado di assicurare la sostenibilità del debito.

²⁹ P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, gennaio 2020: «Rileva, in qualità di variabile inerente la crisi, la capacità di ottenere le risorse finanziarie

situazione, se protratta nel tempo, potrebbe portare alla degenerazione della crisi in quanto è la premessa per richiedere ulteriori risorse finanziarie al sistema;

- un valore inferiore all'unità ($DSCR < 1$) sta ad indicare una situazione di tensione finanziaria dovuta alla difficoltà di rimborso dei debiti in scadenza e si configura nel caso in cui il *cash flow* operativo risulta inferiore rispetto agli impegni finanziari al servizio del debito prossimo alla scadenza. In tale circostanza l'impresa evidenzia particolari incapacità nel fronteggiare l'indebitamento finanziario contratto a causa di uno squilibrio tra incassi e pagamenti con conseguente diminuzione dell'affidabilità dell'azienda, alla quale i finanziatori risponderanno con un aumento dei tassi di interesse o con il ritiro del credito³⁰. Alcune leve da sfruttare per poter aumentare il numeratore, e quindi il valore del DSCR, possono essere l'analisi di

per la prosecuzione dell'attività di studio e sviluppo. È indice di crisi la sua sospensione per almeno 12 mesi. Per la misurazione dell'indice si ricorre, anche in tale caso, al Dscr, tenendo conto del fabbisogno finanziario minimo per la prosecuzione delle citate attività. L'assenza di ricavi e i risultati economici negativi, non hanno rilevanza determinante ai fini dell'emersione dello stato di crisi. Il fatto che la natura innovativa dell'impresa dipenda dalla dichiarazione della parte comporta comunque la necessità di una valutazione della sussistenza dei requisiti da parte degli organi di controllo».

³⁰ P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, gennaio 2020: «Per spiegare in maniera intuitiva il significato dell'indice, proviamo ad associarlo alla cessione del quinto dello stipendio. In tale situazione, di fatto, le parti (dipendente e banca) stanno utilizzando, senza palesarlo, il concetto del Dscr in quanto stanno mettendo in relazione la capacità di generare flussi positivi da parte del dipendente (i futuri stipendi) con la capacità di ripagare un debito contratto (la rata). L'ammontare della rata è stato identificato nel "quinto" in considerazione del fatto che esistono anche altre spese (cibo, vestiti, cinema ...) che andranno a erodere il flusso in entrata. In genere, il "quinto" dello stipendio, poiché determina il valore della rata che il dipendente può sostenere, determina anche il valore dell'indebitamento sostenibile».

eventuali crediti da anticipare, verificare gli affidamenti che potrebbero avere importi non utilizzati e sufficienti per assorbire il *deficit* del mese o rimandare eventuali pagamenti a fornitori, nel caso in cui siano considerati ancora fisiologici; inoltre si potrebbe ripianificare la gestione degli investimenti e dei dividendi, soluzioni comunque sia considerate più complesse da attuare.

La logica del DSCR appare a questo punto abbastanza facile da comprendere: l'azienda deve dimostrare di essere in grado di rimborsare i propri debiti con i flussi in entrata generati. Il CNDCEC, nello stabilire il procedimento di determinazione di tale indice, afferma che al suo numeratore devono essere comprese anche la gestione degli investimenti e della gestione finanziaria; su quest'ultima c'è da effettuare una precisazione. Utilizzare in maniera generica il termine «gestione finanziaria», senza alcuna specificazione, sta ad indicare la possibilità di utilizzare qualsiasi tipo di finanziamento di terzi; tuttavia, considerarli tutti rappresenta un potenziale errore e sarebbe più corretto utilizzare la locuzione «gestione finanziaria al servizio del debito». Altra problematica è data dal fatto che non viene fatto alcun riferimento all'intervento dei soci e quindi si potrebbe desumere la possibilità di utilizzare le fonti derivanti da tali finanziatori senza un aggancio alle esigenze derivanti dagli investimenti, con conseguenti problemi. Altra problematica incontrata è data dalla collocazione della quota di interessi nel primo approccio metodologico, il quale sottrae la stessa dal numeratore mentre al

denominatore considera la quota capitale. Questo non è del tutto corretto in quanto, per avere un risultato più affidabile, il servizio al debito dovrebbe comprendere la parte economica, ossia gli interessi, e di conseguenza si otterrà un risultato diverso da quanto stabilito dalla prima modalità di calcolo. Ad esempio, consideriamo:

- flussi di cassa della gestione operativa pari a € 1.200,00;
- interessi pari a € 200,00;
- flussi di uscita per il pagamento della quota di debito pari a € 900,00.

Se si considera l'approccio tradizionale (che considera al numeratore solamente i flussi di cassa della gestione caratteristica), avremo il seguente rapporto:

$$DSCR = \frac{1.200}{(900 + 200)} = \frac{1.200}{1.100} = 1,09^{31}$$

Se invece consideriamo il numeratore al netto degli interessi, avremo:

$$DSCR = \frac{(1.200 - 200)}{900} = \frac{1.000}{900} = 1,11$$

Si può quindi notare come questa seconda metodologia, non propriamente corretta, porta ad un risultato più elevato rispetto al secondo metodo, ritenuto più rappresentativo della sostenibilità del debito.

³¹ La quota di interessi viene considerata al denominatore.

Altre criticità individuate nel calcolo del DSCR, oltre quelle derivanti dalla costruzione del metodo matematico, derivano principalmente dalla natura prospettica dello stesso, in quanto si basa su flussi di cassa previsti per i successivi 6 mesi. Presuppone quindi una stima delle grandezze che lo compongono, calcolate di conseguenza sulla base di parametri soggettivi, non sempre affidabili e attendibili. Una delle criticità intrinseche di questo indicatore è, quindi, tipicamente quella che caratterizza i dati previsionali, i quali a volte difettano di veridicità. Nonostante l'applicazione dei principi contabili, vi è infatti un certo livello di discrezionalità da parte del *management* nell'effettuare le stime richieste dai principi contabili, al fine di indirizzare i risultati verso la *performance* preferita dallo stesso. È, di conseguenza, necessario che i soggetti incaricati della determinazione del DSCR effettuino un'attività di *due diligence* in modo da valutare attentamente l'attendibilità, e di conseguenza la veridicità, della stima. Si evidenziano i seguenti rischi:

- sovrastima degli incassi, questo comporta apparentemente maggiori entrate per le aziende andando ad aumentare il valore del numeratore, a parità di uscite previste. Nell'ipotesi in cui la sovrastima porti a identificare un DSCR maggiore di 1 si incorrerebbe nel rischio di classificare un'azienda potenzialmente in condizioni di difficoltà come sana, andando a configurare un «falso negativo»; la conseguenza sarà un'errata analisi della situazione

aziendale, bloccando il processo di valutazione della crisi prevista dal modello del CNDCEC;

- sottostima dei pagamenti, configura la fattispecie inversa a quella precedentemente illustrata, ossia la previsione di uscite inferiori rispetto alla realtà, con lo scopo di diminuire l'incidenza del denominatore e determinare un valore dell'indice DSCR maggiore e provocando le stesse conseguenze identificate poc'anzi.

È quindi essenziale che nello svolgimento del processo sequenziale di valutazione della crisi aziendale introdotto dal CNDCEC venga tenuto conto di queste criticità da parte degli organi addetti al calcolo, al fine di rendere il risultato ottenuto il più veritiero e affidabile possibile; infatti, lo stesso Consiglio stabilisce che in caso di valore del DSCR inattendibile o non possibile da calcolare³² si procede con il terzo ed ultimo *step*, vale a dire l'individuazione degli indici settoriali e il successivo confronto con i *benchmark* di riferimento.

³² Con molta probabilità, le PMI non hanno una struttura gestionale e organizzativa adeguata a dare una stima attendibile del DSCR.

CAPITOLO 4 – APPLICAZIONE DELLE PRASSI CONTABILI PER NASCONDERE LA SITUAZIONE DI CRISI: I LIMITI DEGLI INDICATORI DEL CNDCEC

4.1 IL CALCOLO DEGLI INDICI SETTORIALI E CRITICITÀ: LA MANIPOLAZIONE DEI LORO ELEMENTI

Prima di procedere con il processo di determinazione degli indicatori della crisi, si ricorda che uno dei limiti dell'utilizzo di tali indici deriva dal fatto che fanno riferimento a dati di tipo contabile. Una prima criticità risiede, quindi, nella fonte dalla quale andiamo ad individuare i dati da inserire nel calcolo. La principale fonte informativa è rappresentata dalla contabilità generale che, a causa della sua natura, riporta un dato che dà evidenza di un fatto di gestione passato (invece che in ottica di *forward looking*, come richiesto dal Legislatore); a supporto di ciò è richiesto l'associazione di ulteriori informazioni extra-contabili¹. È importante quindi che l'azienda possieda un piano dei conti adeguatamente disaggregato, che consente di

¹ Questi dati solitamente vengono gestiti con fogli di Excel, ipotesi non esplicitate, formule complicate che sono soggette spesso a errori di ideazione, di formulazione, di imputazione e di manutenzione.

conferire agli stessi indici un maggior potere rappresentativo, e capire il tipo di dato al quale si fa riferimento (di *routine*, di non *routine*, stima o extra-contabile).

Sempre in relazione all'utilizzo di dati di natura contabile come elementi che vanno a comporre gli indicatori di crisi, si evidenzia un'ulteriore importante, e solitamente sottovalutata, criticità: questi dati contabili possono essere oggetto di azioni di *earnings manipulation* allo scopo di alterare il livello qualitativo dell'informazione di bilancio e influenzare la rappresentazione della situazione aziendale. Non esiste una definizione univoca di *earnings manipulation* ma, generalmente, si riconduce a tutte quelle politiche di manipolazione² dei dati di bilancio aventi l'obiettivo di evidenziare una situazione aziendale diversa (anche se sarebbe meglio utilizzare il termine «migliore») rispetto alla realtà³. In particolare, si evidenziano due principali tecniche di manipolazione:

² N. Yaping *The theoretical framework of earnings management*, Canadian Social Science, 2005: «le politiche di *earnings manipulation* presentano cinque caratteristiche distintive:

1. il bilancio è oggetto di alterazione da parte di coloro i quali amministrano la società e non da parte dei dipendenti che si occupano del sistema contabile;
2. l'alterazione è frutto di un'azione deliberata (ciò rende questo tipo di politiche diverse dagli errori contabili);
3. le azioni di *earnings manipulation* includono non solo le scelte contabili ma anche le decisioni di business;
4. l'obiettivo delle politiche è l'alterazione dei ricavi che vengono rendicontati nel bilancio;
5. l'estensione dell'alterazione dipende totalmente dal livello desiderato e prefissato ex ante dalla direzione aziendale».

³ Come afferma Levitt (1998) l'*earnings manipulation* rappresenta «tutte quelle tecniche di manipolazione dei bilanci indirizzate a fare in modo che l'informativa finanziaria rifletta gli interessi degli amministratori della società piuttosto che la reale situazione economica e finanziaria dell'azienda».

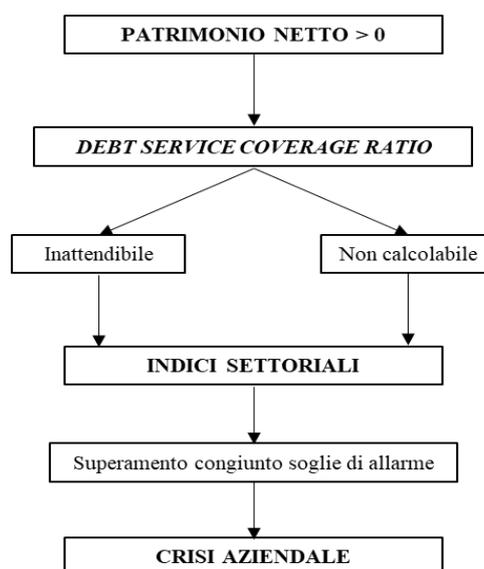
- alcune pratiche di *earnings management* che hanno lo scopo di utilizzare la discrezionalità prevista dalla legge in modo da applicare una politica contabile considerata più vantaggiosa rispetto ad un'altra; queste non costituiscono, in linea di massima, una reale violazione dei principi contabili;
- le frodi contabili, che rappresentano delle vere e proprie violazioni *contra legem* dei dati di bilancio; si configura quindi una violazione del Codice civile e dei principi contabili, a differenza della prima fattispecie evidenziata.

È per queste motivazioni sopra esposte che, al fine di considerare il bilancio d'esercizio attendibile, sussiste la necessità di tenere conto della possibilità di emersione di azioni volte a modificare la qualità dei dati contabili.

Passiamo adesso alla descrizione degli indicatori settoriali della crisi individuati dal CNDCEC. Come accennato in precedenza, il superamento del secondo *test*, ossia l'ottenimento di un valore di DSCR maggiore all'unità, esclude l'azienda dalla ragionevole presenza di una situazione di crisi. Nell'ipotesi di inaffidabilità/impossibilità del calcolo si procede, invece, con la terza fase che consiste nell'individuazione degli indici di settore e nella successiva analisi comparativa con i relativi limiti settoriali; si ricorda che in questa fase si deve

verificare il possibile superamento congiunto⁴ o meno di tutte le soglie di allarme al fine di poter esprimere un giudizio finale sulle condizioni della società oggetto di studio e procedere con la segnalazione alle autorità competenti, oltre che a classificarla correttamente.

Figura 4.1 *Il terzo step del processo di identificazione della crisi aziendale*



Fonte: mia rielaborazione.

⁴ CNDCEC, *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*, Bozza del 19 ottobre 2019: «Questi 5 indici hanno significato se contemporaneamente utilizzati, fornendo ciascuno, ove isolatamente considerato, solo viste parziali di eventuali indizi di crisi. La valutazione unitaria richiesta dal Legislatore richiede perciò il contestuale superamento di tutte le 5 soglie stabilite per tali indici».

4.1.1 Indice di sostenibilità degli oneri finanziari

L'indice di sostenibilità degli oneri finanziari è espresso in termini di rapporto tra gli interessi ed altri oneri finanziari e il fatturato realizzato dall'impresa. Quando si parla di «sostenibilità» ci si riferisce al profilo finanziario della gestione aziendale e alla sua capacità di estinguere i debiti nei confronti dei finanziatori. Tale indicatore, infatti, permette di pesare il costo del debito oneroso rispetto ai ricavi conseguiti nel corso dell'esercizio, in modo da rilevare il margine che rimane a copertura di tutti i costi da sostenere per la gestione operativa e remunerare il capitale proprio; inoltre, viene tipicamente utilizzato per misurare la capacità dell'impresa di sostenere l'indebitamento finanziario con i flussi di cassa che essa è in grado di generare. La formula è la seguente:

$$\text{Indice di sostenibilità degli oneri finanziari} = \frac{\text{Oneri Finanziari}}{\text{Ricavi Netti}}$$

Più il risultato derivante dal quoziente è elevato, maggiore sarà il livello di criticità riscontrato dall'impresa, dovuto dal crescere dell'incapacità di far fronte alle proprie obbligazioni; è appunto per tale ragionamento che l'*alert* si attiva dal momento in cui valore ottenuto supera la soglia limite, in riferimento al settore di appartenenza della società.

Le voci che compongono il rapporto sono entrambi elementi che si possono ricavare direttamente dal Conto Economico; in particolare, il numeratore si può

ricavare dalla voce C.17 del suddetto prospetto, come previsto dall'art. 2425 c.c.⁵, che contiene tutti gli oneri finanziari maturati nel corso dell'esercizio, al netto di eventuali ratei e risconti. Si precisa che la voce «oneri finanziari» che va a determinare il quoziente contiene al suo interno diversi elementi, tra i quali ritroviamo eventuali interessi passivi derivanti dalle dilazioni concesse dai fornitori⁶, interessi passivi su debiti sorti nell'esercizio, sconti finanziari passivi su crediti (questi non concorrono al computo del costo ammortizzato in quanto difficili da prevedere o non prevedibili alla data di concessione del credito), oneri di competenza dell'esercizio relativi a compravendite con modalità pronti contro termine (compresa anche l'eventuale differenza tra il prezzo a pronti e quello a termine), la differenza di valore tra quello del debito/credito rideterminato (a seguito di un'eventuale rivisitazione della stima dei flussi futuri) e quello contabile alla medesima data, perdite su crediti (che fanno parte delle immobilizzazioni finanziarie) per la parte eccedente il valore del credito svalutato⁷, oltre che quelle perdite derivanti dalla negoziazione anticipata di titoli immobilizzati (e non) che si generano come conseguenza della differenza tra il valore contabile e il prezzo di

⁵ Secondo l'OIC 12 prevede la scomposizione della classe C. del Conto Economiche in tre voci che devono contenere tutti i componenti positivi e negativi del risultato d'esercizio che derivano dall'attività finanziaria della società, anche per le imprese la cui attività caratteristica della gestione è rappresentata da tale area (come, ad esempio, per le *holding* di partecipazioni).

⁶ Nell'ipotesi di debiti commerciali oltre i 12 mesi che non prevedono la corresponsione di interessi o con interessi significativamente diversi da quelli di mercato, si include nella voce anche la differenza tra valore di rilevazione iniziale (Oic 19. 52) e il valore a termine del debito.

⁷ OIC 15.26, *Crediti*.

vendita del titolo ed, infine, i contributi in conto esercizio che hanno natura finanziaria⁸.

Per il numeratore è necessario un approfondimento, in quanto l'art. 2426 c.c. prevede la possibilità di capitalizzazione degli oneri finanziari, portati ad incremento del valore dell'attività presente nello Stato Patrimoniale, la quale può avere un effetto determinante nel risultato ottenuto dal quoziente⁹. Consiste in una discrezionalità tecnica che può seguire l'organo amministratore al fine di garantire la rappresentazione veritiera e corretta dei fatti di gestione; il Codice civile non individua le condizioni che devono presentarsi per ricorrere alla capitalizzazione e per questo si rimanda ai principi contabili. In particolare, l'OIC 16 stabilisce la necessità di rispettare determinate condizioni; infatti, il principio ammette la capitalizzazione di solo quegli oneri sostenuti in maniera effettiva, oggettivamente determinabili ed entro il limite del valore di recupero del bene. Specifica, inoltre, che il finanziamento deve essere stato utilizzato esclusivamente per l'acquisto del

⁸ Questi hanno un impatto importante sull'indice in quanto vanno a riduzione diretta dell'onere degli interessi passivi su alcuni tipi di finanziamenti assunti dalla società, se rilevati nello stesso esercizio di contabilizzazione degli interessi passivi; si genera quindi una riduzione del numeratore con conseguente diminuzione del rapporto tra oneri finanziari e fatturato.

⁹ In particolare, l'art. 2426 c.c. sancisce che «*Le immobilizzazioni sono iscritte al costo di acquisto o di produzione. Nel costo di acquisto si computano anche i costi accessori. Il costo di produzione comprende tutti i costi direttamente imputabili al prodotto. Può comprendere anche altri costi, per la quota ragionevolmente imputabile al prodotto, relativi al periodo di fabbricazione e fino al momento dal quale il bene può essere utilizzato; con gli stessi criteri possono essere aggiunti gli oneri relativi al finanziamento della fabbricazione, interna o presso terzi; le immobilizzazioni rappresentate da titoli sono rilevate in bilancio con il criterio del costo ammortizzato, ove applicabile*».

bene in questione, il cui interesse deve essere quello realmente sostenuto; con particolare riguardo agli interessi, il principio contabile aggiunge che:

- gli interessi si devono riferire solo a quei capitali richiesti esclusivamente per l'acquisizione di immobilizzazioni (mutui di scopo);
- gli interessi sono quelli maturati nell'arco temporale compreso tra il pagamento al fornitore e il momento in cui il cespite è pronto per essere utilizzato (periodo di costruzione);

Per individuare la quota di oneri finanziari capitalizzabili si utilizza la seguente formula:

*Tasso di capitalizzazione * Spese sostenute per il bene*¹⁰,

dove il tasso di capitalizzazione è dato dalla media ponderata di tutti gli oneri finanziari relativi ai finanziamenti in essere nel corso dell'esercizio (e quindi non da quelli ottenuti per acquistare esclusivamente un bene che prevede la capitalizzazione).

Sempre l'OIC 16 prevede la registrazione della parte di oneri finanziari capitalizzati nella voce A.4 del Conto Economico, in «Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni», invece di portarli a rettifica della voce C.17; infatti tale voce deve sempre continuare a misurare effettivamente tutti gli oneri

¹⁰ IAS 23, *Oneri finanziari*. Lo stesso specifica che si può moltiplicare il tasso di capitalizzazione con il valore medio del bene durante l'esercizio.

finanziari sorti nel corso dell'esercizio e che sono di competenza dello stesso. Successivamente si deve dare adeguata informativa all'interno della Nota Integrativa, in modo da conoscere distintamente il loro ammontare¹¹. Nonostante ciò, nel calcolare l'indicatore in questione, è necessario tenere in considerazione il rischio che gli amministratori (o chi di dovere) vadano a rettificare direttamente gli oneri finanziari del valore capitalizzato. Questo provoca conseguenze significative sul valore ottenuto, in quanto si assiste ad una diminuzione degli oneri finanziari (e quindi del numeratore), supponendo l'invarianza dei ricavi netti (tuttavia, anche questi «vittime» di alcune importanti manipolazioni che vedremo nelle righe successive), con conseguente diminuzione del rapporto; nell'ipotesi in cui tale operazione consenta al valore di scendere al di sotto della soglia di allarme stabilita in base al settore di appartenenza, quando in realtà si doveva considerare come «critico», si assiste ad una errata valutazione della capacità dell'impresa di sostenere i propri debiti.

¹¹ Il documento interpretativo n.1 dell'OIC 12 stabilisce che «la voce A.4 comprende tutti i costi capitalizzati che danno luogo ad iscrizioni all'attivo dello stato patrimoniale nelle voci delle classi BI - Immobilizzazioni immateriali e B.II - Immobilizzazioni materiali, purché si tratti di costi interni (es. costi di personale, ammortamenti), oppure anche di costi esterni (es.: acquisti di materie e materiali vari) sostenuti per la realizzazione, con lavori interni, delle immobilizzazioni indicate (es.: un impianto costruito all'interno dell'impresa, con personale della medesima). Pertanto, gli importi imputati alla voce A.4 devono essere stati già rilevati in una o più voci dell'aggregato B - Costi della produzione. Gli eventuali oneri finanziari capitalizzati devono essere compresi nell'importo di questa voce e non portati a rettifica dell'importo della voce C.17. Essi vanno illustrati nella nota integrativa, così da conoscere distintamente il loro ammontare (art. 2427 n. 8 cod. civ.). Sempre nella stessa voce trovano allocazione gli interessi passivi capitalizzati su immobilizzazioni materiali prodotte da terzi, qualora ne ricorrano i presupposti (si veda Principio contabile nazionale OIC 16)»

Per maggior chiarezza si presenta un semplice esempio. Consideriamo un'azienda che opera nel settore del commercio all'ingrosso (soglia limite pari a 2,1, da quanto si può desumere dalla *Tabella 3.1* illustrata nel paragrafo 3.1) che ha sostenuto nel corso dell'esercizio oneri finanziari per € 2.500,00, di cui € 500,00 capitalizzabili (senza entrare nel dettaglio del calcolo di questi ultimi), e registrato ricavi netti per € 100.000,00. Se si applicano i principi contabili correttamente, e quindi gli oneri finanziari capitalizzabili non vanno a rettificare il costo di competenza dell'esercizio ma si inseriscono all'interno della voce A.4, l'indice di sostenibilità degli oneri finanziari risulterà pari a:

$$\frac{2.500}{100.000} = 2,5 > 2,1$$

L'azienda risulta aver superato la soglia di allarme per il proprio settore e vi è un'elevata probabilità che la stessa non sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni.

Nell'ipotesi in cui gli oneri capitalizzabili si portino a rettifica diretta del costo nella voce C.17, avremo:

$$\frac{(2.500 - 500)}{100.000} = \frac{2.000}{100.000} = 2 < 2,1$$

In questa circostanza, l'organo amministrativo ha attuato tale pratica in maniera incorretta al fine di rendere l'indicatore «sano», quando invece risulta essere in situazione critica.

Un'ulteriore problematica riscontrata è data dal fatto che gli oneri finanziari possono essere generati dalle rate (oltre che dalla maxi-rata) dei *leasing* finanziari, effettuati in alternativa ai classici finanziamenti in quanto consentono di godere del bene senza il bisogno di immobilizzare la somma di denaro necessario per il suo acquisto. Infatti, tale operazione rappresenta un contratto con cui un soggetto (concedente o *lessor*) dà in godimento ad un altro soggetto (utilizzatore o *lessee*) un bene per un determinato periodo di tempo, dietro il pagamento periodico di canoni; è previsto solitamente un maxi-canone iniziale e alla scadenza pattuita il *lessee* ha la facoltà di scegliere se restituire il bene o diventarne proprietario pagando il relativo prezzo di riscatto. L'utilizzatore è denominato tale in quanto non dispone di un diritto reale sul bene e, di conseguenza, questo non può essere iscritto nella sezione dell'attivo immobilizzato dello Stato Patrimoniale. Secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS la rilevazione del *leasing* finanziario deve avvenire seguendo il metodo finanziario¹², mentre il metodo patrimoniale è riservato esclusivamente per il *leasing* operativo. Tuttavia, il Codice civile e i

¹² Il metodo finanziario prevede l'iscrizione dei beni oggetto di *leasing* all'interno dello Stato Patrimoniale tra le immobilizzazioni, e quindi soggette ad ammortamento periodico, e in contropartita nel passivo il debito totale nei confronti del concedente. Il pagamento periodico delle rate del *leasing* comporta una riduzione del debito per il solo importo della rata, mentre gli interessi maturati vengono iscritti nella voce C.17 del Conto Economico.

principi contabili nazionali stabilisco quale metodo di contabilizzazione dei *leasing* finanziari quello patrimoniale (invece di quello finanziario) che prevede l'iscrizione in bilancio dei soli canoni di *leasing*, i quali confluiranno sotto forma di costi nella voce B.8 (costi per godimento di beni di terzi); in questo caso, è comunque richiesto agli amministratori di fornire adeguata informativa nella Nota Integrativa dell'«*onere finanziario effettivo attribuibile ad essi e riferibile all'esercizio*», come richiesto dall'art. 2427 c.c., comma 22. Si riserva quindi a tale prospetto il compito di descrivere (sia dal punto di vista qualitativo che quantitativo) gli effetti economici, patrimoniali e finanziari che derivano dall'adozione dell'altro metodo, in modo da esplicitare tutti i dati necessari alla ricostruzione degli effetti che si sarebbero manifestati con l'utilizzo del metodo finanziario.

Quindi, ricapitolando, attraverso l'utilizzo del metodo patrimoniale il *lessee* non è tenuto a registrare il bene all'interno dell'attivo immobilizzato (la registrazione avverrà solo nell'ipotesi del riscatto del bene per l'importo del prezzo di riscatto) e dovrà iscrivere solamente i canoni di competenza, comprensivi di quota capitale e interessi, nella voce B.8 del Conto Economico. Questo provoca inevitabilmente un'iscrizione di valore degli oneri finanziari nella voce C.17 minore rispetto alla realtà e, quindi, sottostimati nel calcolo dell'indice di sostenibilità. Bisogna quindi tenere in considerazione della presenza di eventuali *leasing* finanziari contabilizzati secondo il metodo patrimoniale, in quanto contengono

all'interno del loro valore anche una quota di interessi impliciti¹³. In circostanze come questa è necessario l'esplicitazione (procedimento nel quale non entreremo nel dettaglio) degli interessi impliciti che comporta il trasferimento dell'importo degli stessi all'interno della voce C.17 «Interessi e altri oneri finanziari» (in caso di interessi passivi; lo stesso ragionamento può essere fatto per quelli attivi che vanno inclusi nella voce C.16 «Altri proventi finanziari»). Diventa quindi importante ai fini di una corretta valutazione del rischio di crisi, oltre che la lettura accurata della Nota Integrativa, l'operazione di scorporo sia dal canone periodico sia dal maxicanone iniziale della quota relativa agli interessi, come evidenziato nella *figura 3.4* a pagine seguente. Si deve infine considerare l'ipotesi del «*timing of adoption of mandatory accounting standards*» che consiste nella temporanea mancata adozione di un principio contabile, che in tal caso può configurarsi come l'omissione da parte degli amministratori delle informazioni richieste da inserire in Nota Integrativa, andando contro la Legislazione civile che richiede la redazione del bilancio con chiarezza; si configura di conseguenza la circostanza di bilancio «irregolare». Si rammenta infatti che il calcolo degli indicatori in questione devono essere effettuati su un bilancio considerato regolare e affidabile, in base all'emissione di un giudizio finale sullo stesso da parte dei soggetti competenti.

¹³ La disciplina relativa agli interessi impliciti attivi è contenuta all'interno del principio contabile OIC 15 «*Crediti*»; quella relativa agli interessi impliciti passivi è contenuta all'interno del principio contabile OIC 19 «*Debiti*»

Figura 4.2 *Esempio – Contratti di leasing, valore degli oneri finanziari*

ESEMPIO – CONTRATTI DI LEASING, VALORE DEGLI ONERI FINANZIARI							
La società Alfa ha sottoscritto un contratto di leasing per l'acquisto di un macchinario per l'importo di 139.150 euro. Il contratto prevede il pagamento di rate trimestrali costanti con una maxirata iniziale pari a 5 rate trimestrali per un totale di 62.500 euro.							
ANNO		CANONI	QUOTA CAPITALE	RISCONTO MAXIRATA	QUOTA INTERESSI	RISCONTO INTERESSI	INTERESSI C17
Dicembre 2019	maxirata	62.500	52.750		9.750		
Marzo 2020	canone	12.500	10.550	6.594	1.950	1219	3.169
Giugno 2020	canone	12.500	10.550	6.594	1.950	1219	3.169
Settembre 2020	canone	12.500	10.550	6.594	1.950	1219	3.169
Dicembre 2020	canone	12.500	10.550	6.594	1.950	1219	3.169
Marzo 2021	canone	12.500	10.550	6.594	1.950	1219	3.169
Giugno 2021	canone	12.500	10.550	6.594	1.950	1219	3.169
Settembre 2021	canone	12.500	10.550	6.594	1.950	1219	3.169
Dicembre 2021	canone	12.500	10.550	6.594	1.950	1219	3.169
	riscatto		2.000				
	Totali	162.500	139.150	52.750	25.350	9.750	25.350

Nel caso in oggetto, la maxirata sarà riscontata per la durata del contratto, ma la stessa include anche una quota di interessi. Una corretta gestione del dato relativo agli oneri finanziari dovrebbe prevedere lo scorporo sia dal canone sia dalla maxirata della quota relativa agli interessi come evidenziato nella tabella.

Fonte: P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, gennaio 2020.

Per quanto riguarda il denominatore, i «ricavi netti» si possono desumere dalla voce A.1 del Conto Economico e, per le imprese con produzione pluriennale, anche dalla variazione dei lavori in corso (voce A.3 del Conto Economico). Anche all'interno del denominatore confluiscono vari elementi, tra i quali ritroviamo i ricavi di competenza derivanti dalla vendita di merci, servizi, prodotti che fanno riferimento alla gestione operativa, dai quali sottrarre eventuali resi e abbuoni, premi e sconti commerciali. L'utilizzo della locuzione «ricavi derivanti dalla gestione caratteristica» consente di individuare quali elementi devono confluire nella voce A.1 e quali in A.5 «Altri ricavi e proventi», all'interno della quale vengono inserite le componenti di reddito positivo che riguardano l'attività non

tipica dell'azienda, a prescindere dalla loro natura straordinaria o ordinaria¹⁴. La natura del ricavo rappresenta infatti un elemento importante da tenere in considerazione durante il processo di valutazione della crisi in quanto permette di comprendere la composizione del fatturato da inserire al denominatore. Il problema sorge proprio a questo punto, in quanto non vi sono norme che stabiliscono quando un'attività è considerata effettivamente caratteristica e non; di conseguenza, si lascia alla discrezionalità degli amministratori la scelta. Questa discrezionalità, come accennato all'inizio del paragrafo, può essere utilizzata in maniera tale da rispecchiare gli interessi degli amministratori piuttosto che rappresentare correttamente la realtà dei fatti. In questo ambito, quindi, il margine di discrezione lasciato alla direzione può provocare errate classificazioni dei ricavi e modificazioni della composizione dello stesso al fine di aumentare la voce «ricavi netti» e, conseguentemente, ottenere un valore di sostenibilità degli oneri finanziari più basso di quello che avrebbe dovuto essere rispettando la corretta classificazione degli elementi positivi di reddito¹⁵.

Abbiamo fin qui compreso come un importante *red flag* da monitorare è rappresentato dal fatturato, il quale a sua volta è considerato il principale indicatore

¹⁴ Esempi che si presentano spesso di questi componenti sono: i fitti attivi di immobilizzazioni materiali (terreni, fabbricati, impianti, macchinari, ecc.), i canoni attivi, le *royalties* derivanti dalla concessione di brevetti, marchi e diritti d'autore, rimborsi assicurativi, i ricavi derivanti dalla gestione di aziende agricole.

¹⁵ Un'importante fonte informativa circa il tipo di attività aziendale è rappresentata dallo statuto della società; gioca inoltre un ruolo importante anche la conoscenza del *business* e l'articolazione dell'organizzazione aziendale.

di valutazione delle *performances* aziendali. In particolare, possono essere molte le tecniche più o meno lecite da utilizzare per manipolare il fatturato che vanno dalla rilevazione anticipata dei ricavi a vere e proprie pratiche illegali di creazione fittizia di fatturato. Il principio contabile IFRS 15 definisce il ricavo come *«l'importo del corrispettivo a cui l'entità ritiene di avere diritto in cambio del trasferimento al cliente di beni o servizi e può dirsi realizzato, e quindi essere iscritto a conto economico, quando la relativa performance obligation risulta soddisfatta. Ciò avviene quando viene portata a termine un'obbligazione di fare, trasferendo il bene o servizio al cliente, ovvero quando il cliente ottiene il controllo del bene o riceve il servizio»*. Per la rilevazione del ricavo è quindi necessario valutare attentamente tutti gli elementi che possono incidere sul loro ammontare, rappresentati dagli incassi e dalle variazioni dei crediti commerciali (al netto del corrispondente fondo svalutazione); altri elementi che impattano in maniera meno significativa sono le variazioni dei resi e abbuoni e dei ricavi differiti. Si può scrivere la formula dei ricavi netti come segue:

$$\begin{aligned} & \text{Incassi} + \Delta \text{Crediti commerciali netti} - (\Delta \text{Resi e abbuoni} \\ & \quad + \Delta \text{ricavi diff.})^{16} \end{aligned}$$

¹⁶ Il delta è considerato annuo, quindi è la differenza tra crediti all'inizio dell'anno e quelli alla fine dell'esercizio; stesso ragionamento vale per i resi e abbuoni e per i ricavi differiti.

Sofferamoci principalmente sui crediti, i quali hanno un impatto significativo sui ricavi; si può notare come gli incassi derivino dalla differenza tra i ricavi netti e il delta annuo dei crediti commerciali netti. Nel momento in cui il redattore di bilancio attui una pratica *aggressive* volta a migliorare l'importo dei ricavi (ad esempio, con il riconoscimento in via anticipata del ricavo¹⁷) si andrà inevitabilmente contro ad aumento anche dei crediti commerciali, piuttosto che della voce «incassi» in quanto la cassa rappresenta una voce di bilancio che difficilmente si riesce a manipolare. Altro elemento che va a modificare i crediti commerciali è dato dall'accantonamento a fondo svalutazione crediti; la somma da accantonare è lasciata anch'essa alla discrezionalità degli amministratori e, di conseguenza, utilizzata per modificare in positivo la composizione del fatturato. Questo avviene solitamente attraverso la sottostima dell'inesigibilità dei crediti che genera poi nel Conto Economico l'iscrizione di un accantonamento inferiore rispetto alla corretta rappresentazione della situazione dei crediti. Ulteriori conseguenze di manipolazioni dei crediti si possono avere anche sul *Day Sales Outstanding* (DSO), indicatore che esprime mediamente il numero di giorni entro i quali si genera l'incasso del credito:

¹⁷ Con riferimento al corretto riconoscimento del ricavo, l'articolo 2423 bis del Codice civile sancisce di rilevare i proventi e gli oneri di competenza dell'esercizio, stabilendo altresì la possibilità di indicare esclusivamente gli utili realizzati e maturati alla data di chiusura dell'esercizio stesso.

$$DSO = \left(\frac{\text{Crediti commerciali}}{\text{Fatturato}^{18}} \right) * 365$$

Valori troppo elevati di tale indicatore, generalmente superiori ai 90-120 giorni considerati fisiologici, sono dovuti ad un aumento più che proporzionale dei crediti commerciali rispetto alla variazione dei ricavi; a ciò si aggiunge il fatto che un DSO che cresce costantemente anno per anno è sintomo di scarsità di componenti *cash* (difficoltà nell'incasso), nonché di svalutazioni crediti mai eseguite e riferite a crediti ormai non più esigibili. Queste difficoltà possono essere riassunte attraverso la seguente tabella:

Tabella 4.1 *Calcolo del DSO e andamento valori dei crediti e del fatturato*

	2022	2021	2020	2019	Delta (22-21)	Delta (21-20)	Delta (20-19)
Crediti commerciali	15.000,00 €	10.000,00 €	9.000,00 €	8.000,00 €	50%	11%	13%
Fatturato	25.000,00 €	24.000,00 €	22.000,00 €	20.000,00 €	4%	9%	10%
DSO	219,00	152,08	149,32	146,00			

Fonte: mia rielaborazione.

Si può notare come la situazione individuata nella tabella sopra riportata evidenzia un DSO in continua crescita, con conseguente difficoltà di incasso dei crediti, e una variazione anomala (in rosso) dei crediti del 50%, contro un minimo aumento dei ricavi (4%). La domanda che sorge spontanea è perché si assista ad un aumento così significativo dei crediti che non rispecchia assolutamente la variazione del fatturato; si potrebbe quindi essere di fronte ad una situazione in cui i crediti risultano «gonfiati».

¹⁸ Comprensivo di IVA.

Sempre in tema di registrazione dei ricavi si rimanda sempre allo IFRS 15, il quale sancisce che il diritto a registrare un ricavo sorge «*quando (o man mano che) adempie l'obbligazione di fare trasferendo al cliente il bene o servizio (ossia l'attività) promesso. L'attività è trasferita quando (o man mano che) il cliente ne acquisisce il controllo*»¹⁹. Per individuare quest'ultimo momento è necessario fare riferimento agli *International Commercial Terms (Incoterms)*, definiti come un insieme di termini individuati dalla Camera di Commercio Internazionale (ICC) che si utilizzano negli scambi che prevedono il passaggio della frontiera; questi definiscono nella maniera più corretta possibile e senza alcuna possibilità di errore il passaggio dei diritti ed obblighi in capo alle parti interessate nello scambio. Gli *Incoterms* sono suddivisi in gruppi partendo dal primo in cui gli obblighi e i rischi sono tutti a carico del compratore (EXW, *Ex-Works*), fino ad arrivare all'ultimo gruppo in cui si ha la maggior responsabilità per il venditore. Si può quindi affermare che la verifica degli *Incoterms* si ritiene attività fondamentale per il corretto riconoscimento del ricavo, in quanto si riesce ad individuare il momento in cui sorge il diritto ad iscrivere il ricavo in bilancio.

¹⁹ Inoltre, l'art. 2423-bis c.c., con l'affermare che «*la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività*», sancisce il principio della prudenza, secondo il quale i profitti non realizzati non devono essere contabilizzati, mentre tutte le perdite, anche se non realizzate, devono essere iscritte in bilancio; continua inoltre affermando che «*si deve tener conto dei proventi e degli oneri di competenza dell'esercizio, indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento*», sancendo quindi anche il principio della competenza economica, secondo il quale l'effetto delle operazioni e degli altri eventi deve essere rilevato contabilmente ed attribuito all'esercizio al quale tali operazioni ed eventi si riferiscono e non a quello in cui si concretizzano i relativi movimenti (incassi e pagamenti).

4.1.2 Indice di adeguatezza patrimoniale

Il secondo quoziente settoriale individuato dal CNDCEC è l'indice di adeguatezza patrimoniale, espresso in termini di rapporto tra le risorse proprie dell'azienda con tutte le altre fonti di finanziamento concesse da soggetti terzi; configura, di conseguenza, un indicatore di solidità. Quando si parla di «solidità» ci riferiamo alla capacità dell'impresa di perdurare nel tempo, mantenendo l'equilibrio tra investimenti e finanziamenti ma, soprattutto nella possibilità di effettuare investimenti utili a garantire il proseguo dell'attività d'impresa e garantire lo sviluppo della stessa, senza eccessivo ricorso all'indebitamento di terzi. La formula è la seguente:

$$\text{Indice di adeguatezza patrimoniale} = \frac{\text{Patrimonio Netto}}{\text{Debiti Totali}}$$

Si evidenzia una situazione di rischio nell'ipotesi in cui il valore dell'indice di adeguatezza patrimoniale sia minore rispetto al valore soglia settoriale individuato. Infatti, un valore basso di tale indicatore configura una difficoltà dell'impresa di autofinanziarsi, con un ricorso sempre maggiore al finanziamento di terzi; si assiste quindi ad un basso livello di capitalizzazione, inadeguato a garantire la giusta garanzia ai creditori in caso di perdite d'esercizio significative che, se protratte per lungo tempo, finirebbero con l'erosere il capitale proprio della società fino ad intaccare i crediti concessi dagli stessi.

Il numeratore è quindi composto dal Patrimonio Netto che, come detto precedentemente è rappresentato dalla voce A del passivo dello Stato Patrimoniale (capitale sociale apportato dai soci, le riserve, gli utili conseguiti e le eventuali perdite), al netto della voce A dell'attivo (crediti verso i soci per versamenti ancora dovuti) e di dividendi già deliberati. Su questo elemento sono state già fatte delucidazioni nel paragrafo precedente; ulteriore oggetto di attenzione potrebbe essere caratterizzato dalla natura delle riserve che, se valutative o contabili, non devono essere ricomprese all'interno del Patrimonio Netto. Queste ultime, andando a comporre insieme agli altri elementi la voce A del passivo, potrebbero essere incluse dal redattore all'interno del calcolo dell'indicatore, sopravvalutando il valore del numeratore e, di conseguenza, l'indice di adeguatezza (posta l'invarianza dei debiti).

Il denominatore necessita di maggior approfondimento, data la numerosità delle voci che lo vanno a comporre. Esso è rappresentato dai debiti totali, ossia debiti di natura commerciale, finanziaria e diversa che sono ricompresi nella voce D del passivo, inclusi i ratei e risconti passivi (voce E del passivo)²⁰. Tema

²⁰ Il CNDCEC non include il TFR all'interno del calcolo dell'indicatore; tuttavia, esso rappresenta un debito certo e determinabile e, essendo oggetto di rivalutazione annua, produce oneri finanziari. Di conseguenza, è un valido alleato da considerare nel calcolo e quindi da utilizzare come *stress test* (dato che tale voce può trasferirsi tra i debiti in caso di richiesta di un anticipo o di dimissioni da parte dei dipendenti).

particolarmente importante riguarda l'iscrizione di tali debiti; a tal fine, l'OIC 19²¹ stabilisce che la rilevazione dei debiti avviene secondo il principio della competenza economica e quindi:

- i debiti di natura commerciale *«originati da acquisizioni di beni sono iscritti nello stato patrimoniale quando rischi, oneri e benefici significativi connessi alla proprietà sono stati trasferiti. I debiti relativi a servizi sono rilevati quando i servizi sono stati resi, cioè la prestazione è stata effettuata»*; in questo caso la rilevazione si ha al soddisfacimento di due condizioni, ossia *«quando il processo produttivo dei beni è completato e quando si è verificato il passaggio sostanziale e non formale del titolo di proprietà assumendo quale parametro di riferimento, per il passaggio sostanziale, il trasferimento dei rischi e benefici»*. Questi devono poi essere al netto degli interessi passivi impliciti;
- i debiti di natura finanziaria *«sorti per operazioni di finanziamento e i debiti sorti per ragioni diverse dall'acquisizione di beni e servizi sono rilevati quando esiste l'obbligazione dell'impresa verso la controparte. Per i debiti finanziari, generalmente, tale momento coincide con l'erogazione dei finanziamenti»*; bisogna poi precisare che per l'ottenimento di tali

²¹ Il rispetto delle condizioni di rilevazione dei debiti è di estrema importanza per il valutatore in caso di analisi del rapporto di indebitamento (*leverage*). Questo deve essere a conoscenza delle modalità di iscrizione, valutazione e classificazione.

finanziamenti è necessario sostenere degli oneri accessori i quali devono essere capitalizzati nella voce B.II.7 *Altre immobilizzazioni immateriali*.

Tra le manovre contabili che il redattore del bilancio può attuare al fine di migliorare tale indicatore vi è la sottovalutazione dei debiti; azioni che vi possono essere ricomprese sono la determinazione incorretta di contributi e ratei del personale (ad esempio, per ferie maturate ma non godute) e delle fatture da ricevere²², il non riconoscimento di determinati debiti, come ad esempio i *bonus* di fine anno ai dipendenti o l'aumento salariale deliberato dal CdA. Tutte queste ipotesi, in caso di non rispetto dell'OIC 19, comporta una diminuzione dei debiti con conseguente miglioramento dell'indice di adeguatezza patrimoniale.

Un argomento da approfondire riguarda la determinazione del costo ammortizzato delle passività finanziarie, criterio da seguire per la rilevazione dei debiti secondo l'OIC 19. Esso è inteso come *«il valore a cui l'attività o la passività finanziaria è stata valutata al momento della rilevazione iniziale al netto dei rimborsi di capitale, aumentato o diminuito dall'ammortamento cumulato utilizzando il criterio dell'interesse effettivo su qualsiasi differenza tra il valore iniziale e quello a scadenza e dedotta qualsiasi riduzione (operata direttamente o attraverso l'uso di un accantonamento) a seguito di una riduzione di valore o di*

²² Questo comporta una violazione dell'art. 2423 c.c. *«si deve tener conto dei proventi e degli oneri di competenza dell'esercizio, indipendentemente dalla data di incasso o del pagamento»* che prevede di effettuare al termine dell'esercizio delle scritture contabili di completamento per far confluire correttamente in bilancio quei ricavi e quei costi di competenza dell'esercizio in chiusura, ma le cui fatture verranno emesse o ricevute nell'esercizio successivo.

irrecuperabilità». Bisogna quindi individuare tutti i costi collegati all'ottenimento di quel mutuo e, se il debito ne è comprensivo, anche questi necessitano di essere «ammortizzati» durante la sua vita attesa²³. Arrivati a questo punto, si può desumere come il redattore potrebbe essere spinto dalla volontà di escludere tali ulteriori costi dall'essere «ammortizzati» e quindi di non considerarli come elemento facente parte del costo finanziario legato al differimento del pagamento; in questo modo, la pratica messa in atto riesce a diminuire l'importo del denominatore, con conseguente miglioramento dell'indice in questione.

²³ Sempre l'OIC 19 prevede che questo criterio debba essere sempre rispettato nelle aziende di grandi dimensioni, mentre per le PMI l'OIC 19 prevede la possibilità di non utilizzarlo; queste ultime sono comunque obbligate ad includere tali costi, se hanno un impatto significativo sul calcolo degli indicatori, in caso di crisi d'impresa.

Figura 4.3 *Calcolo del costo ammortizzato*

ESEMPIO – CALCOLO DEL COSTO AMMORTIZZATO

La banca concede un finanziamento di 5 anni per 50.000 euro all'impresa Alfa con restituzione in una unica rata al termine del quinto anno. Il tasso di interesse (nominale) è pari al 10% annuo. Il prestito è concesso al 98% del valore di rimborso, quindi comprensivo di commissioni per 1.000 euro. Per il calcolo del costo ammortizzato occorre in primo luogo determinare il tasso di interesse effettivo (ovvero il tasso di rendimento interno = Tir) dell'operazione calcolato su 49.000 euro come segue:

ANNI	FLUSSI DI CASSA	ANNI DI SCONTO	FATTORE DI ATTUALIZZAZIONE	VALORE ATTUALE
1	5.000,00	1	0,904692	4.523,46
2	5.000,00	2	0,818468	4.092,34
3	5.000,00	3	0,740462	3.702,31
4	5.000,00	4	0,669890	3.349,45
5	55.000,00	5	0,606044	33.332,44
Tasso effettivo		10,53%		49.000,00

Capito che il tasso effettivo è il 10,53%, lo sviluppo temporale della quota capitale (da restituire al quinto anno) e degli interessi saranno i seguenti:

ANNI	A INTERESSI E CAPITALE	B INTERESSI EFFETTIVI A CONTO ECONOMICO	C = (B - A) AMMORTAMENTO	COSTO AMMORTIZZATO
0				49.000,00
1	5.000,00	5.162,06	162,06	49.162,06
2	5.000,00	5.179,14	179,14	49.341,20
3	5.000,00	5.198,01	198,01	49.539,21
4	5.000,00	5.218,87	218,87	49.758,07
5	55.000,00	5.241,93	(49.758,07)	0,00
	75.000,00	26.000,00	(49.000,00)	

In pratica l'ammortamento dello scarto tra l'importo erogato (49.000 euro) e il valore nominale del prestito (50.000 euro) è assorbito nel calcolo degli interessi ricalcolati al valore del Tir e si noti che con questo metodo il valore del debito aumenta nel tempo.

Fonte: P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in Il Sole 24 Ore, gennaio 2020.

Impatto significativo sul calcolo dell'indicatore lo ha sicuramente la presenza di finanziamenti da soci (o da altre società del gruppo) in quanto, in base alla loro natura possono essere incusi o al numeratore come capitale di rischio (a titolo di conferimento) o al denominatore come capitale di terzi (a titolo di finanziamento); si può quindi notare come la loro collocazione in bilancio possa stravolgere il valore ottenuto. Tuttavia, l'individuazione dell'esatta natura del

versamento è resa difficile dai soci stessi che, con la complicità degli amministratori, li qualificano diversamente in base all'andamento della società. Un esempio potrebbe essere la qualificazione dei versamenti come conferimenti che vanno a comporre il netto patrimoniale durante il normale esercizio dell'impresa, al fine di creare l'affidamento delle banche sulla congruità dei mezzi propri della società, e successivamente, riconsiderandoli come effettuati a titolo di mutuo, in caso di crisi dell'impresa, per chiederne il rimborso. Giuridicamente parlando, però, il finanziamento da soci è stato sempre descritto come postergato rispetto agli altri debiti e quindi considerato più una componente del Patrimonio Netto piuttosto che dei debiti²⁴. In ogni caso, la postergazione deve avvenire successivamente all'accertamento di due condizioni, ossia quando sussiste uno squilibrio dell'indebitamento rispetto al Patrimonio Netto eccessivo o quando sussiste una situazione della società per la quale risulta necessario effettuare un conferimento²⁵.

Ulteriore problematica che si potrebbe riscontrare nell'ambito della strutturazione della voce «debiti totali», e che necessita di essere analizzata con cura, riguarda la possibilità di ritardare, volontariamente o meno, la classificazione di importi che, precedentemente accantonati ai fondi rischi per il presentarsi di

²⁴ Art. 2467 c.c. «*Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e, e avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società, deve essere restituito*».

²⁵ Il Legislatore nei casi dubbi tende a qualificare i versamenti dei soci come conferimenti (e non come prestiti) sul presupposto che gli stessi vengono per lo più effettuati quando la società si trova in una condizione di sottocapitalizzazione, al fine di consentire all'impresa di proseguire la propria attività economica.

determinati eventi, continuano a permanere nella voce B del passivo anche se si sono già trasformati in un debito²⁶. Questo ritardo di classificazione può quindi avere un impatto significativo sul calcolo dell'indicatore in questione, dato che va ad influenzare il valore da inserire al denominatore. Il redattore, al fine di nascondere un'eventuale situazione di difficoltà, potrebbe volontariamente decidere di rimandare la classificazione di un importo presente nei fondi rischi (e, di conseguenza, senza intaccare il denominatore dell'indice di adeguatezza patrimoniale), anche se questo ha già natura di debito e che, quindi, dovrebbe essere incluso negli elementi che vanno a comporre l'indice. Per chiarire meglio la questione si propone un esempio. Supponiamo che un'azienda che opera nel settore del commercio all'ingrosso (soglia limite pari a 6,3, da quanto si può desumere dalla *Tabella 3.1* illustrata nel paragrafo 3.1) abbia un Patrimonio Netto di € 50.000,00 e debiti totali per € 750.000,00. L'azienda in questione ha effettuato precedentemente un accantonamento al fondo rischi per € 150.000,00 per un contenzioso che, attualmente, prevede il pagamento di € 120.000,00. Se questo importo non viene classificato dal redattore come debito «certo» si avrebbe il seguente calcolo:

²⁶ In particolare, l'OIC 31 sancisce che «*I fondi per rischi rappresentano passività di natura determinata ed esistenza probabile, i cui valori sono stimati. Si tratta, quindi, di passività potenziali connesse a situazioni già esistenti alla data di bilancio, ma caratterizzate da uno stato d'incertezza il cui esito dipende dal verificarsi o meno di uno o più eventi in futuro*».

$$\frac{50.000}{750.000} = 6,67\% > 6,3\%$$

Si può notare come l'azienda in questione presenti un indice di adeguatezza patrimoniale che si trova vicino al limite soglia stabilito in riferimento al settore di riferimento anche se non si è classificato l'importo da pagare per il contenzioso come debito. Cosa succede se la classificazione fosse stata effettuata in maniera corretta? Avremo:

$$\frac{50.000}{(750.000 + 120.000)} = \frac{50.000}{870.000} = 5,75\% < 6,3\%$$

La corretta classificazione dell'importo comporta un abbassamento dell'indicatore di crisi ben al di sotto della soglia settoriale identificata per effettuare la segnalazione. Possiamo quindi affermare come il ritardo della classificazione di importi per passività potenziali diventate ormai «certe» influenzi significativamente il calcolo dell'indice di adeguatezza patrimoniale e che configura una possibile manovra che il redattore è tentato ad attuare per migliorare all'apparenza la situazione aziendale, soprattutto se questa risulta già abbastanza precaria, come evidenziato nella prima ipotesi dell'esempio.

Infine, sempre tra i debiti, necessita di menzione il *leasing* finanziario, descritto dettagliatamente nel precedente argomento. Questi abbiamo detto essere contabilizzati secondo il criterio patrimoniale e, quindi, le rate confluiscono nel

Conto Economico. È, tuttavia, da sottolineare la sua utilità nel calcolo dell'indice di adeguatezza patrimoniale, almeno per la parte del debito residuo. Si ottiene in questa maniera un indicatore più veritiero ma, sempre spinti dalla necessità di rendere il bilancio apparentemente migliore, i soggetti interessati potrebbero non considerarli.

4.1.3 Indice di ritorno liquido dell'attivo

Altro indicatore settoriale individuato dal CNDCEC è l'indice di ritorno liquido dell'attivo, costituito dal rapporto tra il *cash flow* e il totale dell'attivo e misura la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa rispetto alla totalità degli investimenti realizzati, andando a configurarsi come indicatore di liquidità. Questo quoziente rappresenta quindi un ulteriore sintomo di liquidità, evidenziando in che misura la gestione caratteristica contribuisce, tramite l'autofinanziamento, a rendere liquidi gli *asset* dell'attivo. La *ratio* di questo indicatore è che un'azienda investe una percentuale del suo patrimonio, il quale deve possedere un'adeguata capacità di rimborso attraverso la generazione di *cash flow* operativi positivi; questi flussi saranno poi necessari per il rimborso dei finanziamenti. Da qui il nome «indice di ritorno liquido dell'attivo». La formula è la seguente:

$$\text{Indice di ritorno liquido dell'attivo} = \frac{\text{Cash Flow}}{\text{Totale Attivo}}$$

Valori troppo bassi di tale rapporto, uguali o al di sotto delle soglie settoriali individuate dal CNDCEC, sta a evidenziare una situazione di liquidità precaria in quanto l'attivo patrimoniale non è in grado di generare flussi di cassa necessari a rimborsare gli *stakeholders* e i finanziatori; si configura quindi un'incapacità della gestione caratteristica di recuperare gli investimenti.

Al numeratore ritroviamo il *cash flow*²⁷, inteso come la quantità di denaro generata dalle attività svolte dall'azienda, in uno specifico lasso di tempo. Il calcolo di questo flusso di cassa ha come punto di partenza l'utile netto al quale si devono sommare tutti i costi non monetari, ossia ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti, e sottrarre tutti i ricavi non monetari (come le rivalutazioni partecipazioni, imposte anticipate, ecc.). Le problematiche riguardanti il numeratore derivano proprio dall'ottenimento dello stesso e quindi dalla determinazione dei componenti non monetari positivi e negativi²⁸. In questo ambito assumono particolare rilevanza le politiche di «*accrual earnings management*», dove il termine «*accrual*» fa riferimento alle componenti che nel corso dell'esercizio non hanno avuto manifestazione monetaria e che, per loro natura, non

²⁷ Il concetto di *cash flow* individuato dal CNDCEC è il flusso di cassa generato dalla gestione operativa e non include le variazioni di circolante.

²⁸ Alcuni esempi di componenti non monetari che devono essere esclusi dal calcolo del *cash flow* sono: gli ammortamenti, le svalutazioni e gli accantonamenti a fondi; il rilascio di fondi a Conto economico che non trovano correlazione a elementi di costo (quindi eccessivi rispetto alla passività); gli adeguamenti positivi e negativi del *fair value* di derivati non di copertura; le imposte anticipate/differite e il loro utilizzo; gli utili e le perdite su cambi non realizzati in quanto hanno avuto origine a seguito di processi di adeguamento di fine periodo; i proventi e gli oneri finanziari non monetari (per esempio, quelli che derivano dall'applicazione del costo ammortizzato o da attualizzazioni di crediti e debiti).

sono determinati in misura certa, bensì richiedono la valutazione del *management* alla fine dell'esercizio. Tutto ciò crea i presupposti per la loro manipolazione a fini opportunistici da parte dei *manager*. I metodi più comuni comprendono la variazione dei criteri per la determinazione delle aliquote di ammortamento delle immobilizzazioni, per la quantificazione dell'accantonamento al fondo rischi ed oneri (o al fondo svalutazione crediti), per la valutazione delle rimanenze finali; tutto questo grazie, appunto, alla discrezionalità concessa dai principi contabili. Soffermandoci, ad esempio, sull'accantonamento a fondo rischi la discrezionalità lasciata ai redattori può essere utilizzata in modo strumentale sia nella decisione di iscrivere o meno l'accantonamento, sia nella determinazione del suo importo²⁹; potrebbero quindi essere effettuati accantonamenti per rischi inesistenti.

Con riferimento al denominatore, il totale dell'attivo previsto dall'art.2424 c.c., particolare importanza deve essere attribuita alle eventuali svalutazioni degli *assets* materiali e immateriali, stabilite dallo IAS 36 «*Impairment of assets*»; queste svalutazioni rappresentano un'area critica spesso soggetta a manipolazioni da parte del redattore. Lo IAS 36 sancisce che le attività materiali e immateriali devono essere periodicamente sottoposte ad un controllo di valore per verificare una sua eventuale riduzione (*impairment test*) e quindi svalutate fino a poter riflettere il loro

²⁹ Alcuni studi hanno dimostrato che le società rilevano accantonamenti ai fondi rischi ed oneri elevati in due situazioni: per perseguire politiche di *income smooting* quando il risultato netto risulta particolarmente elevato o per perseguire politiche di *big bath* andando a ridurre ulteriormente un risultato netto già negativo o inferiore alle attese di mercato.

valore recuperabile. Naturalmente quest'ultimo è frutto di una stima e, di conseguenza, «vittima» di giudizi soggettivi che possono essere facilmente oggetto di manipolazione. La discrezionalità lasciata al redattore può portare lo stesso a non riconoscere eventuali indicatori di *impairment* (o non considerarli rilevanti ai fini di una svalutazione) anche se presenti. Queste manipolazioni, non solo hanno un impatto sul denominatore di tale indice, ma solitamente vengono utilizzate a scopi di *income increasing*, dati gli ampi margini di discrezionalità lasciata ai soggetti di influenzare l'ammontare della svalutazione. Concludiamo questo argomento ricordando che sia i costi che i ricavi non monetari, dei quali si è parlato in precedenza, si riferiscono a variazioni attinenti all'attivo fisso o al passivo consolidato; di conseguenza una loro modifica comporterà inevitabilmente cambiamenti anche nella voce «totale attivo» (art. 2424 c.c.), andando ad intaccare il denominatore dell'indice di ritorno liquido dell'attivo e modificando l'informazione finale derivante da tale indicatore.

4.1.4 Indice di liquidità

Il quarto indicatore introdotto dal CNDCEC è rappresentato dall'indice di liquidità (detto anche *current ratio* o indice di liquidità corrente), espresso in termini di rapporto tra il totale delle attività e passività in scadenza a 12 mesi e, quindi, riferite al breve periodo. Esso, come afferma il nome, è un rapporto di liquidità e permette di valutare la capacità dell'azienda nell'assolvere ai propri

obblighi a breve termine; in particolare, indica la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni finanziari con scadenza a 12 mesi utilizzando i mezzi liquidi già disponibili e i recuperi monetari prossimamente provenienti dagli impieghi correnti (da qui la denominazione «*current*»). La formula è la seguente:

$$\text{Indice di liquidità} = \frac{\text{Attività Correnti}}{\text{Passività Correnti}}$$

I valori che questo rapporto può assumere possono essere maggiori, minori od uguali ad 1. Nel primo caso si ha un'eccedenza delle attività correnti rispetto alle passività di breve termine e di conseguenza lo stato di salute azienda appare soddisfacente in quanto in grado di coprire le uscite correnti. In caso di valore pari ad 1 non si ha una situazione critica ma comunque alla quale prestare adeguata attenzione dato che le entrate correnti sono appena sufficienti a coprire le uscite correnti. L'ultima ipotesi è data da un valore dell'indice di liquidità minore di 1; in questa circostanza le attività correnti risultano inferiori alle passività, con conseguente insufficienza di risorse da utilizzare per coprire le uscite correnti; si configura una situazione critica per la società³⁰. Normalmente, più l'indicatore di liquidità assume valori elevati più l'azienda risulta essere in grado di far fronte alle proprie obbligazioni; tuttavia, questa situazione non sempre rappresenta una cosa

³⁰ È comunque importante fare riferimento al settore nel quale l'impresa opera, in quanto per alcuni di essi la soglia di allarme è rappresentata da un valore minore di 1. Ad esempio, per il settore dei servizi alle persone la soglia limite prevista è di 0,698 (69,8 in termini percentuali, come iscritto all'interno della *Tabella 3.1* illustrata nel paragrafo 31.).

positiva. Talvolta un valore troppo alto del *current ratio* può evidenziare un inefficace utilizzo delle attività correnti da parte della società, ossia non si sta finanziando in maniera ottimale.

Il numeratore abbiamo detto essere composto dalle attività correnti, ottenute come somma tra le voci riferite al breve periodo dell'attivo circolante (voce C dell'attivo dell'art. 2424 c.c.) e i ratei e i risconti attivi (voce D dell'attivo dell'art. 2424 c.c.). Una delle principali problematiche che possono riguardare il numeratore sono relative alla sopravvalutazione dell'attivo circolante a 12 mesi e quindi di tutte le voci che lo compongono; queste sono crediti, rimanenze, titoli non immobilizzati e disponibilità liquide, come indicato dall'OIC 12. Quando abbiamo parlato dell'indice di sostenibilità degli oneri finanziari si è accennato al fatto che la cassa rappresenta una voce di bilancio di difficile manipolazione; di conseguenza la escludiamo tra le poste critiche da analizzare. Infatti, maggior attenzione è da prestare a crediti, rimanenze e titoli non immobilizzati.

Per quanto riguarda i crediti, precedentemente si è discusso dell'importanza di comprendere se sia maturato o meno il diritto alla loro iscrizione e dell'impatto che la discrezionalità lasciata al redattore di bilancio sul calcolo di eventuali fondi svalutazione crediti ha sull'importo finale³¹. A tal riguardo, si rimanda al

³¹ Alcune delle voci da valutare che possono nascondere errori di valutazione e necessità correttive sono: anticipi a fornitori, depositi cauzionali, crediti verso controllate/collegate e imposte anticipate. Alcuni esempi possono essere: la sospensione di costi sostenuti tramite l'utilizzo di anticipi a fornitori anziché il carico a Conto economico, la mancata svalutazione di importi di dubbia

sottoparagrafo 3.3.1. Altro impatto sull'informativa finale della voce crediti lo ha la gestione del credito stesso. È pratica ormai diffusa che le imprese si facciano anticipare l'importo dei crediti commerciali dalle banche attraverso diverse modalità, tra le quali ritroviamo la cessione del credito pro-soluto e pro-solvendo che si differenziano principalmente per chi si assume il rischio di un'eventuale insolvenza del debitore. Nella cessione pro-soluto il rischio del credito viene trasferito al cd. cessionario (chi acquista il credito), mentre se tale rischio rimane in capo all'originario titolare del credito (cd. cedente) l'operazione viene detta pro-solvendo. Naturalmente, data l'intensità di rischio differente che incombe sulla banca (cessionario), questa si riserva uno «sconto» tanto più alto quanto maggiore è il rischio di non recuperare il credito ceduto e, di conseguenza, minore sarà l'importo che verrà concesso all'impresa (cedente). Questo perché in caso di inadempienza del debitore la banca non potrà rivalersi nei confronti dell'impresa, in quanto i crediti sono stati totalmente trasferiti al cessionario; in caso di pro-solvendo, invece, l'impresa cedente è sempre tenuta a sostenere, completamente o parzialmente, la perdita subita dalla banca in caso di inadempienza. Altra modalità è l'anticipo di ricevute bancarie che non configura una cessione del credito da parte dell'impresa ma la incarica di incassare il credito. Questa, come anche la cessione pro-solvendo, non rappresentando a tutti gli effetti una cessione del credito non

recuperabilità come i depositi cauzionali o le imposte anticipate calcolate su perdite pregresse il cui recupero (se non supportato da apposite analisi) potrebbe essere dubbio.

comporta una cancellazione del credito dal bilancio, che di conseguenza dovranno essere inclusi nel calcolo dell'indice di liquidità.

Un importante *red flag* nell'attivo circolante è rappresentato dalle rimanenze di magazzino, il cui valore può facilmente essere influenzato dalle conseguenti stime. Le rimanenze potrebbero essere «ritoccate» a livello patrimoniale, tramite una sopravvalutazione del loro valore; questa sopravvalutazione può essere dovuta ad una rilevazione di quantità superiori alla realtà, dovuta ad un'incorretta individuazione di quelle in giacenza presso la società o presso terzi, di quelle in transito o anche da un'analisi inadeguata degli *Incoterms*. Altra causa di una sopravvalutazione può essere dovuta alla rilevazione inesatta del loro costo, in virtù del criterio di valutazione delle rimanenze che l'azienda applica. Anche qui gioca un ruolo importante la discrezionalità lasciata al redattore circa l'ammontare di eventuali svalutazioni del magazzino per merci obsolete, danneggiate, poco o affatto movimentate nel tempo. Supponiamo, ad esempio, un'azienda che opera nel commercio al dettaglio (soglia limite 89,8%), i cui crediti netti totali (commerciali e diversi) ammontano ad € 4.000,00; il magazzino (materie prime e prodotti finiti) risulta avere un valore di € 1.500,00. Tuttavia, risultano merci non movimentate da molto tempo, per le quali è stata stimata una svalutazione di € 500,00. Per semplicità si considerano debiti a breve per € 6.000,00. Nel caso in cui la svalutazione venga considerata dal redattore avremo:

$$\frac{4.000 + (1.500 - 500)}{6.000} = \frac{4.000 + 1.000}{6.000} = \frac{5.000}{6.000} = 83,33\% < 89,8\%$$

Vediamo quindi come l'indicatore scenda al di sotto della soglia settoriale di allarme. Per evitare ciò, in virtù del margine di discrezionalità, il redattore decide di non effettuare alcuna svalutazione e avremo:

$$\frac{4.000 + 1.500}{6.000} = \frac{5.500}{6.000} = 91,67\% > 89,8\%$$

Non includendo la svalutazione l'indice di liquidità è salito al di sopra del valore soglia, andando a «nascondere» la vera situazione in cui verte la società.

Altra area da monitorare è quella dei titoli che sono destinati ad essere venduti in breve tempo e quindi non destinati a permanere troppo a lungo nel patrimonio della società (titoli non immobilizzati); questi vanno pertanto inseriti all'interno dell'attivo circolante nella voce C.III.6 «Altri titoli». Secondo l'OIC 20 la loro valutazione avviene *«in base al minor valore fra il costo ammortizzato, così come determinato ai sensi del paragrafo 60, e il valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato»*. Si è già discusso del fatto che il criterio del costo ammortizzato può non essere applicato dalle PMI o nel caso in cui gli effetti derivanti dalla sua applicazione sono irrilevanti rispetto alla rilevazione del loro costo di acquisto. Da questa discrezionalità deriva un rischio di sopravvalutazione del valore dei titoli (iscritti al costo di acquisto, inclusi i costi accessori). Infine, con

il decreto «Semplificazioni» n. 23 del 2022 è stata introdotta la facoltà di non svalutare i titoli iscritti nell'attivo circolante³², andando ad incrementare il rischio di una loro possibile sopravvalutazione, con conseguente incidenza sul numeratore dell'indice in questione.

Il denominatore è costituito dalla voce «passività correnti», all'interno della quale confluiscono tutti gli elementi che vanno a comporre i debiti con scadenza a 12 mesi (voce D del passivo), inclusi i ratei e i risconti passivi che rappresentano la voce E del passivo. La principale problematica riscontrata in questo ambito è dovuta ad una sottovalutazione dei debiti, in modo da ridurre il denominatore e modificare l'informativa fornita dall'indicatore in questione. La sottovalutazione dei debiti dipende prevalentemente dall'incorretta classificazione delle poste in bilancio e, quindi, da un'errata determinazione dei debiti considerati a medio-lungo termine quando in realtà si riferiscono al breve periodo. Impatto significativo sull'importo dei debiti a breve termine lo può avere il non rispetto dei *covenants*; questi rappresentano delle clausole³³ in base alle quali la banca che ha concesso il

³² L'art. 45, comma 3-*octies* del Decreto in questione sancisce che «*Considerata l'eccezionale situazione di turbolenza nei mercati finanziari, i soggetti che non adottano i principi contabili internazionali, nell'esercizio in corso alla data di entrata in vigore del presente decreto, possono valutare i titoli non destinati a permanere durevolmente nel loro patrimonio in base al loro valore di iscrizione, come risultante dall'ultimo bilancio annuale regolarmente approvato, anziché al valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato, fatta eccezione per le perdite di carattere durevole. L'applicazione delle disposizioni del primo periodo, in relazione all'evoluzione della situazione di turbolenza dei mercati finanziari, può essere prorogata con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze*». Si può quindi notare la concessione della facoltà di derogare il criterio di valutazione dei titoli non immobilizzati previsto dall'art. 2426 c.c.

³³ Solitamente gli indicatori che devono essere verificare periodicamente e tempestivamente sono l'EBITDA, l'EBIT, la Posizione Finanziaria Netta ecc.

finanziamento a medio-lungo termine può, in caso di mancata osservanza da parte della società (*breach*), rivedere le condizioni stabilite o, in casi estremi, risolvere il contratto. È proprio quest'ultimo caso che impatta in maniera significativa sulla composizione dei debiti a breve termine in quanto si prevede in questa circostanza la riclassificazione del finanziamento ottenuto nella porzione dei debiti a breve termine, con pesanti conseguenze anche sulle valutazioni della continuità aziendale. La violazione dei *covenants* determina, infatti, la perdita del beneficio del termine da parte del debitore e quindi, nella sostanza, un'accelerazione del rimborso del debito (ecco spiegata la riclassificazione nelle poste a breve). Un esempio di manipolazione può essere ricondotto alla sopravvalutazione delle rimanenze spiegato precedentemente. Bisogna a tal fine precisare che, solitamente, la manipolazione delle rimanenze viene effettuata, non tanto per modificare l'indice in questione, quanto piuttosto per evidenziare una redditività maggiore (politica di *income increasing*). Modificare il valore del magazzino nello Stato Patrimoniale comporta delle variazioni di egual valore in Conto Economico, che vanno ad incidere sulla redditività. Una sopravvalutazione delle rimanenze finali genera a livello economico una più alta variazione positiva delle stesse; questa «pratica» può quindi essere in grado di occultare eventuali perdite o di mostrare una redditività più alta di quello che sembra³⁴. Possiamo quindi concludere che se tra le clausole è

³⁴ Per individuare eventuali movimentazioni insolite si può far ricorso al *Days Sales Inventory* (DSI); una sopravvalutazione del magazzino comporta un aumento del DSI dei giorni di

presente il rispetto di indicatori quali EBITDA ed EBIT, questi risultati intermedi saranno pesantemente influenzati dalle elevate variazioni positive del magazzino risultanti in Conto Economico, a tal punto da evidenziare un fittizio «rispetto» dei *covenants*, quando in realtà non lo sono. Così facendo, il redattore potrà evitare di riclassificare il finanziamento, che in realtà ha violato i *covenants*, nel passivo a breve termine. Riprendiamo l'esempio numerico precedente. La società risulta aver violato le clausole prestabilite con conseguente riclassificazione nei debiti a breve di un importo pari ad € 500,00. In caso di valutazione corretta delle rimanenze (e quindi risulta il non rispetto dei *covenants*) avremo:

$$\frac{4.000 + (1.500 - 500)}{(6.000 + 500)} = \frac{4.000 + 1.000}{6.500} = \frac{5.000}{6.500} = 76,92\% < 89,8\%$$

L'indice risulta peggiorare ulteriormente, mettendo ancor di più a rischio la situazione aziendale. Tuttavia, nel caso in cui si abbia una sopravvalutazione del magazzino (senza considerare la svalutazione) con conseguente rispetto degli indicatori previsti dalle clausole (che per semplicità mettiamo essere solo EBITDA ed EBIT) avremo lo stesso risultato ottenuto in precedenza e che riportiamo di seguito:

magazzino, che sta ad evidenziare periodi di giacenza delle merci troppo lunghi, con conseguenti problemi di liquidità, una maggiore pressione sul capitale operativo, come anche un'incapacità della società a vendere i propri prodotti.

$$\frac{4.000 + 1.500}{6.000} = \frac{5.500}{6.000} = 91,67\% > 89,8\%$$

Si può notare come la svalutazione non viene considerata al numeratore e questo determina la possibilità di non riclassificare l'importo di € 500,00 tra i debiti a breve, in virtù del fatto che i *covenants* risultano «rispettati» grazie all'impatto che si ha sulla redditività (e quindi sugli indicatori intermedi EBITDA ed EBIT) della sopravvalutazione delle rimanenze.

4.1.5 Indice di indebitamento tributario e previdenziale

Ultimo indicatore previsto dal CNDCEC è l'indice di indebitamento tributario e previdenziale e, come dice il nome, è espresso in termini di rapporto tra l'indebitamento tributario e previdenziale (sia a breve che a medio-lungo termine) e il totale dell'attivo. Il suo obiettivo è infatti quello di evidenziare l'esposizione finanziaria della società nei confronti dell'erario rispetto al totale degli investimenti realizzati; esso riflette la preoccupazione che tale tipologia di indebitamento diventi uno strumento di copertura impropria dei fabbisogni di capitale. Ai fini del calcolo dell'indicatore, è bene precisare che sia numeratore che denominatore sono composti da valori di tipo patrimoniale³⁵. La formula è la seguente:

³⁵ Alcune considerazioni utili ai fini di un'interpretazione migliore di tale indice riguarda innanzitutto la giusta distinzione dei debiti di natura previdenziale e tributaria scaduti e per i quali si è usufruito degli strumenti di dilazione e definizione agevolata del debito (cd. rateizzazioni); quest'ultima è utile per una successiva distinzione tra la parte di debiti scaduti e quella da pagare entro i 12 mesi con la parte di debiti con scadenza oltre l'esercizio. Tale operazione è utile per confrontare la parte del debito a breve termine con la parte di attivo a breve per la valutazione della

$$\text{Indice di indebitamento trib. e previd.} = \frac{\text{Debiti Tributarî e Previdenziali}}{\text{Totale Attivo}}$$

Come ogni indicatore di indebitamento, pi alto sar il suo valore peggiore sar la situazione finanziaria in cui verte l'azienda; un suo importo troppo elevato sta ad evidenziare un debito elevato nei confronti delle autorit fiscali e, quindi, il mancato versamento dei tributi ad esse dovute che si sono accumulati nel tempo.

Senza soffermarci sul denominatore rappresentato dal totale dell'attivo previsto dall'art. 2424 c.c., il quale  stato oggetto di discussione nelle pagine precedenti³⁶, passiamo ad analizzare le varie problematiche che possono affliggere il numeratore. Questo  composto dal totale dei debiti tributari scadenti entro e oltre l'esercizio (voce C del passivo) e dei debiti verso gli istituti di previdenza e assistenza sociale, anch'essi con scadenza entro ed oltre i 12 mesi (voce D.13 del passivo).

Per modificare in positivo l'indicatore in questione  necessario ridurre il numeratore (posta l'invarianza del denominatore) e, di conseguenza, una criticit riguarda la sottostima degli importi che vanno a comporre il totale

«sostenibilit dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuit aziendale». Altra precisazione da effettuare riguarda l'eventuale presenza di contenziosi che possono influenzare il valore effettivo dei debiti tributari, oltre che sulla possibilit che lo stesso si possa trasformare in un'uscita di cassa futura.

³⁶ Si rammenta che le manipolazioni del denominatore riguardano prevalentemente la sopravvalutazione dell'attivo in modo da aumentare il denominatore, con conseguente riduzione dell'indice.

dell'indebitamento tributario e previdenziale; infatti, il redattore potrebbe non includere all'interno dello stesso alcuni elementi che invece sono dovuti³⁷. Tra questi ritroviamo, ad esempio, un cambio di aliquota fiscale che comporta una modifica dei debiti dovuti per il quale, tuttavia, non vi è stato l'adeguamento dell'aliquota da parte dell'azienda per far risultare un importo dovuto minore. Altro esempio potrebbe essere l'esclusione parziale o totale dai contributi previdenziali la quota riferita ai ratei del personale.

Infine, altra problematica riscontrata è l'eventuale presenza di importi di natura fiscale, come il credito IVA, che però possono essere iscritte all'interno dell'attivo che, se valutate in maniera inadeguata possono modificare significativamente l'informativa derivante dall'indice in questione. È quindi importante analizzare attentamente tali elementi al fine di evidenziare importi non spettanti o inesistenti che potrebbero modificare il calcolo dell'indice di indebitamento tributario e previdenziale. Appare utile fornire un esempio.

³⁷ Altri elementi che potrebbero essere esclusi ci vengono forniti da P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in *Il Sole 24 Ore*, gennaio 2020: «la stima del corretto carico fiscale potrebbe non essere completa in quanto nel bilancio di esercizio il dato è solo stimato mentre il dato definitivo viene elaborato solo alla data di presentazione della dichiarazione. Per cui, potrebbe anche verificarsi il caso di errori commessi in sede di bilancio che vengono identificati e corretti in sede di dichiarazione dei redditi. Si tenga presente che eventuali differenze tra quanto stimato a bilancio e quanto effettivamente dichiarato sono poi recuperate nel Conto economico dell'esercizio successivo; la mancata registrazione di imposte a seguito di rivalutazioni agevolative. Alcune leggi di rivalutazione hanno permesso che in contropartita al maggior valore contabile di un'attività fosse iscritta una riserva nel Patrimonio netto non soggetta a tassazione ("riserva in sospensione di imposta") tassabile solo in caso di distribuzione della riserva ai soci. Qualora si verificasse la distribuzione, ci sarà la necessità di contabilizzare l'imposta precedentemente sospesa».

Consideriamo una società che opera nel commercio all'ingrosso (indice soglia 2,9%) che registra un totale attivo per € 100.000,00 e un indebitamento tributario e previdenziale totale pari ad € 3.500,00. Calcolando l'indicatore otterremo:

$$\frac{3.500}{100.000} = 3,5\% > 2,9\%$$

L'impresa risulta aver superato la soglia settoriale stabilita per il proprio settore di appartenenza. Tuttavia, in caso di rilevazione di crediti IVA non spettanti o inesistenti, questi potranno essere portati a rettifica sia del numeratore che del denominatore. Supponiamo che il loro importo sia di € 1.000,00:

$$\frac{(3.500 - 1.000)}{(100.000 - 1.000)} = \frac{2.500}{99.000} = 2,53\% < 2,9\%$$

Vediamo come l'indicatore di indebitamento migliori significativamente, al punto da scendere al di sotto della soglia di allarme. Si rammenta, quindi, una corretta valutazione di queste poste, al fine di non influenzare la reale informativa del rapporto in questione.

CONCLUSIONI

I recenti periodi di recessione e di crisi che hanno investito tutti i comparti aziendali hanno generato un aumento dell'interesse nei confronti dei temi riguardanti il bilancio d'esercizio, rendendo più che mai necessarie l'affidabilità e l'elevata qualità delle informazioni fornite dalle imprese ai propri *stakeholders* ed al mercato. Ad oggi, il sistema economico all'interno delle quali le imprese risultano collocate appare sempre più complesso, dinamico e tecnologico e questo porta le stesse ad essere più competitive, incentivandole a ricorrere a scelte poco conformi ai principi contabili grazie agli ampi margini di discrezionalità che gli stessi garantiscono al *management* nella rendicontazione delle informazioni contabili. Conseguenza di ciò è data dalla sempre più crescente propensione delle aziende a mostrare ai propri portatori di interesse un'immagine di sé e una situazione economica, patrimoniale e finanziaria migliore rispetto alla realtà, attraverso «tattiche» di manipolazione contabile. Si tratta di un fenomeno da non sottovalutare, soprattutto considerando tutte le possibili conseguenze che ne derivano nei confronti dei soggetti che intraprendono relazioni con l'azienda in questione, senza poi dimenticare l'effetto che queste manipolazioni possono avere sugli indicatori della crisi d'impresa e, quindi, sul «destino» della società.

Si conferma in questo ambito l'importanza della corretta gestione aziendale attraverso il continuo monitoraggio dell'andamento della società e della capacità

della stessa di durare nel tempo; questi controlli non sono caratterizzati da procedure *standard* che possono essere adattate ad ogni tipologia di impresa, ma ognuna tiene conto delle proprie peculiarità organizzative. È, tuttavia, essenziale l'istituzione al proprio interno di un efficace e flessibile sistema di controllo interno che si impegna a monitorare, non per forza tutti ma come minimo alcuni ambiti della gestione aziendale ritenuti significativi, con cadenza almeno mensile.

A supporto di tutto ciò vi sono i cambiamenti normativi introdotti all'interno del CCI, il quale non si preoccupa più di trattare dettagliatamente gli indicatori di un possibile stato di crisi, ma si focalizza sulla disincentivazione della rappresentazione di informazioni manipolate o «falsate» all'interno del bilancio d'esercizio e dell'occultamento di quelle necessarie a garantire il rispetto dei principi di correttezza e di veridicità del prospetto. Tra i principali cambiamenti ritroviamo il nuovo art. 3 CCI che integra al suo interno il comma 2 dell'art. 2086 c.c., stabilendo l'obbligo per l'imprenditore dell'adozione di misure volte a prevenire lo stato di crisi e l'istituzione di assetti organizzativi, contabili e amministrativi «adeguati», come anche sancito dalla sentenza del Tribunale di Cagliari del 19 gennaio 2022. Si rammenta che:

- per assetto organizzativo si intende l'organigramma (e/o funzionigramma) aziendale e, quindi, l'insieme di tutte le procedure e le direttive che garantiscono che il potere decisionale sia nelle mani di persone ritenute competenti;

- per assetto amministrativo e contabile ci si riferisce all'insieme di regole, procedure e prassi operative che garantiscono il rispetto dei principi contabili, ossia la veridicità, la correttezza e la completezza dei dati aziendali, nonché la loro tempestività.

Il compito dell'imprenditore diventa, quindi, quello di attivarsi per costituire un sistema in grado di identificare segnali già presenti nel primo stadio; tali strumenti sono sì utili all'intercettazione della crisi ma non sufficienti alla prevenzione della stessa. Per questo motivo diventa sempre più importante e urgente la predisposizione da parte degli organi amministrativi di strumenti di gestione periodica. Tra questi possiamo individuarne alcuni quali, ad esempio, i *budget* previsionali, i rendiconti finanziari, i *report* sulla situazione di crediti e debiti e, in particolare, l'utilizzo della *Balance Scorecard* (BSC) considerato a livello internazionale come lo strumento manageriale più efficace per il coordinamento tra gli obiettivi, le strategie e le azioni concretamente realizzate.

Giunti a questo punto appare chiaro che un imprenditore con le adeguate competenze ma, soprattutto, dotato di integrità morale e lealtà e che sia in grado di intervenire prontamente al presentarsi di eventuali disequilibri nelle prime fasi della crisi, non necessita della presenza di soggetti esterni chiamati a gestire queste difficoltà. Inoltre, è bene sottolineare che i soggetti esterni, anche se competenti, difficilmente sono in grado di comprendere rigorosamente le dinamiche aziendali e «correggerle» tempestivamente, senza poi considerare eventuali divergenze tra

imprenditore e tali professionisti esterni. Di conseguenza, è richiesta a tutti i soggetti incaricati del controllo (sindaci e revisori) di «vigilare» sull'operato della stessa e procedere con eventuali segnalazioni, avere un'approfondita conoscenza dei principi contabili nazionali e internazionali e della normativa di riferimento considerato che i soggetti attivi delle *earnings manipulation* potenzialmente sono, oltre che l'imprenditore stesso (soprattutto nel caso delle PMI), tutti i soggetti preposti e coinvolti nella redazione del bilancio. Infatti, i *managers* e gli operatori, possono essere spinti ad attuare politiche manipolative per conseguire specifici benefici sia aziendali (ritardare l'emersione della crisi) che personali (incentivi e *bonus* al raggiungimento di determinati obiettivi). A questo bisogna aggiungere che l'identificazione di queste manipolazioni non è di facile comprensione dai soggetti esterni alla realtà aziendale e che non hanno accesso a informazioni interne. Infine, come dimostrato nel corso del presente lavoro, il «sistema» di bilancio è inteso come tale in quanto ogni voce che lo compone è collegata ad altre (logica della partita doppia) e questo comporta che la manipolazione di un valore positivo o negativo nel Conto Economico si ripercuota inevitabilmente nelle corrispondenti attività e passività patrimoniali, andandole ad alterare, alterando poi, tutti gli indici relativi. Si conferma, quindi, la necessità per gli organi incaricati del controllo, e per l'imprenditore, di avere un'approfondita conoscenza amministrativa, contabile ed organizzativa, e delle pratiche consentite in modo tale da individuare prontamente i «veri» segnali di allerta che potrebbero portare a possibili alterazioni

delle voci di bilancio e comprendere le interrelazioni per prevenire eventuali manipolazioni. Queste considerazioni finali fanno emergere il limite circa l'effettiva efficacia degli indicatori della crisi introdotti individuati originariamente dal CNDCEC. Infatti, nonostante il loro utilizzo rappresenti dopo l'aggiornamento normativo un valido punto di riferimento per l'identificazione della crisi, devono considerarsi «solo» come dei «riferimenti» mentre quello che risulta fondamentale per un'adeguata prevenzione della crisi è l'implementazione di sistemi di controllo interni basati sul rispetto dei principi contabili e di assetti organizzativi, amministrativi e contabili efficaci, come anche fatto emergere dalla sentenza di Cagliari del 19 gennaio 2022 che si focalizza sugli «adeguati» assetti organizzativi come unico presidio per la prevenzione di comportamenti scorretti.

BIBLIOGRAFIA E RIFERIMENTI

- A. A. A. Amaduzzi, G. Liberatore, E. Comuzzi, O. Ferraro, «*La valutazione delle aziende in crisi*», Giuffr , Milano, 2014;
- A. A. A. Amaduzzi., *L'azienda nel suo sistema e nell'origine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, 1963;
- A. Bastia, *Crisi aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino, 2019;
- A. Danovi, A. Panizza, *Piani di risanamento*, Ipsoa, Milano, 2017;
- A. Danovi, «*Procedure di allerta e anticipata emersione della crisi*», Il Sole 24 Ore, marzo 2019;
- A. Danovi, A. Quagli, *Gestire la crisi d'impresa. Processi e strumenti di risanamento*, IPSOA, Milano, 2021;
- Art. 1 CCI, *Ambito di applicazione*;
- Art. 12 CCI, *Composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa*;
- Art. 13 D. Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, *Indicatori della crisi*;
- Art. 2 CCI, *Definizioni*;
- Art. 2086 c.c., *Gestione dell'impresa*;
- Art. 2409 c.c., *Denuncia al tribunale*;
- Art. 2423 c.c., *Redazione del bilancio*;
- Art. 2424 c.c., *Contenuto dello Stato Patrimoniale*;
- Art. 2425 c.c., *Contenuto del Conto Economico*;

Art. 2426 c.c., *Criteri di valutazione*;

Art. 2427 c.c., *Contenuto della Nota Integrativa*;

Art. 2435-bis c.c., *Bilancio in forma abbreviata*;

Art. 2435-ter c.c., *Bilancio delle micro-imprese*;

Art. 2446 c.c., *Riduzione del capitale per perdite*;

Art. 2467 c.c., *Finanziamento dei soci*;

Art. 2477 c.c., *Sindaco e revisione legale dei conti*;

Art. 2484 c.c., *Cause di scioglimento*;

Art. 2555 c.c., *Nozione*;

Art. 3 CCI, *Adeguatezza delle misure e degli assetti in funzione della rilevazione tempestiva della crisi d'impresa*;

Art. 45 D. L. 21 giugno 2022, n. 73, *Rafforzamento delle strutture e disposizioni finanziarie*;

CNDCEC, «*Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*», Bozza del 19 ottobre 2019;

D. Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14;

D. Lgs. 17 giugno 2022, n. 83;

Documento Interpretativo n.1 dell'OIC 12;

E. Giacosa, A. Mazzoleni, «*I modelli di previsione dell'insolvenza aziendale. Efficacia predittiva, limiti e prospettive di utilizzo*», Giappichelli, Torino, 2018;

E. Giacosa, A. Mazzoleni, «*La previsione della crisi d'impresa: strumenti e segnali di allerta*», Giuffrè, Milano, 2016;

E. I. Altman, «*Corporate Financial Distress and Bankruptcy*», New York, 1993;

F. Fontana, M. Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill Education, 2017;

Falini, M. Postiglione, *L'efficacia degli indicatori settoriali di allerta previsti dal nuovo Codice della Crisi*, 2021;

Fonte: L. Guatri, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1986;

IAS 1, *Presentazione del bilancio*;

IAS 23, *Oneri finanziari*;

IAS 24, *Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate*;

IAS 36, *Determinazione delle perdite di valore delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie*;

IFRS 15, *Ricavi provenienti da contratti con i clienti: gli effetti sul bilancio di esercizio*;

ISA 570, *Continuità aziendale*;

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

L. Sicca, F. Izzo, *La gestione dei processi di Turnaround. Un caso esemplare: la Pirelli S.p.A.*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1995;

M. Caroli, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill Education, 2017;

M. Cian, *Diritto commerciali, Volume II, Diritto della crisi d'impresa*, Giappichelli, Torino, 2019;

N. Yaping *The theoretical framework of earnings management*, Canadian Social Science, 2005;

ODCEC di Modena;

ODCEC di Roma;

OIC 10, *Rendiconto finanziario*;

OIC 11, *Finalità e postulati del bilancio d'esercizio*;

OIC 12, *Composizione e schemi del bilancio d'esercizio*;

OIC 15, *Crediti*;

OIC 16, *Immobilizzazioni materiali*;

OIC 19, *Debiti*;

OIC 20, *Titoli di debito*;

OIC 28, *Patrimonio netto*;

OIC 31, *Fondi per rischi e oneri e Trattamento di fine rapporto*;

OIC 9, *Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali*;

P. Ceroli, A. Menghi, G. Borroni, *Indicatori di allerta standard e personalizzati. Guida pratica per il calcolo dei misuratori introdotti dal Codice della crisi*, in Il Sole 24 Ore, gennaio 2020;

Rappaport, *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, New York, 1998;

S. Poli, *I modelli di previsione della crisi d'impresa. La prospettiva esterna mediante i bilanci in forma abbreviata*, Giappichelli, Torino, 2020;

Tribunale di Cagliari, 19 gennaio 2022, Pres. Tamponi, Est. Caschili, *Decreto di nomina amministratore giudiziario nel procedimento ex. art. 2409 c.c.*

LINKOGRAFIA

<https://www.affaridiborsa.com>

<https://www.antiriciclaggiocompliance.it>

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.business-plan.it>

<https://www.cerved.com>

<https://www.commercialisti.it>

<https://www.consulenzalegaleitalia.it>

<https://www.crisidimpresa.net>

<https://www.dirittodellacrisi.it>

<https://www.ecnews.it>

<https://www.economiaziendale.net>

<https://www.farenumeri.it>

<https://www.fiscoetasse.com>

<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it>

<https://www.fondazioneoic.eu>

<https://www.gazzettaufficiale.it>

<https://www.governo.it>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.ipsoa.it>

<https://www.meliusform.it>

<https://www.navlab.it>

<https://www.nuovodirittodellesocieta.it>

<https://www.odcec.roma.it>

<https://www.odcec.torino.it>

<https://www.ordineavvocatifirenze.it>

<https://www.pv.camcom.it>

<https://www.ragioneria.com>

<https://www.revisionelegale.mef.gov.it>

<https://www.revisioni-legali.it>

<https://www.rirea.it>

<https://www.rivistadirittosocietario.com>

RINGRAZIAMENTI

Alla fine di questo percorso, sento il dovere di ringraziare alcune persone che si sono rivelate importanti e che mi hanno aiutato, anche se con dei semplici consigli.

Desidero ringraziare innanzitutto il mio relatore, il dott. Giovanni Marco Borroni, che mi ha dedicato la sua attenzione e la sua gentilezza per tutta la stesura dell'elaborato, nonché per tutti gli insegnamenti trasmessi in questo percorso.

Ringrazio poi la mia famiglia, per il continuo sostegno dimostratomi ogni giorno, i quali hanno sempre acconsentito ogni mia richiesta.

Un grazie sincero va a mia nonna che, nonostante ci abbia lasciati, so che continua a credere in me ogni giorno.

Ringrazio i miei amici e coinquilini, fonte di gioia e divertimento, che sono riusciti a tirarmi su di morale in qualunque situazione.

Ultima, ma non per importanza, c'è la mia ragazza. Un grazie sincero va a te che mi hai supportato (e sopportato), che sei riuscita sempre a strapparmi un sorriso dalla bocca anche nei momenti più difficili; grazie a te questo percorso si è dimostrato più semplice.