



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea  
magistrale  
in  
Amministrazione,  
Finanza e  
Controllo

Tesi di Laurea

**Indici di  
allerta della  
crisi  
d'impresa**

Sistema di allerta,  
indicatori, indici e  
indizi della crisi

**Relatore**

Ch. Prof. Federico Beltrame

**Correlatore**

Ch. Prof. Ugo Rigoni

**Laureanda**

Erika Leanza  
Matricola  
816996

**Anno Accademico**

2019 / 2020



“La crisi è la più grande benedizione per le persone e le nazioni, perché la crisi porta progressi. La creatività nasce dall'angoscia, come il giorno nasce dalla notte oscura. E' nella crisi che sorge l'inventiva, le scoperte e le grandi strategie. Chi supera la crisi supera sé stesso senza essere superato.”

*Il mondo come io lo vedo (1931)*

*Albert Einstein*

ha eliminato: e

*Ai miei due bambini, Vanessa e Mattia Sebastian*

# Indice

## Introduzione

1	Il codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza	1
	1.1 Prefazione	1
	1.2 Il concetto di crisi	3
	1.2.1 Analisi tecnica del concetto di crisi	4
	1.2.2 La crisi secondo Guatri	5
	1.2.3 La crisi secondo Cestari	7
	1.2.4 Dalle perdite economiche allo stato di insolvenza	8
	1.2.5 Dallo squilibrio finanziario alle perdite economiche	10
	1.2.6 Definizione normativa di crisi	11
	1.3 Le procedure di allerta	12
	1.3.1 La struttura delle procedure di allerta	14
2	Gli indicatori della crisi	18
	2.1 Il Going Concern	20
	2.2 La valutazione delle performance patrimoniali	22

*ha eliminato:*

2.3	La valutazione delle performance economiche	23
2.4	La valutazione delle performance finanziarie	24
2.4.1	I cash flow	25
2.4.2	Working Capital	26
2.5	Gli indicatori elaborati dal CNDCEC	29
2.5.1	Patrimonio netto negativo e patrimonio netto sotto il limite	30
2.5.2	Il DSCR	35
2.5.2.1	Primo approccio per il calcolo del DSCR	44
2.5.2.2	Secondo approccio per il calcolo del DSCR	45
2.5.2.3	Ulteriore approccio per il calcolo del DSCR	47
2.5.3	Gli indici di settore	49
2.5.3.1	Indice di sostenibilità degli oneri finanziari	50
2.5.3.2	Indice di adeguatezza patrimoniale	51
2.5.3.3	Indice di ritorno liquido dell'attivo	52
2.5.3.4	Indice di liquidità	53
2.5.3.5	Indice di indebitamento tributario o previdenziale.	56
3	Parte applicativa	58
3.1	Azienda A	59
3.1.1	Conto Economico Riclassificato	60
3.1.2	Stato Patrimoniale riclassificato	64
3.1.3	Analisi di redditività	67
3.1.4	Indicatori di struttura patrimoniale e finanziaria	70
3.1.5	CE e SP in chiave prospettica	72
3.2	Azienda B	78
3.2.1	Conto Economico Riclassificato	78
3.2.2	Stato Patrimoniale riclassificato	80

ha eliminato: →

ha eliminato: →

3.2.3 Indicatori economici	82
3.3.3 Indicatori finanziari e patrimoniali	84
3.3.4 Rendiconto finanziario in chiave prospettica	86
3.3.5 Tentativo di calcolo del DSCR	89
3.3 Azienda C	89
3.3.1 Conto Economico riclassificato	89
3.3.2 Stato Patrimoniale riclassificato	90
3.3.3 Indicatori economici	93
3.3.4 Indicatori finanziari e patrimoniali	94
3.4 Azienda D	96
3.4.1 Conto Economico riclassificato	96
3.4.2 Stato Patrimoniale riclassificato	97
4.4.5 Indicatori economici	99
3.4.6 Indicatori finanziari e patrimoniali	100





## Capitolo 1

# Il codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza

### 1.1 Prefazione

La crisi d'impresa ha raggiunto negli ultimi anni una radicale importanza. Importanza che viene sempre più a delinearsi a causa di un contesto italiano economico come quello attuale, che posto in relazione con il contesto europeo, caratterizzato da un crescente dinamismo dei mercati, da un costante aumento di livello di globalizzazione, e un continuo cambiamento dei gusti dei consumatori, il tutto accompagnato dall'eredità lasciata dalla grande crisi che ha coinvolto il contesto internazionale a partire dal 2007, non fa altro che aumentare il livello di rischiosità delle attività economiche.

Il presente elaborato persegue l'obiettivo di investigare il concetto di crisi, di fornire una panoramica generale del nuovo decreto introdotto ponendo particolare attenzione alle misure di allerta in esso contenute, e di analizzare anche da un punto di vista applicativo gli indicatori della crisi predisposti dal consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili.

La prima parte, più teorica, fornisce una panoramica generale sul concetto di crisi, avvalendosi delle nuove nozioni fornite dal codice della crisi e dell'insolvenza, introdotto dal D.lgs 14.01.2019 attuativo della L. 10.10.2017 n. 155 che doveva entrare in vigore a partire dal 15.08.2020, ma che la diffusione del Covid19 ha posticipato. L'art. articolo 5 del Decreto-Legge 8 aprile 2020, n. 23 "Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di

salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali”<sup>1</sup>. Con questo articolo infatti il legislatore ha sancito il differimento dell’entrata in vigore del Codice della Crisi e dell’insolvenza, dal 15 agosto dell’anno corrente all’1 settembre 2021. Una delle motivazioni che ha fatto propendere alla posticipazione dell’entrata in vigore della CCI viene enunciata dalla relazione accompagnatoria del decreto appena citato, la quale è relativa proprio alla : *“filosofia di fondo del Codice e cioè quella di operare nell’ottica di un quanto più ampio possibile salvataggio delle imprese e della loro continuità, adottando lo strumento liquidatorio (quello che ancora oggi è definito fallimento) come extrema ratio, cui ricorrere in assenza di concrete alternative”* che ha i suoi corollari nella necessità di *“ovviare allo strumento dell’allerta che costituisce la novità più rilevante del Codice volta a provocare l’emersione anticipata della crisi delle imprese”* e pertanto *“risulta più opportuno che l’attuale momento di incertezza economica venga affrontato con uno strumento comunque largamente sperimentato come la Legge Fallimentare, in modo da assicurare tutti gli operatori circa la possibilità di ricorrere a strumenti e categorie su cui è maturata una consuetudine”*<sup>2</sup>

È utile chiarire sin da principio, che una delle principali novità introdotte dal CCII<sup>3</sup>, e che rappresenta in parte, la principale finalità perseguita dal presente lavoro di ricerca, si rinviene nell’analisi e nella comprensione delle procedure di allerta, che perseguono la finalità di individuare tempestivamente la crisi attraverso una diagnosi precoce, ed evitare lo sfociare della crisi in uno stato di insolvenza irreversibile, salvaguardando il così detto Going concern, ovvero la continuità aziendale, e tutelando gli interessi degli stakeholder.

Analisi che ovviamente partirà dagli indicatori della crisi evidenziati nel Codice della crisi e dell’insolvenza, seguito poi da un’analisi degli indicatori predisposti dall’ordine dei commercialisti e degli esperti contabili, concentrandosi infine sul metodo di calcolo di quest’ultimi, e su un’applicazione degli stessi a delle reali PMI.

---

<sup>1</sup> Art. 5 del Decreto Legge 8 Aprile 2020, definito decreto liquidità.

<sup>2</sup> Relazione tecnica accompagnatoria del Decreto legge 8 aprile 2020, anche definito decreto liquidità.

<sup>3</sup> CCII: nuovo codice della Crisi e dell’Insolvenza, introdotto dal D.lgs 14/01/2019, attuativo della Legge 10/10/2017 n. 155

## 1.2 Il concetto di crisi

Partiamo in primis da un'analisi del concetto di crisi.

Come risaputo, la legge fallimentare che precede il Codice della crisi e dell'insolvenza, fornisce esclusivamente una definizione di insolvenza, e lo fa attraverso l'art. 5 della legge fallimentare (R.D. 16 MARZO 1942 n. 267), che prevede quanto segue: *"l'imprenditore che si trova in stato di insolvenza è dichiarato fallito. Lo stato di insolvenza 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."*<sup>4</sup>.

Lo stato di insolvenza rappresenta, come noto il presupposto oggettivo del fallimento, e di altre procedure concorsuali. È da intendersi dunque come condizione di insolvenza, l'incapacità dell'azienda, non solo passata ma anche e soprattutto futura di pagare i propri debiti.

L'effetto principale dell'insolvenza non è il semplice inadempimento, ma quell'inadempimento che si configura in uno stato di insolvenza patrimoniale, non transitorio, dunque un regolare inadempimento delle proprie obbligazioni, a prescindere delle cause che lo hanno generato.

Alla definizione di stato di insolvenza, di fatto nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza, non sono stati arrecati mutamenti, rispetto alla definizione fornita dalla precedente legge fallimentare

La definizione che il decreto legislativo del 14.01.2019 ci fornisce all'ART. 2 è infatti analoga alla definizione fornita dalla previgente legge.

La novità più radicale, come già accennato precedentemente attiene all'introduzione delle misure di allerta e composizione assistita della crisi, configurando così un nuovo strumento stragiudiziale e confidenziale di sostegno alle imprese. Attraverso l'emanazione del nuovo codice dunque lo strumento dell'allerta è diventato finalmente legge. Si tratta di un nuovo obbligo, ma allo stesso tempo di una nuova opportunità fornita alle PMI che saranno tempestive nell'attrezzarsi di quanto richiesto dal codice della crisi e dell'insolvenza, e che troveranno dunque un nuovo alleato nell'organismo di composizione della crisi.

---

<sup>4</sup> Art. 5 della Legge Fallimentare (R. D. 16 marzo 1942 n. 267)

È utile ricordare, che il codice della crisi e dell'insolvenza entrerà in vigore a partire dal 01.09.2021, la strategia più utile da adottare sarebbe dunque di incentivare le PMI ad approfittarsi di questa fase di Vacatio Legis per verificare l'eventuale violazione degli indicatori stabiliti dal codice.

Se le misure di allerta rappresentano una delle principali novità introdotte nel nostro ordinamento, era doveroso per il legislatore fornire una definizione di crisi, concetto fondamentale per l'applicazione di tutti gli istituti previsti dal nuovo codice. Nel contesto che precede la riforma, il concetto di crisi acquisiva rilievo giuridico solo nel caso in cui fosse connessa all'insolvenza. Fino a quando infatti la crisi non pregiudicasse in maniera evidente la solvibilità dell'impresa, questa non acquisiva rilevanza per il diritto.

Prima del nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza, dunque il concetto di crisi era analizzato e preso in considerazione in tutte le sue sfaccettature dalla dottrina aziendalistica, mentre la dottrina giuridica procedeva con un'analisi solo se accostato al concetto di insolvenza.

La nuova definizione introdotta dall'art. 2 del D.lgs n 14/2019 identifica lo stato di crisi come: *“lo stato di difficoltà economico finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate”*.<sup>5</sup>

Prima di procedere ad un'analisi del concetto di crisi, da un punto di vista normativo, è utile, ai fini di una completa comprensione delle procedure di allerta, procedere con un'analisi tecnica del concetto di crisi, rifacendosi a quanto propone la dottrina aziendalistica.

### 1.2.1 Analisi tecnica del concetto di crisi

Secondo la dottrina aziendalistica condizione indispensabile affinché un'impresa possa essere considerata in “buono stato di salute”, è l'accertamento del suo equilibrio economico, ossia:

*“quando i costi, espressione dei fattori della produzione che perdono utilità nel processo produttivo, maggiorati di un margine di profitto, sono bilanciati dai correlati ricavi, derivanti dalla vendita dei beni e prodotti venduti”*.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Art. 2 D.lgs 14/01/2019

<sup>6</sup> A. Amaduzzi, *“L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni”*, Torino, Unione tipografico- editrice torinese, 1969

La capacità della gestione di mantenersi in equilibrio economico risulta dunque elemento essenziale ai fini della sopravvivenza della stessa. Con altre parole un difetto di economicità, o un disequilibrio economico possono tradursi in una crisi.

Anche in presenza di eventuali disponibilità finanziarie volte a colmare temporaneamente i divari, temporali e non, fra costi e ricavi, non si può affermare che lo stato di difficoltà non sussista. Ciò che rileva è il grado di economicità della gestione e l'andamento dei flussi finanziari in entrata e in uscita. Il disequilibrio economico infatti tende sempre a trasformarsi in disequilibrio finanziario. Costi superiori ai ricavi si traducono nel tempo in uscite superiori alle entrate, compromettendo l'eventuale possibilità di ricorrere a fonti di finanziamento aggiuntive esterne, e dunque le perdite scaturite dalla presenza di costi maggiori ai ricavi erodono il capitale proprio, andando ad indebolire la struttura patrimoniale.

L'equilibrio tra ricavi e costi deve possedere il requisito della durevolezza, perciò la realizzazione di un risultato economico positivo si deve riferire ad un orizzonte medio lungo.

Parallelo ragionamento può essere esteso anche nelle ipotesi di un risultato di esercizio in perdita, il quale se riferito ad aziende neo-costituite rappresenta la prassi.

La maggior parte della dottrina aziendale, per fornire una spiegazione tecnica di ciò che è definito crisi, spiega il concetto di questa attraverso una visione a stadi.

## 1.2.2 La crisi secondo Guatri

L'economista Guatri (1986) definisce la crisi come: *“un processo cumulativo a stadi che prende le mosse da squilibri e inefficienze della gestione, per poi generare perdite economiche, per poi generare perdite economiche che alla lunga si riverberano, sotto il profilo finanziario nell'insolvenza, e in assenza di rimedi nel dissesto”*.<sup>7</sup>

Qual'è dunque il processo che conduce alla crisi? Guatri identifica quattro stadi nel processo evolutivo di crisi, e all'interno di tale processo si individuano due fasi, il declino e la crisi.

---

<sup>7</sup> L. Guatri, *“Crisi e risanamento delle imprese”*, Giuffrè, 1986

*I QUATTRO STADI DEL PERCORSO DI CRISI*

*MOMENTI ESSENZIALI DEL  
PROCESSO DI CRISI*

1. INCUBAZIONE



*DECLINO*

2. MATURAZIONE

3. RIPERCUSSIONE SUI  
FLUSSI FINANZIARI E SULLA  
SFIDUCIA



*CRISI*

4. CONSEGUENZE  
STAKEHOLDERS

*MANIFESTAZIONI*

DECADENZA/SQUILIBRI



PERDITE ECONOMICHE



CARENZA DI CASSA



INSOLVENZA



DISSESTO

<sup>8</sup> C. Rossi, "Crisi, Insolvenza e indicatori per le procedure di allerta", Giuffrè Francis Lefebvre, 2019

Il declino, è da intendersi quale processo di distruzione di valore economico, e comprende gli stadi di incubazione e maturazione. La crisi invece rappresenta invece uno sviluppo successivo del declino e comprende gli stadi che vanno dalle ripercussioni sui flussi di cassa alle conseguenze che gravano sugli stakeholders.

Nella fase di incubazione si manifestano i primi squilibri, e le prime inefficienze di origine interna.

Se tali inefficienze non vengono sanate tempestivamente, conducono allo stadio di maturazione, dal quale si verifica una vera e propria manifestazione della crisi.

In questo stadio, si manifestano i primi sintomi. Si cominciano ad intaccare le risorse aziendali con conseguente erosione della liquidità aziendale, incremento del livello di indebitamento, e dunque generazione di perdite.

Nel terzo stadio si riscontrano manifestazioni sui flussi di cassa, e un'accentuata riduzione degli stessi può condurre ad uno stato di insolvenza, che se irreversibile conduce al finale dissesto.

### 1.2.3 La crisi secondo Cestari

Rifacendosi invece, ad un economista dei nostri giorni, Cestari (2009) identifica 4 fasi del processo involutivo<sup>9</sup>:

1. Disordine
2. Deterioramento reddituale
3. Deterioramento finanziario
4. Deterioramento patrimoniale

Questa teoria appare più compatibile e idonea ai fini della comprensione delle procedure di allerta, poiché cita le diverse tipologie di deterioramento, reddituale, finanziario e patrimoniale, e come già precedentemente spiegato le procedure di allerta vengono attivate sulla base di indicatori di natura reddituale, finanziaria, patrimoniale.

Appare utile a tal proposito approfondirla nel modo adeguato.

La prima fase, il disordine, ravvisa la fase di genesi della crisi, che identifica in sostanza la prima fase identificata da Guatri, cioè la fase di incubazione.

---

<sup>9</sup> G. Cestari, "La diagnosi precoce della crisi aziendale. Analisi del processo patologico e modelli predittivi", Giuffrè editore, 2009

In questa fase emergono le prime disfunzioni che possono afferire al sistema gestionale, organizzativo, o informativo della stessa azienda, o disfunzioni afferenti all'ambiente esterno. Ovvio che le disfunzioni del contesto interno e le disfunzioni del contesto esterno sono caratterizzate da un legame di interdipendenza, questo perchè eventuali inefficienze del primo, talvolta generano impedimenti con il mercato di sbocco in cui l'azienda opera.

Il concatenarsi di tali disfunzioni può condurre l'azienda ad un punto di rottura, che può però inizialmente rimanere celato e non emergere nell'immediato. Per tale ragione questa fase di genesi, viene definita "*fase di crisi latente*".

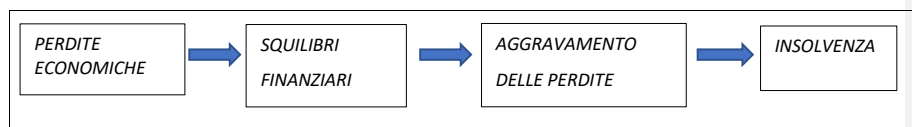
A questa prima fase, segue il deterioramento reddituale, che non è altro che l'evoluzione della fase di crisi latente, in cui tutte le disfunzioni prima citate che non sono state normalizzate conducono ad un progressivo sgretolarsi dei risultati periodici ottenuti dall'azienda.

Le disfunzioni gestionali e organizzative, si traducono in un andamento sfavorevole dei costi e dei ricavi d' esercizio, con un impatto sul reddito di periodo.

Il superamento dunque della fase di genesi, implica di conseguenza il passaggio da crisi latente a crisi manifesta, ed ovviamente il verificarsi di un deterioramento reddituale, genererà a breve un deterioramento finanziario, provocato dall'impatto che il deterioramento reddituale ha determinato in termini di dinamica dei flussi di cassa.

Risulta inevitabile dunque che le eventuali perdite generate si riflettano sulla dinamica finanziaria, e talvolta l'azienda per sanare il suo deficit finanziario ricorre all'indebitamento. Naturalmente il ricorso a fonti di finanziamento esterne determina l'incremento degli oneri finanziari, andando perciò ad incrementare il livello delle perdite generate. Si viene a disegnare dunque una sorta di circolo vizioso, tra le modifiche apportate che hanno natura economica e quelle che hanno natura finanziaria, le ultime delle quali hanno un impatto sulle prime, e ne aggravano l'entità, portando in alcuni casi l'azienda in una condizione di insolvenza.

#### 1.2.4 Dalle perdite economiche allo stato di insolvenza





La condizione di insolvenza rappresenta il momento in cui il fenomeno patologico termina di coinvolgere la sola struttura aziendale, per estendersi anche all'esterno ed inizia a generare conseguenze negative anche per gli stakeholders.

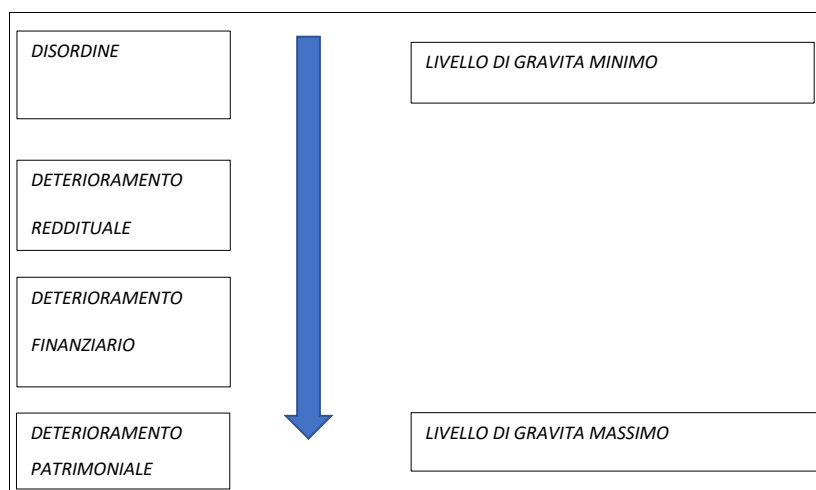
Si giunge quindi alla fase di deterioramento patrimoniale, ovvero la più preoccupante.

In tal caso, le disfunzioni, dopo aver compromesso gli aspetti reddituali e finanziari, vanno a compromettere la struttura del capitale. Per capitale intendiamo il capitale di funzionamento, vale a dire i mezzi necessari per l'esercizio dell'attività (denaro, crediti, beni materiali e immateriali), oppure il capitale di finanziamento, che invece afferisce alle risorse finanziarie proprie e di terzi, di cui l'impresa si avvale per acquisire i mezzi impiegati nell'attività.

Un'azienda generalmente deve essere caratterizzata da un certo grado di solidità del patrimonio netto, composto da capitale sociale, e dagli incrementi generati per effetto della gestione (riserve, utili). Nel processo di crisi però, accade molto spesso, che i peggioramenti reddituali sfocino in una erosione della dimensione patrimoniale dell'azienda, giungendo ad una situazione fortemente compromessa, dove gli interventi riparatori per invertire il processo di crisi per essere funzionanti devono presentare caratteri di eccezionalità e esternalità, alludiamo per esempio all'ingresso di nuovi soci, o al sostegno da parte di intermediari finanziari o interventi pubblici di salvataggio.

In mancanza di questi interventi, l'insolvenza diventa irreversibile portando l'azienda al dissesto.

La teoria di Cestari(2009) può essere così sintetizzata:



## 1.2.5 Dallo squilibrio finanziario alle perdite economiche

Se l'ipotesi più comunemente discussa, prevede l'insacco della crisi da un disequilibrio economico, non è infrequente nella realtà che la crisi venga innescata da un disequilibrio finanziario, realizzando dunque un'inversione di sequenza dello schema sopra riportato.

In molte situazioni infatti, anche se l'azienda presenta una formula di business imprenditoriale idonea e di successo, l'emersione della crisi può derivare da uno squilibrio finanziario. Talvolta, "la mancanza di armonia tra la struttura degli impieghi e delle fonti determina, a più o meno breve termine un disequilibrio finanziario, che se non risolto tempestivamente può condurre l'azienda alla crisi".<sup>10</sup> L'ipotesi appena descritta si può riscontrare in tutte le situazioni in cui le aziende abusino dei crediti a scadenza rinnovabili, per l'acquisto ad esempio di impianti e macchinari, di qui l'assenza di coerenza tra fonti e impieghi.

Ma l'insacco della crisi dal disequilibrio finanziario si verifica soprattutto in assenza di "sincronismo tra entrate ed uscite"<sup>11</sup>. L'equilibrio finanziario infatti sotto intende anche l'equilibrio monetario, e non è sufficiente che in un intervallo temporale preso in esame le entrate eccedano le uscite, o comunque pareggino le uscite, ma è necessario anche comprendere cosa accade in questo intervallo e capire se i flussi e i deflussi di liquidità continuano a mantenersi in stretta coordinazione. In tal caso dunque, non è sufficiente che i mezzi finanziari siano sufficienti a coprire il fabbisogno finanziario, se non c'è coordinazione tra flussi e deflussi di liquidità a causa di disarmonia tra entrate e uscite.

Di frequente, nelle ipotesi di non armonia e non coordinazione tra entrate ed uscite, le imprese per proseguire la loro attività ricorrono all'indebitamento, avvalendosi di forme di credito a breve termine (es. fidi bancari), che naturalmente incrementano gli oneri finanziari, e determinano un peggioramento del risultato di esercizio.

Nelle situazioni appena descritte, come già prima affermato avremmo un'inversione di tendenza in questo senso:

*Commentato [FBI]: Ritaglierei spazio anche per analizzare come al contrario può anche capitare che da un disequilibrio finanziario se ne inneschi uno economico (tutt'altro che infrequente). Ad esempio le imprese che hanno problemi di incasso, ricorrono al fido bancario, incrementano gli oneri finanziari e peggiorano l'utile. Qualche cosa c'è ma lo riporterei più chiaramente.*

*Questo era il commento della scorsa volta, mi può indicare sottolineato in giallo le modifiche che ha operato in tal senso, mi sfuggono, grazie.*

<sup>10</sup>F. Podighe, S. Madonna, "I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti", Giuffrè editore, 2006

<sup>11</sup>F. Podighe, S. Madonna, "I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti", Giuffrè editore, 2006



## 1.2.6 Definizione normativa di crisi

Quanto esposto sino ad ora ci fornisce le basi per un'analisi tecnica del concetto di crisi.

Quale è invece la definizione normativa di crisi?

L'art. 2 del D.lgs n. 14/2019 definisce la crisi come: *“stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate”*.

Come anticipato in precedenza, nella precedente legge fallimentare il legislatore non si era preoccupato di fornire una definizione di crisi, ma si limitava a dare una definizione di insolvenza.

Con l'emanazione del Codice della crisi e dell'insolvenza, il legislatore accoglie dunque una differente concezione economica della crisi e dell'insolvenza, il tutto in linea con la Raccomandazione europea.

### 1.3 Le procedure di allerta

Il tema delle procedure di allerta introduce il presupposto oggettivo dello stato di allerta, il quale però non coincide con la nozione di stato di crisi, ma presenta un'accezione più ampia.

Per rientrare infatti nel perimetro dello stato di allerta, è sufficiente che vi siano fondati indizi della crisi, e non è dunque necessario che l'azienda presenti un'elevata probabilità di futura insolvenza.

Lo stato di crisi dunque, così come definito dal legislatore, coincide con un'area economico-temporale intermedia, antecedente ad una situazione di crisi economico in senso tecnico, che si colloca in uno stadio intermedio tra rischio di insolvenza e prospettiva di risanamento.

È conseguenza logica dunque parlare di stato di crisi, e di stato di pre-crisi.

In quest'ultimo non risultano compromesse le possibilità dell'azienda di ricorrere a fonti di finanziamento esterno, non essendo completamente compromessa la fiducia che il mercato ripone nella stessa.

È rilevante approfondire il concetto di pre-crisi, poiché strettamente collegato con l'“istituto” delle misure di allerta, che verrà approfondito in questo elaborato.

Quello che è appena stato definito come stato di pre-crisi, viene anche definito come “twilight zone”, e coincide con quello stadio aziendale intermedio che prima abbiamo preannunciato.

In ambito internazionale vengono utilizzati diversi termini per identificarlo. L'Uncitral ( the United Nation Commission on International Trade Law) infatti, nella “ Legislative Guide on Insolvency Law, Part Four: Directors obligation in the period approaching insolvency, definisce lo stadio di pre-crisi come : “zone of insolvency” o “vicinity of insolvency”.

ha eliminato: i,

L'intento del legislatore italiano, attraverso la definizione di stato di crisi, è, non tanto di indirizzare l'imprenditore alle procedure negoziali della crisi, quanto piuttosto, di incentivarlo ad un continuo monitoraggio che permetta la rilevazione di un possibile stato di crisi in via preventiva, e ciò attraverso il mezzo delle misure di allerta, similmente a quanto avviene nel sistema francese.

Appare dunque ragionevole affermare che il legislatore, abbia in parte condiviso la definizione tecnica di crisi fornita dalla dottrina aziendale, riconoscendo che la crisi appunto non si realizza in un dato istante ma è soggetta ad un percorso evolutivo che si sviluppa nel tempo, e che la sua manifestazione diventa via via più evidente qualora non vengano adottate politiche di risanamento.

La definizione di crisi, verte come già più volte affermato sul concetto di probabilità di futura insolvenza. Ciò per due ordini di ragioni. Da un lato, persegue l'obiettivo di assicurare che le imprese colgano il segnale di crisi con anticipo, e dall'altro di evitare che le imprese abusino, o comunque facciano un utilizzo prematuro degli strumenti messi a punto dal legislatore.

È necessario infatti che le imprese, nel limite delle loro possibilità, tentino di superare in via autonoma la crisi, mettendo a punto strategie interne.

Come comprensibile, la possibilità di superare lo stato di crisi, sarà maggiore tanto più gli interventi messi in atto dall'impresa, sono tempestivi.

Risulta dunque indispensabile ai fini della sopravvivenza della stessa, cogliere per tempo i segnali significativi. Il Senato infatti, attraverso L'atto Senato 2681 spiega con le seguenti parole le ragioni dell'introduzione delle procedure di allerta e composizione assistita della crisi: *“ le possibilità di salvaguardare i valori di un'impresa in difficoltà sono direttamente proporzionali alla tempestività dell'intervento risanatore (...) e viceversa, il ritardo del percepire i prodromi di una crisi, fa sì che nella maggior parte dei casi, questa degeneri in una vera e propria insolvenza sino a divenire irreversibile e a rendere perciò velleitari, e non di rado addirittura ulteriormente dannosi, i postumi tentativi di risanamento.”*<sup>12</sup>

Gli ultimi interventi normativi fanno emergere un crescente interesse del legislatore volto alla sensibilizzazione verso la prevenzione della crisi d'impresa, il c.d. Early warning, che può essere definito come il complesso di strumenti che evidenziano l'avvio di un peggioramento delle performance d'impresa e indurre l'imprenditore a attivarsi urgentemente.

Naturalmente l'utilizzo degli indicatori della crisi, che verrà affrontato in maniera approfondita nei paragrafi successivi rientra nel così detto early warning.

La Dottrina Economica (Bianco e Marcucci, 2001) ritiene che la legislazione fallimentare abbia fondamentalmente una duplice finalità, e cioè di massimizzare l'efficienza ex-ante, e quella di garantirla nella fase intermedia (pre-insolvency).

Bianco e Marcucci afferendo alla massimizzazione dell'efficienza ex-ante alludono alle misure che il management interno dovrebbe adottare per utilizzare nel modo più efficiente gli asset aziendali.

L'efficienza della fase intermedia invece, a cui alludono Bianco e Marcucci, riguarda le imprese che si trovano in una fase di pre-insolvency, cioè quella fase che precede l'avvio di procedure concorsuali, in cui l'imprenditore è incentivato a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e a

ha eliminato:

<sup>12</sup> Atto del Senato 2681 XVII legislatura, Delega al governo per la riforma alle discipline della Crisi d'impresa e dell'Insolvenza

non intraprendere progetti azzardati, con il solo scopo di evitarla, e destinando le risorse residue dei finanziatori ad attività con elevato grado di rischiosità.

Adottare infatti procedure troppo punitive nei confronti degli imprenditori che si trovano in stato di difficoltà si tradurrebbe un incentivo ai comportamenti appena descritti, con l'intento degli stessi di indurne la ritardata emersione.

In diversi ordinamenti infatti, a tal proposito sono già contemplate norme sul discharge, sull'esdebitazione e sull'exempt property, riconoscendo sanzioni penali ai soli imprenditori che mettono in atto comportamenti gravi connessi al dissesto.<sup>13</sup>

Per gli indicati motivi dunque le procedure di allerta, sono a tutti gli effetti delle procedure confidenziali ed extragiudiziali, istituite con lo scopo di limitare l'allontanamento degli imprenditori dalle procedure concorsuali che gli stessi tanto temono.

### 1.3.1 La struttura delle procedure di allerta

È opportuno precisare, che le procedure di allerta, sono escluse per:

- Le società quotate in borsa
- Le grandi imprese

Viene posto a carico degli organi di controllo societari, (collegio sindacale), del revisore contabile o della società di revisione, 'obbligo di segnalazione all'organo amministrativo dell'esistenza di fondati indizi della crisi. Gli indizi della crisi verranno trattati in via approfondita nel paragrafo successivo.

Sono sostanzialmente due gli obblighi posti a carico dei soggetti prima citati, in primis monitorare se l'organo amministrativo abbia assunto le idonee iniziative, per la realizzazione di un adeguato assetto organizzativo, la sussistenza dell'equilibrio economico finanziario e il prevedibile andamento della gestione.

Ed in secondo luogo, la segnalazione all'organo amministrativo di eventuali indizi della crisi. Qualora l'organo di controllo societario rilevi la presenza di fondati indizi della crisi, dovrà procedere alla segnalazione degli stessi all'organo amministrativo entro 30 giorni.

---

<sup>13</sup> G. Cestari, "La diagnosi precoce della crisi aziendale. Analisi del processo patologico e modelli predittivi", Giuffrè editore, 2009

La stessa, dovrà essere motivata, e contenere un congruo termine (non superiore a 30 giorni), entro il quale l'organo amministrativo dovrà proporre adeguate soluzioni o iniziative da intraprendere.

Nel caso di omessa risposta, o proposta di adeguate soluzioni / iniziative da parte dell'organo amministrativo, l'organo di controllo societario dovrà avvisare senza indugio l'OCRI.

Cos'è l'OCRI?

È un organismo, che verrà istituito in ogni camera di commercio, la cui funzione si esplicita in:

- Ricezione della segnalazione della crisi
- Gestire il procedimento di allerta
- Assistere l'imprenditore, su istanza dello stesso, nella procedura di composizione assistita della crisi
- Nomina di un collegio composto da tre membri (designati dal presidente della sezione specializzata in materia d'impresa di ciascun tribunale competente, dalla camera di commercio, e dall'associazione di categoria)

L'organismo verrà attivato su istanza del debitore, e provvederà alla convocazione riservata e confidenziale dell'imprenditore stesso e dell'organo di controllo societario.

Come precedentemente preannunciato, l'obbligo di segnalazione all'organo amministrativo ricade nell'organo di controllo societario, il quale se adempie correttamente alle mansioni attribuitegli è esonerato dalla responsabilità solidale per le conseguenze pregiudizievoli derivanti dalle omissioni o dalle azioni poste in essere dall'organo amministrativo.

Ed è utile sottolineare, che l'adempimento delle funzioni che gli sono state attribuite, non costituisce mai giusta causa per la revoca dell'incarico.

Il legislatore però, ha posto l'obbligo di segnalazione non solo in capo agli organi di controllo societario ma anche in capo ai creditori pubblici qualificati: agenzia delle entrate, enti previdenziali, e agenzia riscossione.

L'obbligo di segnalazione grava su agenzia delle entrate ed Inps a pena di inefficacia del titolo di prelazione dei crediti vantati, mentre per l'ente riscossore, l'obbligo grava a pena di inopponibilità dell'aggio di riscossione nei confronti della massa.

Agenzia delle entrate, Inps, e agenzia riscossione devono avvisare il debitore, quando la sua posizione debitoria ha superato determinate soglie, e quest'ultimo dovrà sanare o comunque regolare la sua posizione nel termine di 90 giorni. Nel caso contrario il creditore pubblico qualificato dovrà provvedere a segnalarlo all'OCRI.

L'introduzione di questo obbligo a carico dei creditori pubblici qualificati, è stato operato dal legislatore, poiché soprattutto in condizione di crisi è comune prassi che le imprese ricorrano all'omissione dei pagamenti nei confronti delle pubbliche amministrazioni, come forma di autofinanziamento.

Con riguardo ai crediti vantati dall'agenzia delle entrate il legislatore, si è limitato e richiedere il solo monitoraggio dell'Iva.

Nello specifico l'obbligo di segnalazione a carico dell'agenzia delle entrate quando l'ammontare del debito Iva non versato, risultante dalle liquidazioni Iva periodiche è superiore al 30% del volume d'affari e non inferiore a:

- 25.000 euro per volume d'affari risultante dalla liquidazione Iva relativa allo scorso esercizio fino a 2.000.0000
- 50.000 per volume d'affari fino a 10.000.000 di euro
- 100.000 per volume d'affari superiore a 10.000.000 di euro

Per quanto riguarda l'Inps invece l'obbligo di segnalazione scatta qualora vi sia un ritardo superiore ai sei mesi nel versamento dei contributi previdenziali di ammontare superiore alla metà dei contributi previdenziali versati nell'anno precedente e comunque superiore alla cifra di 50.000 euro.

Per l'agente della riscossione, quest'ultimo scatta invece quando la somma dei crediti non riscossi, auto-dichiarati e accertati sono scaduti da oltre 90 giorni ed eccedono la cifra di 500.000 euro per le imprese individuali e 1.000.000 per le imprese collettive.

La struttura della procedura di allerta può essere così schematizzata:

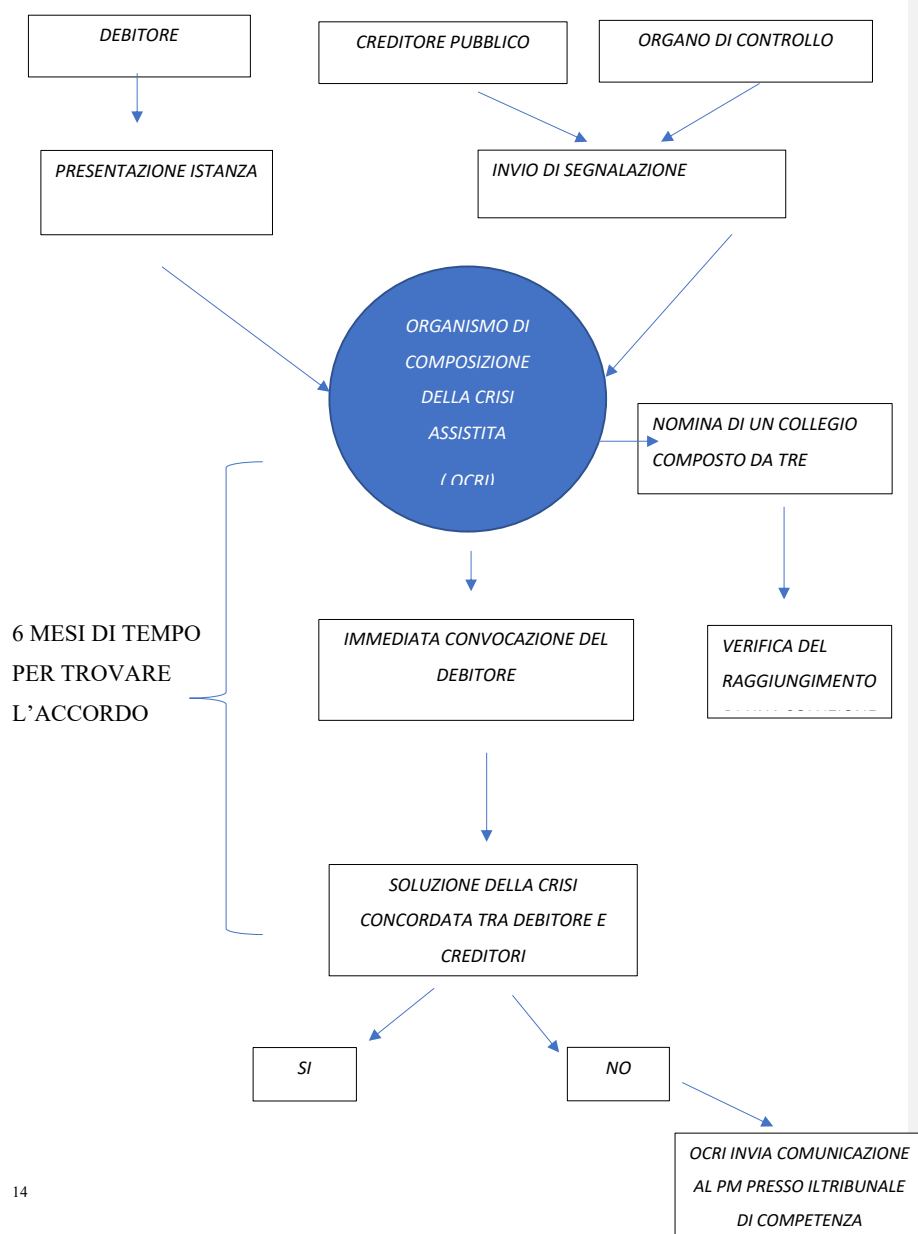


**Commentato [FB2]:** Vanno inseriti titoli e fonti delle figure e delle tabelle

Questo era il commento precedente, può procedere in tal senso su tutti i grafici?



STRUTTURA DELLE PROCEDURE DI ALLERTA



## Capitolo 2

### Gli indicatori della crisi

Uno degli articoli più rilevanti ai fini dell'utilizzo delle misure di allerta è rappresentato dall'art. 13 del codice della crisi e dell'insolvenza.

Il comma 1 del medesimo articolo infatti individua gli indicatori della crisi e gli indici significativi, rimettendo nel successivo comma 2, all'ordine dei dottori commercialisti ed esperti contabili, la mansione di elaborare con cadenza triennale, e con riferimento ad ogni singola tipologia di attività, i quali valutati unitariamente debbono essere in grado di far presumere la sussistenza di uno stato di crisi.

Gli indicatori e gli indici della crisi saranno differenti qualora il soggetto analizzato sia una start up, una Pmi innovativa, una società in liquidazione o una società costituita da meno di due anni. Come già segnalato in precedenza, gli strumenti di allerta sono costituiti dagli obblighi di segnalazione posti a carico dei soggetti di controllo societario, ( collegio sindacale, revisore, società di revisione ) come previsto dall'art. 14 del CCII , e a carico dei creditori pubblici qualificati, come sancito dall'art. 15 del CCII, i quali assieme agli obblighi posti a carico dell'imprenditore stesso ( ricordiamo infatti la riforma dell'art. 2086 del c, che ha introdotto l'obbligo per gli imprenditori di dotarsi di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alla dimensione dell'impresa ) sono finalizzati alla rilevazione tempestiva della crisi.

È importante sottolineare, una novità introdotta dall'adozione delle misure di allerta, novità che attiene all'ambito soggettivo di queste ultime.

Il co. 4 dell'art. 12 de Dlgs. 14/2019, stabilisce che gli indicatori si applicano ai debitori che svolgono attività di impresa, escluse le grandi imprese, i gruppi di imprese di rilevanti dimensioni, le società per azioni quotate in mercati regolamentati, o diffuse tra il pubblico in maniera rilevante secondo i criteri stabiliti dalla Consob.

In linea di massima perciò, l'ambito soggettivo delle misure di allerta coinvolge quei debitori che svolgono attività imprenditoriale sia in forma individuale che in forma collettiva.

Tali misure si applicano sia all'imprenditore individuale che all'imprenditore agricolo, discostandosi ad esempio dall'ambito soggettivo della procedura fallimentare, che prevede il non assoggettamento a fallimento dell'imprenditore di piccole dimensioni che non superi determinati parametri, e dell'imprenditore agricolo in quanto soggetto ad un duplice rischio, il rischio d'impresa ed il rischio metereologico.

#### *Articolo 13 -*

##### *Art. 13 Indicatori della crisi*

*In vigore dal 15/08/2020*

*"1. Costituiscono indicatori di crisi 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, anche sulla base di quanto previsto nell'articolo 24.*

*2. Il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili, tenuto conto delle migliori prassi nazionali ed Internazionali, elabora con cadenza almeno triennale, in riferimento ad ogni tipologia di attività economica secondo le classificazioni I.S.T.A.T., gli indici di cui al comma 1 che, valutati unitariamente, fanno ragionevolmente presumere la*

sussistenza di uno stato di crisi dell'impresa. Il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili elabora indici specifici con riferimento alle start-up innovative di cui al decreto-legge 18 ottobre 2012, n.179, Decreto legislativo del 12/01/2019 n. 14 -Pagina 24 convertito dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, alle PMI innovative di cui al decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3,

convertito, con modificazioni, dalla legge 24 marzo 2015, n. 33, alle società in liquidazione, alle imprese costituite da meno di due anni. Gli indici elaborati sono approvati con decreto del Ministero dello sviluppo economico.

3. L'impresa che non ritenga adeguati, in considerazione delle proprie caratteristiche, gli indici elaborati a norma del comma 2 ne specifica le ragioni nella nota integrativa al bilancio di esercizio e indica, nella medesima nota, gli indici

idonei a far ragionevolmente presumere la sussistenza del suo stato di crisi. Un professionista indipendente attesta l'adeguatezza di tali indici in rapporto alla specificità dell'impresa. L'attestazione è allegata alla nota integrativa al bilancio di esercizio e ne costituisce parte integrante. La dichiarazione, attestata in conformità al secondo periodo, produce effetti per l'esercizio successivo<sup>15</sup>.

Come sancito dallo stesso articolo, sono indicatori di crisi gli squilibri di carattere economico reddituale e patrimoniale, determinati attraverso appositi indici che rilevino la sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e la continuità aziendale ( Going Concern) per il resto dell'esercizio.

## 2.1 Il Going Concern

È utile approfondire il significato del Going Concern. Il principio di della continuazione dell'attività viene disciplinato dall' art 2423- bis comma 1 del C.C.

Il cui articolo, nella parte che ci interessa prettamente recita: "Nella redazione de bilancio devono essere osservati i seguenti principi:

- La valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività."

**Commentato [FB3]:** Virgoletti tutto quello che non ha ripotato in modo identico a quello che è scritto nella fonte, quindi questo pezzo.

<sup>15</sup> Art.13 D.lgs. 12 Gennaio 2019, n. 14  
20

Assume rilevante importanza il tema del Going Concern, e ciò è dimostrato anche dal fatto che il principio contabile OIC 11, nella versione definitiva di marzo 2018 dedica maggiore attenzione a quest'ultimo.

Tale principio infatti, ribadisce che l'azienda debba essere considerata quale: *“complesso economico funzionante, destinato almeno per un prevedibile arco temporale futuro, alla produzione di reddito”*.

L'OIC 11, di fatto già aveva introdotto l'importanza della direzione aziendale nel condurre un'analisi prospettica, e nell'ipotesi i cui venissero rilevate delle criticità, queste devono essere specificate in nota integrativa, nonché dovranno essere fornire le informazioni relative ai fattori di rischio, alle criticità rilevate e ai piani futuri aziendali predisposti per la risoluzione di tali criticità.

Quanto richiesto dall'OIC 11 alla direzione aziendale, è perfettamente in linea con quanto previsto dal principio contabile internazionale IAS 1. Il cui principio internazionale richiede, sempre alla direzione aziendale, che in fase di preparazione del bilancio questa conduca una valutazione della capacità dell'azienda di continuare ad operare come un'entità in funzionamento.

Oltre a prevedere che il bilancio debba essere redatto in una prospettiva di continuazione dell'attività, salvo ipotesi di liquidazione.

In tema di Going Concern è rilevante individuare un orizzonte temporale di riferimento.

L'articolo 13 in tema di indicatori della crisi fa riferimento, sia per quanto concerne la sostenibilità del debito che in tema di continuità aziendale ai sei mesi successivi, mentre nonostante il concetto alla base sia il medesimo, l'OIC 11 e lo IAS 1 fanno riferimento ad un orizzonte temporale di 12 mesi.

La scelta di 12 mesi quale orizzonte temporale è significativa poiché ci fornisce l'informazione se l'impresa sarà in grado di continuare la propria attività almeno sino alla redazione del bilancio successivo.

Parte della dottrina infatti sostiene che un arco temporale inferiore all'esercizio potrebbe indurre a valutazioni non veritiere, oltre a non essere coerente con le tempistiche previste dal principio di revisione ISA Italia 570 sulla continuità aziendale.

Da qui la necessità delle imprese di ricorrere a piani finanziari e budget economico finanziarie, con lo scopo di individuare le uscite finanziarie a cui l'impresa dovrà far fronte nell'esercizio successivo.

Emerge dunque di fatto, che quanto richiesto dall'art. 13, in tema di sostenibilità del debito, sia perfettamente allineato con quanto richiesto per la redazione del bilancio, che prevede comunque l'impegno dell'organo amministrativo nell'effettuare un'analisi prospettica dei flussi in entrata ai fini della verifica per l'ottenimento del sostegno finanziario adeguato per far fronte ai piani di rimborso dei debiti bancari e dei fornitori, con lo scopo di dimostrare che esiste il presupposto di continuità aziendale, e dunque poter procedere alla redazione del bilancio.

Ricapitolando dunque quanto previsto dall'art. 13 costituiscono indici significativi quelli che misurano la sostenibilità degli oneri da indebitamento con i flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare e l'adeguatezza dei mezzi propri rispetto ai mezzi di terzi.

Costituiscono invece indicatori della crisi (è utile dunque rilevare la differenza tra indici ed indicatori), i ritardi reiterati e significativi nei pagamenti.

Gli indici della crisi quindi, della cui elaborazione è stato incaricato l'ODCEC, rappresentano gli strumenti da utilizzare per rilevare gli squilibri di carattere economico, finanziario e patrimoniale.

Si evince chiaramente che il concetto di indicatori riveste una portata più ampia degli indici, che invece rappresentano confronti tra grandezze economico patrimoniali o finanziarie.

Attraverso l'art. 13 del CCII il legislatore raggiunge il suo scopo, facendo sì che imprenditore e organo di controllo monitorino l'eventuale presenza di indizi di crisi, e che valutino costantemente eventuali equilibri/ squilibri.

Monitorare costantemente la situazione, richiede dunque una corretta valutazione delle performance aziendali, valutazione che si basa sull'analisi degli equilibri di carattere economico finanziario e patrimoniale.

Di fatto niente di nuovo quanto richiesto dal legislatore, poichè tale procedura rientra in una corretta gestione d'impresa.

## 2.2 La valutazione delle performance patrimoniali

Nel contesto italiano, tali valutazioni, tradizionalmente si basano per lo più sulla valutazione delle performance patrimoniali, il cui intento è di tenere sotto stretto controllo la consistenza del patrimonio netto rispetto a fonti terze di finanziamento.

La valutazione delle performance patrimoniali avviene molto spesso attraverso l'utilizzo dell'indicatore di indipendenza finanziaria, che può assumere diverse vesti, ma che nella prassi

la veste che viene tendenzialmente utilizzata è rappresentata dal Debt/ equity Ratio (D/E Ratio), poiché è l'indicatore più rappresentativo della situazione reale, che rapporta l'indebitamento finanziario e il patrimonio netto. In sostanza, ci fornisce l'indicazione di quante volte i debiti finanziari costituiscono un multiplo del patrimonio netto.

Naturalmente, nonostante sia un indicatore di largo utilizzo, presenta comunque delle criticità, poiché tra le fonti di finanziamento si considera solamente l'indebitamento finanziario complessivo, separandolo perciò da quello che viene definito indebitamento operativo, costituito da debiti verso fornitori, debiti tributari ecc.

In linea generale, D/E Ratio si considera accettabile se si colloca in un parametro inferiore al 3. L'analisi patrimoniale è però un'analisi di tipo storico e su dati stock, e dunque la presenza di eventuali squilibri emergerà ex post. È opportuno dunque ad un'analisi patrimoniale, che possiamo definirla analisi statica, affiancare un'analisi più dinamica basata su flussi economici e flussi finanziario. (Motivo per il quale il CNDCEC ha preso in considerazione il DSCR).

## 2.3 La valutazione delle performance economiche

La valutazione delle performance economiche, e particolarmente rilevante, questo perché i risultati economici rappresentano il vero motore di un'impresa, e in assenza di sufficienti risultati economici, lo squilibrio che emerge andrà ad estendere anche in ambito finanziario, ed infine patrimoniale. È utile a tal fine, che l'attività compiuta dal management di un'impresa, si un'attività intensa, dove la determinazione degli obiettivi di performance da raggiungere gioca il ruolo principale. Da ciò si desume facilmente come un'analisi economica, assume rilevanza sia a consuntivo, ma anche a livello prospettico.

Le analisi delle performance economiche conducono a valutare i risultati ottenuti dall'impresa, comparandoli con quelli ottenuti da altre imprese operanti nello stesso settore.

Tipici indicatori utilizzati per compiere delle valutazioni sulle performance economiche, mettono a confronto grandezze flusso e grandezze stock.

Parliamo dunque di ROI, ROE, ROS ROD.

Passiamo ora all'analisi più interessante, indispensabile ai fini delle valutazioni delle performance aziendale.

Analisi economica e patrimoniale non sono dunque sufficienti, è indispensabile l'analisi finanziaria.

## 2.4 La valutazione delle performance finanziarie

Come già affrontato all'inizio di questo elaborato, il default aziendale nasce dall'incapacità di fronteggiare gli impegni finanziari. L'analisi finanziaria risulta dunque indispensabile per salvaguardare la durabilità dell'impresa nel tempo.

L'impresa deve utilizzare in maniera adeguata le risorse finanziarie, per mantenere lo stato di equilibrio.

Ciò significa che, anche le modalità di finanziamento debbono essere coerenti e quindi ad un fabbisogno di breve periodo deve corrispondere una fonte di breve termine.

Inoltre la presenza di debiti finanziari significativi, (quindi un elevato d/e Ratio), pone anche riguardo alla capacità dell'impresa di rimborsare i debiti agli istituti finanziari.

L'analisi della performance finanziaria, possiamo dunque così articolarla:

- Analisi della struttura finanziaria
- Analisi della situazione finanziaria.

La prima consiste nell'analisi del peso delle componenti delle attività e delle passività rispettivamente sul totale degli investimenti (attivo) e sul totale dei finanziamenti (passivo). La seconda invece analizza la relazione tra fonti finanziamento e investimenti effettuati dall'impresa, per cogliere la coerenza delle politiche di finanziamento e politiche di investimento realizzate dall'impresa.

A tal proposito un indicatore estremamente rilevante è rappresentato dal CCN, capitale circolante netto, che ci fornisce indicazioni sulla capacità dell'impresa di coprire le passività correnti con le attività correnti. L'analisi del CCN è legata alla struttura e alla situazione finanziaria, è dunque una valutazione che si effettua sullo stato patrimoniale, perciò un'analisi statica, e per tale ragione deve essere integrata con indici più dinamici, quali ad esempio il ciclo monetario che identifica il tempo che intercorre tra il pagamento dei fornitori e l'incasso dei crediti dal cliente.



Altro aspetto significativo, che occorre tenere a mente quando si compiono delle valutazioni sull'equilibrio patrimoniale ed economico è rappresentato dalle politiche di bilancio che si adottano.

L'allungamento di un piano di ammortamento comporta un miglioramento dell'utile di esercizio e del connesso patrimonio netto, e quindi sia di un miglioramento economico che di un miglioramento patrimoniale. Quindi performance economiche e performance patrimoniali sono influenzate dalle politiche di bilancio, perciò non sufficienti per determinare l'equilibrio o lo squilibrio dell'azienda. Attraverso l'utilizzo delle performance finanziarie, e possibile neutralizzare l'effetto delle politiche di bilancio utilizzate dall'impresa, focalizzandosi sull'analisi dei flussi finanziari.

### 2.4.1 I cash flow

L'analisi dei flussi ci consente di monitorare entrate e uscite, che prescindono dalle politiche di bilancio adottate.

I flussi finanziari hanno assunto negli ultimi anni, soprattutto a causa della crisi economica che ha coinvolto il nostro paese, un ruolo determinante nella valutazione delle performance aziendali. Le imprese di fatto hanno registrato negli ultimi anni un minor fatturato e una minor marginalità, con conseguente riduzione della capacità di creare risorse finanziarie per rimborsare i finanziamenti in corso.

Il controllo finanziario è diventato perciò essenziale per verificare il fabbisogno di breve periodo, e per prevedere in anticipo difficoltà in termini di liquidità.

Contemporaneamente anche il sistema bancario si è dotato di sistemi di valutazione del merito creditizio più efficienti rispetto a quelli adottati nel passato, analizzando i flussi finanziari consuntivi e prospettici. L'analisi per flussi viene generalmente compiuta attraverso l'analisi dei cash flow e/o la costruzione e lettura del rendiconto finanziario.

In ottica prospettica i cash flow (letteralmente flussi di cassa, ma spesso flussi di cassa non sono ) individuano le risorse potenziali che l'impresa è in grado di creare attraverso il proprio business. Parliamo di risorse potenziali, perchè il presupposto teorico da cui parte il calcolo dei cash flow è che l'impresa abbia incassato tutto ciò che ha venduto, e saldato tutto ciò che ha acquistato. Nell'ipotesi in cui l'azienda presa in esame sia un ristorante , e ragionevole presumere che il presupposto si sia verificato, ma nell'ipotesi in cui l'azienda in esame sia un'impresa manifatturiera, difficilmente tutto ciò che è stato venduto è stato anche incassato. Ciò

significa che il cash flow indica le risorse che l'impresa sarà in grado di generare nel momento in cui ciò che ha venduto sarà incassato e ciò che ha comprato sarà pagato, di qui la definizione di risorse potenziali.

I cash flow sono da sempre utilizzati nella valutazione delle performance, possono assumere diverse configurazioni e sono veloci da calcolare, poiché si parte dal prospetto di bilancio che già presenta dei flussi, il conto economico.<sup>16</sup>

Negli anni però il contesto economico è profondamente mutato, e ha fatto emergere i limiti dei cash flow, primo fra tutti il fatto che l'assunto teorico sui cui si basano (pagamenti e incassi immediati) in molti settori non si realizza, ed è necessario perciò spostarsi su grandezze capaci di individuare il vero flusso di cassa generato o assorbito dall'azienda. Il flusso di cassa generato o assorbito dall'azienda è rappresentato nel rendiconto finanziario, che mette in luce le entrate e le uscite che l'impresa è in grado di generare nel corso dell'esercizio e spiega le variazioni intervenute. Il rendiconto finanziario è dunque uno strumento indispensabile per una corretta gestione aziendale, che permette al consuntivo di verificare come sono state utilizzate le risorse, e a preventivo di monitorare l'utilizzo della liquidità aziendale, e prevenire eventuali fabbisogni di cassa.

Per superare tale limite e dunque necessario spostarsi su grandezze che siano in grado di individuare il vero flusso di cassa generato dall'azienda, e non il presunto flusso di cassa.

La grandezza che consente il passaggio da flussi di cassa a veri/ concreti flussi di cassa è il CCNO, e cioè il capitale circolante netto operativo, dato dalla differenza tra attività e passività operative di breve termine. La dicitura inglese Working capital rende probabilmente meglio l'idea.

## 2.4.2 Working capital

L'argomento merita una precisazione. Quando parliamo di CCN, ci stiamo riferendo al capitale circolante netto, che esprime semplicemente la capacità dell'impresa di coprire le passività correnti con le attività correnti. Perciò attraverso tale indicatore, riusciamo concretamente a realizzare se l'impresa è in grado di far fronte alle passività a breve con le sole attività correnti. Idem per il medio lungo termine.

---

<sup>16</sup> EUTEKNE!NFO, *Il quotidiano del commercialista, "Indici di allerta della crisi d'impresa", Gli speciali di Eutekne info, Ottobre 2019*  
26

Naturalmente però questo indicatore presenta un forte limite, e cioè ci permettere di compiere un'analisi statica, che prende a riferimento la situazione in un predeterminato istante, e perciò deve essere necessariamente integrata con indici più dinamici, come ad esempio il ciclo monetario, che misura il tempo che intercorre tra il pagamento dei fornitori e l'incasso dei crediti dai clienti.

Per tali ragioni, è più completo in CCNO.

La funzione del CCNO è di assorbire liquidità (e quindi risorse finanziarie) attraverso la sua espansione e di generarle attraverso la sua diminuzione, agendo come una spugna.

Tale indicatore è composto da voci che "circolando" si tramutano in breve tempo in entrate e/ o uscite di liquidità: il (totale dei crediti vs clienti + rimanenze+ crediti diversi) – (debiti verso fornitori+ debiti diversi)

In sostanza il capitale circolante netto operativo è formato dai ricavi non ancora incassati ( cioè i crediti verso la clientela) e dal valore del magazzino ( cioè i costi sospesi perchè non ancora di competenza dell'esercizio) meno i costi non pagati ( debiti verso fornitori)

L'importanza di questo indicatore da usare in concomitanza al metodo dei flussi di cassa, mi induce e fornire un breve approfondimento sul tema.

Lo schema riportato nel bilancio riclassificato rende ancora più semplice e comprensibile cogliere il significato del Working capital e di rilevarne l'importanza ai fini di una valutazione finanziaria.

**Commentato [FB4]:** Mancano gli altri crediti e debiti di gestione. Qui ha descritto il capitale circolante commerciale

Stato Patrimoniale	
Immobilizzazioni	Patrimonio Netto
	Fondi rischi - TFR
Attivo Circolante	Debiti
Rimanenze	Fornitori
Crediti Clienti	Tributari
Crediti Diversi	Previdenziali
Crediti Finanziari	Diversi
Disponibilità Liquide	Banche
	Altri deb Finanziari
Ratei risconti	Ratei risconti

Schema del capitale circolante nel bilancio riclassificato IV CEE.

In sostanza il capitale circolante netto operativo consiste nel CCN nettato per anche della componente bancaria, cioè della posizione finanziaria netta.

Il calcolo del capitale circolante netto operativo è quindi dato da:

$(\text{crediti a breve} + \text{Magazzino a breve}) - (\text{Debiti vs fornitori a breve} + \text{debiti diversi a breve})$

Separando la PFN a breve si riesce a rappresentare il bilancio nello schema seguente:

Stato Patrimoniale	
Immobilizzazioni	Patrimonio Netto
	Fondi rischi - TFR
Crediti Finanziari/ML	PFN a ML
CCN	PFN a Breve

Argomento che verrà affrontato successivamente riguarda i 7 indicatori proposti dal CNDCEC, ma che è comunque opportuno richiamare ora brevemente.

Il consiglio ha infatti incluso tra i sette indicatori, l'indice di liquidità che è dato dall'attivo a breve sul passivo a breve. Si tratta sostanzialmente del CCN espresso in termini percentuali: l'incidenza percentuale dell'attivo liquido sul passivo esigibile.

Poiché il CNDEC ha predisposto tra gli altri 6 indici, altri indici che si focalizzano sull'indebitamento finanziario, per gli indici della crisi viene usato l'indice di liquidità che non separa la PFN, ed è così calcolato:

Attivo circolante a breve (voce C attivo) + Ratei e risconti attivi (voce D attivo) /

Passivo a breve (voce D passivo) + Ratei e risconti passivi (voce E passivo).

Naturalmente il concetto verrà ripreso in maniera più approfondita successivamente.

Riprendendo l'analisi di quanto affermato dall'art. 13 del CCII, è utile tenere a mente che gli indicatori predisposti dal CNDCEC, non sono da considerarsi indici esclusivi. Nell'ipotesi in cui ad esempio, un'impresa abbia subito la perdita del suo principale cliente, questo potrebbe rappresentare un primo segnale di crisi, indipendentemente dal fatto che gli indicatori possano rispettare le rispettive soglie.

Quindi, l'eventuale situazione di crisi può emergere dall'applicazione degli indici predisposti, ma al contempo è indispensabile che l'amministratore e gli organi di controllo impostino un controllo di gestione idoneo ad identificare eventuali allarmi.

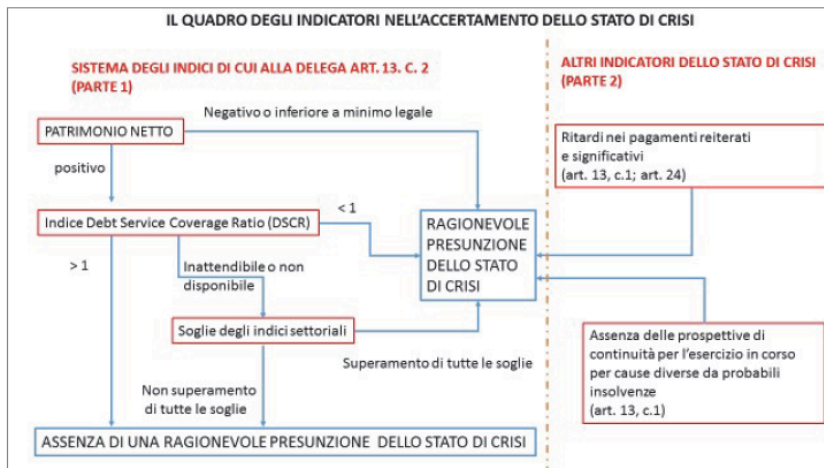
Quanto appena affermato è di estrema rilevanza, poiché l'evidenza empirica dimostra come l'imprenditore che sta attraversando un momento di crisi conclamata, in realtà tenda a negare la realtà, prima di tutto a se stesso ed in secondo luogo a tutti gli stakeholders coinvolti, e ciò lo conduce a uno stato di completa immobilità e cecità a fronte della reale carica della crisi gestionale che sta attraversando l'azienda, rifiutando di analizzarne le cause e di conseguenza trovare le soluzioni più idonee per il superamento della stessa.

Il comportamento di totale inerzia che può assumere l'imprenditore che si trova in uno stato di crisi ovviamente si traduce in un aggravamento di quest'ultima, e può condurre al completo dissesto dell'azienda.

Al contempo è utile ricordare che, il superamento degli indici individuati dal CNDCEC non comporta necessariamente il segnale della presenza della crisi. Questo perché il superamento delle soglie stabilite dalla legge e dal CNDCEC per i vari indici, fornisce ragionevoli presunzioni ma non implica automaticamente la fondatezza dell'indizio della crisi.

## 2.5 Gli indicatori elaborati dal CNDCEC

L'approccio utilizzato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed esperti contabili presenta una struttura ad albero, come emerge chiaramente dalla successiva immagine.



17

Come desumibile dall'immagine soprastante, l'approccio utilizzato prevede che il patrimonio netto negativo è un indice di crisi;

il DSCR calcolato per il sei mesi successivi minore a 1, è un indice di crisi;

qualora il patrimonio netto sia positivo, ma il DSCR non disponibile o non affidabile, perchè i dati previsionali su cui è calcolato non sono affidabili, si procede con l'analisi degli indici settoriali.

### 2.5.1 Patrimonio netto negativo e patrimonio netto al di sotto del minimo di legge

Il CNDCEC sancisce che è un indice di crisi la presenza di:

- patrimonio netto negativo per tutte le imprese
- patrimonio netto al di sotto del limite di legge, per le società di capitali.

Palesemente, la presenza di un patrimonio netto negativo, è manifestazione di uno squilibrio tra attività e passività, e per quanto concerne le società di capitali, la presenza di un capitale

<sup>17</sup> Documento redatto dal CNDCEC "Crisi di impresa: gli indici di allerta" del 20 Ottobre 2019

sociale al di sotto del limite legale, per effetto di perdite di esercizio rappresenta causa di scioglimento secondo l'articolo 2484 co. 4 c.c. Naturalmente la causa di scioglimento pregiudica la continuazione dell'attività.

Occorre fare delle precisazioni in merito.

Il consiglio nazionale infatti attraverso la bozza pubblicata in data 19.10.2019, per le società di capitali fa riferimento al patrimonio netto inferiore al limite di legge, e non al capitale sociale, nonostante civilisticamente parlando il limite legale attenga al capitale sociale.

La ragione di questo riferimento, diventa comprensibile in fase di determinazione della riduzione di capitale sociale per perdite, in quanto per verificare se la società sia ricaduta nelle fattispecie previste dall'art. 2447 per le spa e 2482-ter per le srl, si devono in primis considerare le riserve di patrimonio netto, e solamente dopo che le perdite di gestione hanno eroso tutte le riserve si determina una riduzione di capitale sociale.

L'indice del Patrimonio Netto negativo o al di sotto del limite legale, si rileva direttamente dalla voce A del passivo dello stato patrimoniale, a cui va però sottratto:

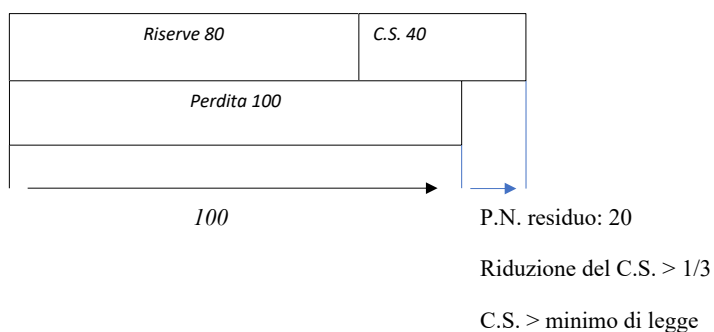
- I crediti verso soci
- dividendi deliberati ma non ancora contabilizzati
- riserva per operazione di copertura dei flussi finanziari attesi

Riassumendo quanto detto schematicamente emerge questa situazione:

<b>CALCOLO DELL'INDICATORE PATRIMONIO NETTO (art. 13 co 1)</b>
Totale A) Patrimonio Netto
- Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (lett. A attivo)
- Dividendi deliberati e non ancora contabilizzati
- VII Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi
<b>= Totale Patrimonio Netto</b>

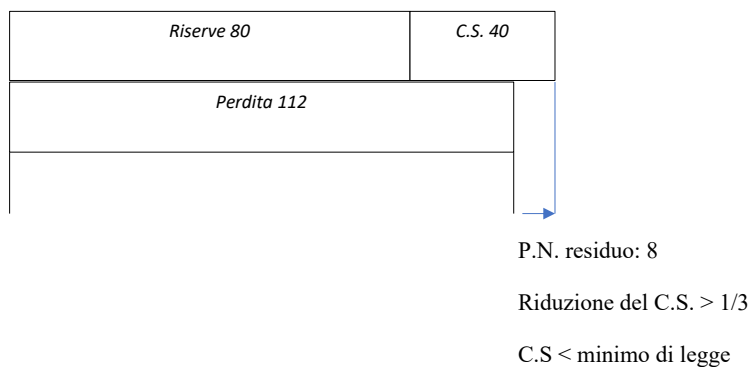
Il calcolo di questo indicatore è più comprensibile nella pratica che nella teoria.

A tal fine riporterò due esempi dimostrativi, il primo nell'ipotesi in cui la perdita generata non determini la riduzione del capitale sociale di oltre 1/3 ed il secondo invece che ne determini l'erosione oltre 1/3, con la necessita di ricostituzione dello stesso per la continuazione dell'attività, poiché rappresenterebbe causa di scioglimento della stessa.



Nella situazione appena mostrata il capitale sociale di fatto è stato eroso di oltre 1/3, dunque la società ricade nella fattispecie dell'art. 2482- bis ma non si viene a determinare una riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale.

Vediamo un'altra situazione



In questo ultimo caso, indipendentemente dalla situazione finanziaria in cui si trova l'impresa, considerando che la circostanza di riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale, costituisce causa di scioglimento della società, e dunque pregiudizio per la continuità aziendale,



per rimuovere la crisi è necessario almeno riportare il capitale sociale ad un valore non inferiore al limite legale, per esempio attraverso un intervento di ricapitalizzazione.

Inutile dire, come in molti casi il solo intervento di ricapitalizzazione con il fine di ricostituzione del capitale sociale minimo non è sufficiente per il risanamento dell'azienda, talvolta infatti le perdite di gestione che hanno determinato la diminuzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale sono accompagnate da squilibri di natura finanziaria. In questi casi perciò, l'intervento dei soci, deve consentire anche la continuazione dell'attività e la capacità di soddisfare le obbligazioni assunte.

Solo in questo modo si può ritenere rimosso il segnale di crisi.

Proprio per tali motivi, il monitoraggio costante del patrimonio netto di un'azienda che presenta valori poco superiori al limite legale, secondo il CNDCEC dovrà essere effettuato trimestralmente.

La frequenza appena citata è ricavata su via interpretativa di quanto disposto dall'art. 24 del CCII, che tratta la "Tempestività dell'iniziativa".

Sempre secondo il consiglio il monitoraggio del patrimonio netto, in assenza di un bilancio approvato, dovrà essere condotto sulla base di una situazione infrannuale, avente natura volontaria, e redatta dall'impresa ai fini della valutazione dell'andamento economico finanziario. La situazione infrannuale, nel rispetto del principio di proporzionalità, potrà essere costituita semplicemente dal solo stato patrimoniale e conto economico.

Nel caso in cui nel corso dell'esercizio si registrino perdite tali da determinare una riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale, sarà necessario senza alcun indugio la convocazione dell'assemblea, che permetta appunto la riduzione del capitale sociale, e la ricostituzione dello stesso per la continuazione dell'attività.

La convocazione dell'assemblea dovrà avvenire nel più breve tempo possibile, non appena gli amministratori abbiano realizzato il verificarsi di una perdita che determini una perdita del capitale rilevante, cioè superiore ad un terzo e tale da ridurre il capitale sociale al di sotto del minimo legale.

Talvolta però, una rilevazione tempestiva delle perdite, soprattutto nel corso dell'esercizio non è operazione semplice, considerando soprattutto che le società non quotate non sono tenute a redigere bilanci infrannuali, ma non sarebbe comunque in linea con il dettato normativo

attendere la redazione del bilancio per la constatazione delle perdite, poiché nella maggior parte dei casi queste sono rilevabili già nel corso dell'esercizio.

Per questo ordine di ragioni, alla luce dell'approvazione del Codice della crisi e dell'insolvenza, si ritiene che la redazione di bilanci infrannuali su base trimestrale, diventerà prassi consolidata tra le imprese.

In tale ambito, è opportuno fare un breve cenno alle Srl semplificate, introdotte nel 2012 con l'obiettivo di incentivare la ripresa economica, semplificando l'avvio di imprese di natura commerciale.

Le Srl semplificate rappresentano una sottocategoria delle Srl, e si differenziano da quest'ultime principalmente per la soglia minima legale di capitale sociale richiesto.

Per queste ultime infatti, è sufficiente la sottoscrizione di un capitale sociale inferiore ai 10.000 euro, ai sensi dell'art. 2463 bis c.c.

Ovvio che per le Srl semplificate, il discorso fatto sino ad ora è di difficile applicazione.

Sul piano operativo infatti l'applicazione degli art. 2482-bis 2482-ter, produce effetti contrari rispetto a quelli perseguiti dal legislatore, ovvero l'agevolazione alla costituzione di queste forme societarie per l'incentivazione della ripresa economica.

Nonostante infatti il legislatore abbia comunque predisposto una serie di agevolazioni, quali ad esempio l'esenzione dal diritto di bollo, di segreteria, e là gratuita degli onorari notarili, è comunque molto probabile che nella fase iniziale la società sostenga costi iniziali tali da ridurre di oltre 2/3 il capitale iniziale.

In merito a ciò, nonostante i ragionamenti compiuti siano condivisibili la massima Notariato di Milano 131, ritiene che non possano sfociare in una disapplicazione della disciplina, poiché il legislatore non ha previsto alcuna deroga all'applicazione di queste regole.

Dunque, anche in ipotesi di Srl semplificate, nei casi in cui il capitale sociale sottoscritto dalle parti dovesse diminuire di oltre 1/3 gli amministratori sono comunque tenuti ad avviare la specifica procedura prevista.

Il CNDCEC sottolinea, come in presenza di un patrimonio netto negativo, indipendentemente dalla situazione finanziaria, si versi in una condizione di crisi, in quanto si determina un pregiudizio alla continuità aziendale.

La bozza prima citata infatti, sottolinea che *“è necessario almeno ripianare le perdite e riportare il capitale sociale ad un valore non inferiore al minimo legale, ad esempio attraverso una ricapitalizzazione.”*

Come già prima anticipato, una ricostituzione del capitale sociale con il fine di raggiungere il limite legale, attraverso ad esempio una ricapitalizzazione talvolta non è un intervento sufficiente. La ragione di ciò è facilmente desumibile dalla prassi, che dimostra chiaramente come perdite di gestione siano frequentemente accompagnate da squilibri di natura finanziaria, che compromettono e pregiudicano fortemente la continuazione dell'attività.

A titolo esemplificativo, se una società a seguito di perdite di gestione, versi nella condizione di trovarsi con un capitale sociale pari a 8.000 euro ( quindi al di sotto del limite legale), e abbia stimato free cash flow previsionali: 200.000 euro vs impegni finanziari : 250.000 euro; sarà necessaria non solo l'integrazione del capitale sociale che conduca al raggiungimento del limite legale, ma anche un'integrazione a sostegno dello squilibrio finanziario presentato dall'impresa, per garantirne la continuità aziendale.

## 2.5.2 Il DSCR (debt service cover ratio)

Attraverso l'art. 13 co. 1 il legislatore identifica tra gli indici che permettono una valutazione sull'equilibrio di natura finanziaria, quelli consentono di misurare la sostenibilità degli oneri (assumendo quota interessi e quota capitale) dell'indebitamento, con i cash flow che l'impresa è in grado di generare.

L'indicatore che è in grado di rispondere a tali caratteristiche, e che viene identificato dal CNDDCEC è il DSCR.

Ai fini dell'analisi di questo indicatore occorre partire da un concetto piuttosto semplice, ovvero, che l'impresa deve impiegare le proprie risorse finanziarie per supportare le attività. Come già precedentemente anticipato, in merito all'equilibrio finanziario, la scelta delle modalità di finanziamento deve essere coerente, dunque ad un fabbisogno di breve termine deve corrispondere una fonte di breve termine, e stessa logica va adottata in riferimento ad un orizzonte temporale medio lungo.

*“Da un punto di vista finanziario si rende necessario verificare la capacità dell’impresa di coprire con adeguate forme di finanziamento gli impieghi e di misurare i flussi necessari per il rimborso dell’indebitamento o per supportare gli investimenti. (Rizzato e Devalle, 2018)*

La tradizionale formula di calcolo del DSCR è la seguente:

DSCR= CASH FLOW OPERATIVO-TAX/FLUSSO FINANZIARIO A SERVIZIO DEL DEBITO

Si tratta perciò di un indice, che non si limita a quantificare in maniera statica l’ammontare complessivo del debito finanziario, in relazione al patrimonio netto (es. rapporto di leverage), ma in chiave dinamica e prospettica ci indica la capacità di rimborso del debito dell’azienda e la conseguente sostenibilità del debito in relazione anche ai piani di sviluppo aziendali. Il successo di questo indicatore in primis è legato all’ampio utilizzo che ne fanno le istituzioni finanziarie, che lo considerano uno strumento indispensabile nella valutazione della bancabilità di un’impresa. In sintesi il DSCR non fa altro che identificare in che misura il flusso finanziario generato copra il servizio del debito. Per questo ordine di ragioni, viene largamente utilizzato nelle operazioni di project financing, nei piani di ristrutturazione del debito e generalmente in ogni business plan; nei business plan per verificare la sostenibilità complessiva dell’indebitamento finanziario, nelle ristrutturazioni del debito, per comprendere, se al termine della manovra finanziaria, c’è equilibrio nella situazione finanziaria dell’impresa, rendendo compatibile il rimborso del debito finanziario, con i flussi che l’impresa è in grado di generare post manovra.

In ambito di indicatori di allerta, è uno strumento di rilevantissima importanza perchè è in grado, da solo, di far emergere la ragionevole presunzione dello stato di crisi.

Il DSCR può assumere valori superiori, inferiori, o uguali all’unità. Naturalmente deve essere superiore ad 1, e quanto più è elevato, tanto più l’impresa è solida.

-superiore all’unità (DSCR>1), nel caso in cui il cash flow operativo generato ecceda gli impegni finanziari a servizio del debito;

-uguale all'unità (DSCR =1), il cash flow operativo generato viene totalmente assorbito dagli impegni finanziari a servizio del debito;

-inferiore all'unità (DSCR<1), nel caso in cui il cash flow operativo generato risulti inferiore agli impegni finanziari a servizio del debito nel periodo considerato, evidenziando situazioni di tensione finanziaria con possibili difficoltà nel rimborso del debito.

Nella pratica il valore minimo è compreso tra 1,20 e 1,30 e comunque dipende dal profilo di rischio del progetto (maggiore è il rischio, più alto è il livello richiesto).

Prima di un'analisi approfondita delle voci che compongono questo indicatore, è opportuno segnalare che, considerato che il DSCR si fonda sull' utilizzo di dati previsionali, (poiché il calcolo del DSCR su dati storici sarebbe poco utile e poco segnaletico), nell'ipotesi in cui la società sia impossibilitata a fornire tali dati, o nell'ipotesi in cui tali dati siano ritenuti poco affidabili, il DSCR non è utilizzabile ai fini dell'emersione della crisi.

ha eliminato:

ha eliminato:

Il CNDCEC infatti sottolinea le sue ipotesi:

- i dati prognostici non sono ritenuti affidabili
- i dati non sono disponibili

Nelle ipotesi in questione il CNDCEC rimanda infatti, all'utilizzo degli indicatori settoriali, che verranno analizzati successivamente.

Analizziamo ora le componenti del DSCR. Come già anticipato ( sotto veste di formula), il DSCR si compone al denominatore, dai (Cash flow operativi – tax ), quindi sostanzialmente dal flusso di cassa prodotto dalla gestione caratteristica al netto del flusso fiscale relativo al pagamento delle imposte sul reddito di esercizio; e al denominatore il flusso finanziario al servizio del debito, ovvero il flusso finanziario impiegato per il pagamento degli interessi passivi e della quota capitale dei finanziamenti nel periodo considerato. In merito al numeratore è opportuno precisare che si parla di cash flow **operativi**. E' rilevante questa precisazione poiché nella prassi le diverse configurazioni dei cash flow utilizzate sono principalmente tre: cash flow, cash flow netto, e appunto i cash flow operativi. Il cash flow in senso proprio mette in luce le risorse finanziarie complessive che l'impresa è in grado di generare attraverso

l'esercizio della propria attività produttiva, ed ingloba perciò tutte quelle risorse generate e assorbite da tutta l'attività di impresa (quindi area operativa, area finanziaria, ecc.).

Ovvio che l'eventuale utilizzo del cash flow per il calcolo del DSCR, ci porterebbe ad un risultato accettabile solo qualora la dinamica economica dell'impresa coincida con la dinamica finanziaria. Questa situazione è praticamente impossibile nella realtà.

Il cash flow netto, che consiste sostanzialmente nel cash flow in senso proprio al netto dell'eventuale distribuzione dividendi deliberata, è rilevante l'effetto che genera una distribuzione dividendi sui cash flow, questo perché nell'ipotesi di non distribuzione l'utile generato nell'esercizio è a tutti gli effetti una risorsa finanziaria.

Il cash flow operativo è di fatto la configurazione migliore perché rappresenta le risorse finanziarie potenziali che l'impresa è in grado di generare attraverso il core business dell'impresa, attraverso cioè la propria gestione operativa. Il cash flow operativo è rappresentato da uno dei risultati intermedi del conto economico, cioè il MOL (margine operativo lordo) che nelle analisi di bilancio è utilizzato come sinonimo di EBITDA.

Il MOL rappresenta di fatto la differenza algebrica tra i ricavi, i costi esterni (materie prime, servizi, locazioni ecc.), ed il costo del personale, quindi non è altro che la differenza tra i ricavi monetari operativi e i costi monetari operativi. Naturalmente, anche il MOL è influenzato dalle politiche di bilancio adottate. Si pensi ad esempio alle rimanenze di magazzino. Nel caso in cui vi sia un aumento delle rimanenze rispetto al precedente esercizio, la variazione delle stesse sarà positiva, poiché è in pratica uno storno di costo, e quindi il MOL si incrementa. Ma questo incremento del MOL non si traduce in un incremento di risorse finanziarie disponibili, ma al contrario rappresenta un assorbimento maggiore di risorse disponibili qualora sia stata acquistata della merce, sia stata pagata, ma non ancora venduta. Di riflesso potrebbero anche verificarsi la situazione opposta, nel caso in cui l'impresa generi risorse finanziarie superiori rispetto a quanto indicato nei cash flow operativi, (es. nei casi di incasso di crediti pregressi, nel caso di pagamento solo parziale dei beni acquistati). Quanto sino ad ora esposto ci mostra come il cash flow operativo sia indicativo delle risorse realizzate dall'attività core dell'impresa, ma come già anticipato precedentemente nella fase di analisi generale dell'equilibrio finanziario, non rappresenta ancora realmente la liquidità generata e quella assorbita, poiché trattasi appunto di flussi di cassa potenziali.

ha eliminato: 0

ha eliminato: 1

ha eliminato: 0

*“Nel caso limite in cui un’impresa abbia venduto tutti i propri prodotti ma non abbia incassato nulla, il cash flow è positivo, mentre le risorse finanziarie in forma liquida sono pari a zero; anzi l’impresa si è dovuta probabilmente indebitare per poter produrre e vendere “.* <sup>18</sup>

Occorre perciò passare da flussi di cassa potenziali (MOL) a flussi di cassa effettivi. Per ottenere questo risultato ci avvaliamo di un indicatore redatto con grandezze patrimoniali, il CCNO, già approfondito in merito all’equilibrio finanziario.

Quindi, riprendendo quanto già sopra esposto in ambito di analisi finanziaria, se il CCNO è positivo da un esercizio all’altro e aumenta, significa che l’impresa deve assolutamente ricorrere ad ulteriore indebitamento finanziario corrente, perché le attività operative al netto delle passività operative hanno determinato un assorbimento di risorse finanziarie che si traduce in assorbimento di liquidità; al contrario nell’ipotesi di CCNO negativo o in decremento, significa che l’impresa non ha bisogno di ricorrere all’indebitamento finanziario per supportare il ciclo operativo, o nell’ipotesi di decremento, necessiterà di un ricorso all’indebitamento corrente inferiore all’esercizio precedente. Riassumendo da un punto di vista applicativo quanto sino ad ora è stato esposto possiamo sintetizzare il concetto con il seguente schema:

MOL (margine operativo lordo)
+/- VARIAZIONE DEL CCNO
- IMPOSTE PAGATE SUL REDDITO
- ONERI FINANZIARI CORRISPOSTI
= LIQUIDITA GENERATA/ ASSORBITA DALL’ATT. OPERATIVA

Le imposte pagate sul reddito vengono sottratte poiché non vengono considerate né dal MOL, né dal CCNO.

<sup>18</sup> EUTEKNEINFO, Il quotidiano del commercialista, “Indici di allerta della crisi d’impresa”, Gli speciali di Eutekne info, Ottobre 2019

Per ottenere però una definizione ancora più analitica dell'effetto finanziario della liquidità generata dalla complessiva attività aziendale, occorre analizzare la PFN, ovvero la posizione finanziaria netta. Non esiste un'unica definizione delle modalità di calcolo della PFN nell'ambito dei principi nazionali, né nell'ambito dei principi contabili internazionali.

Il principio contabile OIC 6 riporta che la PFN viene solitamente calcolata come somma algebrica di:

- Posizione finanziaria netta corrente
- Posizione finanziaria netta non corrente

il documento precisa inoltre che devono essere considerati anche i debiti per leasing finanziario, suddivisi nella parte corrente e nella parte non corrente.

Dopo aver analizzato il significato di flussi di cassa, con le relative criticità, è opportuno soffermarsi sul concetto di sostenibilità degli oneri finanziari.

L'art. 13 del CCI sancisce infatti che sono indici della crisi: *“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”*.

La sostenibilità finanziaria del debito si fonda sul presupposto che l'impresa attraverso i suoi cash flow operativi debba essere in grado di rimborsare i debiti contratti. Verificare la sostenibilità del debito, che per le società di capitali in quanto obbligate per legge alla redazione del rendiconto finanziario è un'operazione più semplice, per le società di persone invece, la modalità più rapida per la verifica della sostenibilità del debito, e dunque la stima dei flussi finanziari è rappresentata dal calcolo dei cash flow.

Uno dei principali indicatori per la verifica di sostenibilità del debito è rappresentato dal seguente indicatore:

sostenibilità dei debiti finanziari: debiti finanziari (o PFN) / cash flow operativi (o liquidità Operativa) x (n. anni)



Al numeratore di tale indicatore viene posta una grandezza stock di debito finanziario. E denominatore invece viene posta una previsione delle risorse finanziarie potenziali che l'impresa è in grado di produrre attraverso l'attività operativa.

Nella prassi come configurazione del cash flow operativo si utilizza il MOL, precedentemente descritto. L'utilizzo del MOL quale approssimazione del flusso di cassa operativo, deriva dal fatto che è meno soggetto ad oscillazioni nel corso degli anni, e nel medio lungo termine tende a coincidere con il flusso di cassa operativo dell'azienda salvo fattori straordinari.

Poiché il calcolo di tale indicatore ha come obiettivo la verifica della capacità di rimborso e copertura dei debiti finanziari è indispensabile definire un intervallo di confidenza che può essere accettato. Indicativamente infatti un valore di riferimento della sostenibilità dei debiti finanziari è pari a 2 o 3. Più l'indicatore in esame assume valori elevati, più elevato è il rischio che l'impresa non sia in grado di ripagare i debiti contratti.

Diversi sono i fattori che possono incidere su questo indicatore, tra cui la variabilità della liquidità operativa, lo stadio di sviluppo dell'impresa e la durata media dell'indebitamento finanziario.

In merito alla variabilità della liquidità operativa, è assai frequente riscontrare imprese in cui la liquidità operativa varia fortemente da un esercizio all'altro, quando ad esempio gran parte dell'assorbimento della liquidità è determinato dal capitale circolante netto operativo.

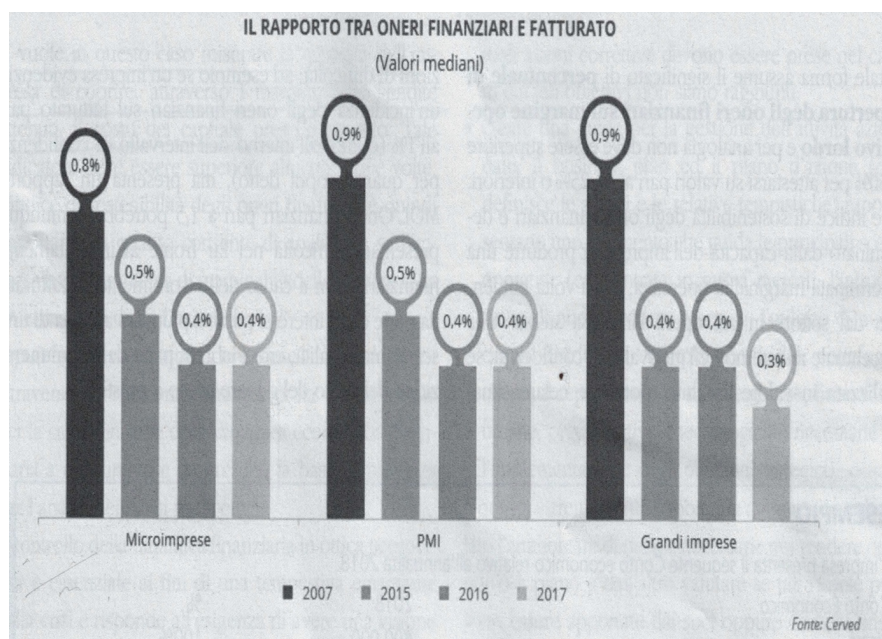
A tal proposito nella prassi, viene presa la media dei flussi di cassa operativi degli ultimi due anni, con lo scopo di ottenere un valore più lineare.

Nella dottrina vi sono comunque molti sostenitori, del MOL quale rappresentazione del cash flow operativo, in quanto sostengono che consenta di ottenere un dato meno altalenante poiché non risente della variazione del CCNO, ma solo delle variazioni del fatturato e dei costi. Ovvio che procedendo per questa via, il risultato che si otterrà sarà solo approssimativo. Sempre in merito alla sostenibilità del debito, un altro indicatore che negli anni ha assunto rilevante importanza è rappresentato dall'indice di copertura degli oneri finanziari sul fatturato.

Indice di copertura degli oneri finanziari:  $(\text{oneri finanziari} / \text{fatturato}) \%$

Secondo i principali analisti, tale indicatore dovrebbe non superare la soglia del 2-3%. Tuttavia può conferire solo una visione parziale sullo stato di salute dell'azienda. La valutazione infatti dell'indice di copertura degli oneri finanziari deve essere compiuta tenendo in considerazione il cash flow operativo dell'impresa e la marginalità sulle vendite.

A dimostrazione di quanto appena affermato, uno studio compiuto da Cerved, che aveva come oggetto l'analisi dei primi 150 mila bilanci depositati dalle società italiane a giugno 2018 ha fatto emergere la seguente fotografia:



19

È chiaramente evidente che l'indice di copertura che emerge in tutte le tipologie di imprese prese in considerazione, è largamente sotto soglia del valore accettato dagli analisti. Rispetto al fatturato il peso degli oneri finanziari è ai minimi dal 2007.

Certo però è, che la politica finanziaria espansiva adottata dalla BCE, assieme ad un livello di indebitamento inferiore rispetto alla media, ha giocato a favore.

Al di là di questo esempio positivo che ci fornisce Cerved, è utile ricordare che vi sono situazioni in cui l'indice di copertura degli oneri finanziari supera la soglia accettata dagli analisti,

<sup>19</sup> C. Rossi, "Crisi, Insolvenza e indicatori per le procedure di allerta", Giuffrè Francis Lefebvre, 2019

ma proprio per evitare in rincorrere in falsi positivi, tale indicatore viene calcolato ed interpretato in relazione anche ad altri indicatori, quali:

- MOL/ ONERI FINANZIARI (indice di sostenibilità degli oneri finanziari); (espresso in numero di volte) (margine accettato: > 2, assestamento 3-4);

Lo stesso indicatore viene talvolta calcolato in base percentuale:  $(OF/ MOL \times \%)$ , in tale forma assume il significato di percentuale di copertura degli oneri finanziari sul margine operativo lordo, che per analogia non deve essere superiore al 50% per assestarsi su valori 33-25% o inferiori.

Questo indice di sostenibilità degli oneri finanziari è calcolato sulla capacità dell'impresa di produrre una determinata marginalità operativa, che ovviamente varia a seconda del settore che prendiamo in considerazione.

Una valutazione dunque compiuta in termini assoluti ad esempio sulla base del solo indicatore OF/FATTURATO, che presenta comunque un risultato rientrante nell'intervallo di confidenza, (poniamo l'esempio  $OF/ FATTURATO = 1\%$ ), e dunque apparentemente sostenibile, potrebbe comunque celare situazioni di difficoltà, riscontrabili attraverso l'analisi dell'indicatore MOL / OF (Ex.  $MOL/OF=1,5$ ). Con i valori appena citati si riscontrerebbe non tanto una difficoltà dovuta all'assorbimento del fatturato da parte degli oneri finanziari, quanto piuttosto una scarsa marginalità, erosa in gran parte per la remunerazione del costo del denaro preso a prestito.

- EBIT/ ONERI FINANZIARI (indice di copertura degli oneri finanziari); (espresso in numero di volte)

Attraverso tale indicatore siamo in grado di misurare la capacità dell'impresa di coprire attraverso la marginalità delle vendite il costo del capitale preso a prestito.

Secondo gli analisti tale indicatore deve essere > di 2.

Questi due indicatori, assieme all'indicatore  $(OF/FATTURATO) \%$  valutati congiuntamente ci forniscono indicazioni sull'adeguatezza dell'ammontare degli oneri finanziari tenuto conto del fatturato aziendale, del cash flow operativo approssimato dal MOL, e dai margini ottenuti dall'impresa ed espressi dal reddito operativo o EBIT.

L'indice di sostenibilità è dunque molto rilevante poiché ci permette di capire se l'impresa ha un problema di marginalità delle vendite o ha un eccesso di oneri finanziari.

Comprendere la dinamica finanziaria a consuntivo partendo dunque dal rendiconto finanziario è la base di partenza per la determinazione dei flussi prospettici. Il controllo della dinamica finanziaria in ottica prospettica è indispensabile ai fini del rilevamento tempestivo della crisi, e risponde all'esigenza di avere una visione orientata al futuro, in particolar modo nei sei mesi successivi, coerentemente con quanto richiesto dalla normativa.

È stato doveroso approfondire questi concetti perché è proprio l'art. 13 al co. 1 del CCI che introduce il concetto di sostenibilità degli oneri finanziari.

Andiamo ora ad analizzare, l'indicatore prescelto dal CNDEC, appunto come già introdotto il DSCR, e ad individuare le modalità di calcolo e gli approcci che il Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti ci propone.

Il documento redatto dal Consiglio nazionale dei dottori commercialistici ed esperti contabili identifica due differenti approcci per determinare il DSCR. La scelta di uno dei due approcci è "rimessa agli organi di controllo e dipende dalla qualità e affidabilità dei relativi flussi informativi.

Come richiesto dalla normativa l'orizzonte temporale preso in considerazione deve essere di almeno 6 mesi, ma può comunque essere ampliato fino alla durata dell'esercizio residuo qualora ciò "*renda più agevole e affidabile il calcolo del DSCR*". (occorre precisare che va comunque valutata la continuità aziendale ai fini della redazione del bilancio d'esercizio).

Per far esprimere un giudizio di affidabilità da parte di organi di controllo e revisori è necessario che le procedure di costruzioni dei flussi prospettici siano "controllate e adeguate alla complessità ed alle dimensioni dell'impresa".

Naturalmente stiamo parlando di previsioni, e dunque di dati stimati, ma l'eventuale discrepanza tra dati stimati e dati a consuntivo non è di fatto un indicatore di scarsa affidabilità degli stessi. Ma indubbiamente, il controllo fatto ex post dagli organi di controllo tra dati stimati e successivi dati consuntivi contribuirà alla formazione della loro opinione in merito all'affidabilità del processo di redazione di tali dati.

### 2.5.2.1 Primo approccio per il calcolo del DSCR

Partiamo dal primo approccio predisposto dal CNDEC.

Il primo approccio per il calcolo del DSCR prevede la redazione di un budget di tesoreria, nel quale vengono indicate le entrate e le uscite di cassa previste nei sei mesi successivi.

Il budget è dunque la prima fonte che permette di individuare quali sono le previsioni in merito alle uscite di cassa e quelle in merito alle entrate.

Per determinare dunque il DSCR il Consiglio nazionale dei Dottori Commercialisti ci fornisce le seguenti istruzioni:

Al numeratore occorre indicare il flusso di cassa disponibile al servizio del debito, composto da:

- Il totale delle entrate di disponibilità liquide previste nei prossimi sei mesi, *incluse le giacenze iniziali di cassa*
- Meno le uscite di liquidità previste riferite sempre ai sei mesi, ad eccezione del rimborso dei debiti finanziari che viene posto al denominatore
- Tenendo conto della gestione degli investimenti e della gestione finanziaria, tra cui i flussi attivi derivanti dalle linee di credito accordate e non utilizzate, delle quali, nell'orizzonte temporale dei sei mesi, si renda disponibile l'utilizzo. In merito alle linee autoliquidanti, il Consiglio sancisce che dovrebbero essere considerate fruibili per la sola parte attinente ai crediti commerciali che sono anticipabili.

*ha eliminato:*

Al denominatore invece:

- La somma delle uscite previste contrattualmente per il rimborso dei debiti finanziari. Il rimborso del debito finanziario viene inteso come pagamento della quota capitale contrattualmente previsto per i 6 mesi successivi.  
( E rilevante far notare, come questo aspetto rappresenti uno degli elementi differenziali del primo approccio predisposto rispetto al secondo approccio; nel primo approccio infatti al denominatore viene considerata solo la quota capitale, poichè la quota interessi viene già considerata al numeratore quale uscita di liquidità prevista riferita sempre all'orizzonte temporale dei sei mesi, nel secondo approccio invece, come vedremo a breve, al denominatore verrà inclusa anche la quota interessi.)

### 2.5.2.2 Secondo approccio per il calcolo del DSCR

Il secondo approccio invece è effettuato attraverso il rapporto tra i flussi di cassa liberi al servizio del debito, ed i flussi di cassa necessari per rimborsare il debito non operativo.

Al numeratore occorre perciò considerare:

- I flussi operativi al servizio del debito; dunque gli FCFO (free cash flow from operation) dei 6 mesi successivi, determinato sulla base dei flussi finanziari derivanti dall'attività operativa, deducendo da questi i flussi destinati al ciclo degli investimenti
- Le disponibilità liquidi iniziali.
- Le linee di credito disponibili che possono essere usate nell'orizzonte temporale di riferimento

Al denominatore invece:

- Pagamenti previsti per capitale ed interessi del debito finanziario.
- Debito fiscale o contributivo, con sanzioni e interessi annessi, non corrente. Quindi stiamo parlando di debito contributivo o fiscale, il cui saldo non è stato effettuato nelle scadenze previste di legge, o è oggetto di rateazione, le cui rate scadono entro i sei mesi successivi.
- Debito nei confronti dei fornitori e degli altri creditori, il cui ritardo ha superato lo standard fisiologico. Nell'ipotesi in cui tale debito sia oggetto di piani di rientro accordati con i creditori, naturalmente rileva la parte di esso che scade nei successivi sei mesi. In merito a quest'ultima categoria di debito, il documento redatto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti, fa un'ulteriore specifica, fornendo indicazioni circa lo standard fisiologico. Nel documento in questione infatti viene sottolineato il fatto che in Italia difficilmente il pagamento dei fornitori viene effettuato nei termini di scadenza contrattuale, e nel nostro sistema è assai frequente l'uso di pagamenti differiti. Per tali ragioni, ci sottolinea quali sono gli elementi che ci permettono di indentificare la soglia limite del ritardo fisiologico.

Il ritardo nel pagamento dei fornitori viene considerato fisiologico qualora:

1. Non comporti reazione da parte dei creditori attraverso azioni volte alla riscossione o alla pretesa di interessi moratori

2. Il fornitore non interrompa il suo processo di fornitura di materiale, senza condizionare l'impresa a pagamenti a pronti
3. La gestione della supply chain avvenga senza interruzioni.

In merito alle linee di credito, queste devono essere incuse nel denominatore, qualora se ne ritenga ragionevole il rinnovo o il mantenimento.

### 2.5.2.3 Ulteriore approccio per il calcolo del DSCR

Come ripetutamente ribadito, il calcolo del DSCR presuppone la stima dei flussi di cassa prospettici, che ai sensi dell'art. 2381 co. 5 c.c. e dell'art. 2086 c.c. che deve essere costruita in considerazione del principio di proporzionalità alla dimensione dell'impresa.

I principi contabili, ed in particolar modo L'OIC 9 introducono la possibilità per le imprese di minori dimensioni, di stimare i flussi di cassa prospettici occorrenti per la determinazione del valore recuperabile in modalità semplificata, ricorrendo alle sole grandezze economiche.

Il CNDEC estende l'applicazione di questo approccio semplificato anche per la stima dei flussi a servizio del debito, a condizione venga rispettato il requisito di comparabilità del numeratore al denominatore.

L'OIC 9, nella determinazione per le perdite durevoli di valore, identifica due approcci per la determinazione del valore recuperabile:

- il modello generale
- il modello semplificato

Ricapitoliamo brevemente che cosa si intende per valore recuperabile, con l'intento di cogliere al meglio quanto richiamato dal CNDEC per l'utilizzo del metodo semplificato nella stima dei flussi di cassa prospettici.

L'OIC 9 ci detta la seguente definizione di valore recuperabile:

“Si definisce valore recuperabile di un'attività o di un'unità generatrice di flussi di cassa il maggiore tra il suo valore d'uso e il suo fair value, al netto dei costi di vendita. Alcuni esempi

di costi di vendita sono le spese legali connesse alla transazione, imposte, e costi diretti necessari per rendere il bene pronto per la vendita.”

“Si definisce valore d’uso il valore attuale dei flussi di cassa attesi da un’attività o da un’unità generatrice di flussi di cassa.”

“Il fair value è il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un’attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione.”

La differenza dei due metodi sopra citati risiede proprio nella modalità operativa di calcolo del valore recuperabile, ed in particolar modo del valore d’uso.

Nel modello generale vengono utilizzati i flussi di cassa attualizzati, mentre nel modello semplificato si utilizza la capacità di ammortamento.

Il modello semplificato nasce per le PMI, a condizione non superino per due esercizi consecutivi almeno due di questi tre limiti:

TOTALE ATTIVO < 8,8 MILIONI DI EURO
RICAVI NETTI < 4,4 MILIONI DI EURO
DIPENDENTI MEDI < 50

I limiti previsti per l’adozione del metodo semplificato coincidono con i limiti previsti per la redazione del bilancio in forma abbreviata. L’adozione di tale metodo per le imprese minori è giustificata dal fatto che i risultati che si ottengono divergono in misura poco rilevante rispetto a quelli che si sarebbero ottenuti attraverso l’adozione del modello generale.

Le assunzioni che stanno alla base di tale metodo sono le seguenti:

1. l’unità generatrice di cassa nelle imprese minori tende a coincidere con l’intera società;
2. i flussi di reddito, se la dinamica del circolante si mantiene stabile, approssimano i flussi di cassa.



Tale metodo, si fonda sulla determinazione della capacità di ammortamento attraverso l'utilizzo dei flussi economici, quali i ricavi di vendita i costi di produzione ad eccezione degli ammortamenti, gli oneri finanziari, le imposte sulla gestione caratteristica.

Se utilizziamo dunque il presupposto introdotto dall'OIC 9, per il calcolo del DSCR (delle imprese minori), possiamo ricorrere al calcolo dei cash flow che si basano sui flussi economici, e dunque il cash flow da utilizzare è il cash flow netto, che come precedentemente spiegato è dato dal cash flow complessivo (risultato d'esercizio +/- componenti non monetarie) al netto della distribuzione dividendi.

La scelta del cash flow netto non è casuale, poichè la distribuzione dividendi viene deliberata nell'apposito verbale l'anno successivo, con l'approvazione del bilancio d'esercizio, quindi l'effetto sarà evidente nella redazione del bilancio dell'esercizio successivo.

Nel caso di adozione di questo approccio semplificato dunque, il calcolo del DSCR avverrà nel seguente modo:

al numeratore:

- cash flow netto (quindi il cash flow al netto della distribuzione dividendi);

al denominatore:

- il flusso di rimborso delle quote capitale (il rimborso degli oneri finanziari è già compreso nel cash flow)
- il flusso dei debiti operativi scaduti patologicamente (debiti nei confronti dell'erario, fornitori ecc.)

### 2.5.3 Gli indici di settore

Passiamo ora agli indici di settore.

Come anticipato precedentemente qualora gli organi di controllo non considerino affidabili i dati prospettici forniti, o qualora questi non siano disponibili, il CNDCEC propone in assenza della possibilità di calcolo del DSCR, l'utilizzo di alcuni indici di settore.

Tali indici sono 7, ma vengono comunque considerati "l'ultima spiaggia" per l'identificazione dei segnali della crisi. Nell'ipotesi in cui il patrimonio netto sia positivo, e il DSCR non calcolabile, si possono applicare gli indici di settore, che sono stati pensati dal Consiglio per evitare l'emersione dei cosiddetti falsi positivi. Quindi la finalità perseguita dall'introduzione di

questi indici di settore “ultima spiaggia”, e di evitare che si inneschi il meccanismo di allerta interna per società che nonostante non rispettino gli indicatori non versino comunque in uno stato di crisi.

Questo aspetto è particolarmente rilevante, poiché la situazione che si può venire a creare potrebbe essere l'opposto di quella sopra citata. Ovvero, si potrebbe rincorrere nella situazione in cui, nonostante gli indicatori vengano rispettati e non rientrino nelle soglie di criticità, l'azienda versi comunque in uno stato di crisi; a prescindere dunque dall'applicabilità e dal superamento delle soglie indicate. In queste situazioni infatti il controllo esercitato dall'imprenditore e dagli organi di controllo, deve necessariamente presentare la caratteristica della continuità, perchè solo per questa via è possibile mettere in atto un intervento tempestivo. Un'analisi che si limita al solo calcolo degli indicatori, senza un continuo monitoraggio dell'azienda comprometterebbe l'emersione anticipata della crisi, e un tempestivo intervento. Per evitare di incorrere in questa situazione, il documento redatto dal CNDCEC fornisce indicazioni in merito alla base di calcolo e agli indicatori. Per quanto concerne la base di calcolo, la fonte per calcolare gli indicatori è il bilancio di esercizio. Il legislatore però specifica una determinata cadenza, desunta in via indiretta nella definizione di tempestività dell'azione da parte di amministratori e organi di controllo, sancita dall'art. 19 del CCI che impone l'obbligo di segnalazione qualora gli indicatori siano superati nell'ultimo bilancio approvato o comunque per oltre tre mesi.

Nel rispetto della normativa dunque, il CNDCEC consiglia dunque una verifica almeno trimestrali degli indicatori. Questa verifica trimestrale dovrà dunque essere basata su una situazione infrannuale, redatta volontariamente dall'impresa, e che può anche consistere semplicemente anche dai soli schemi di conto economico e stato patrimoniale redatti secondo le indicazioni dell'OIC 30. La situazione contabile infrannuale dovrà essere approvata solo dall'organo amministrativo, o in assenza da parte del responsabile delle scritture contabili.

Il documento in questione identifica 5 indicatori:

1. indice di sostenibilità degli oneri finanziari
2. indice di adeguatezza patrimoniale
3. indice di ritorno liquido dell'attivo
4. indice di liquidità
5. indice di indebitamento previdenziale o tributario

naturalmente, a seconda del settore in cui opera l'azienda, sono state individuate delle soglie differenziate, che se violate contemporaneamente costituiscono un segnale di potenziale crisi.

### 2.5.3.1 Indice di sostenibilità degli oneri finanziari

In merito a questo indice, e alle modalità di calcolo si è già anticipato precedentemente.

Come già detto, viene molto utilizzato nella prassi per ottenere una valutazione sul merito creditizio dell'azienda. Naturalmente, valgono tutte le considerazioni fatte precedentemente, e dunque compiere una valutazione in termini assoluti, non è sufficiente. La valutazione dovrà essere compiuta tenendo in considerazione anche della marginalità dell'impresa stessa.

È utile specificare, come avviene il conteggio degli oneri finanziari, che deve essere effettuato tenendo conto della corretta applicazione dei principi contabili OIC.

L'OIC 12 infatti stabilisce che sono da classificare in questa voce tutti gli oneri finanziari qualunque sia la loro fonte.<sup>20</sup>

<sup>20</sup> C17) *Interessi e altri oneri finanziari* 95. La voce comprende tutti gli oneri finanziari di competenza dell'esercizio che non siano di tipo straordinario, qualunque sia la loro fonte. L'importo da iscrivere è pari a quanto maturato nell'esercizio, al netto dei relativi risconti. 96. Si indicano, a titolo esemplificativo e non esaustivo, le seguenti tipologie di oneri finanziari: – interessi e sconti passivi su finanziamenti ottenuti da banche ed altri istituti di credito, comprese le commissioni passive su finanziamenti e le spese bancarie e accessorie a finanziamenti (si veda anche l'illustrazione della voce B7 per i costi di altri servizi finanziari da non rilevare in questa voce); – differenze negative di indicizzazione su prestiti; – interessi passivi su dilazioni ottenute da fornitori ed interessi di mora; – sconti finanziari passivi non indicati in fattura, concessi a clienti su pagamenti "pronta cassa"; – quote di competenza dell'esercizio dei disaggi su emissione di prestiti ottenuti e di obbligazioni; – il valore residuo del disaggio non ancora ammortizzato nel caso di rimborso anticipato di un prestito obbligazionario, per la parte delle obbligazioni annullate; – minusvalenze da alienazione di titoli a reddito fisso e partecipazioni iscritte nell'attivo circolante; – oneri, per la quota di competenza dell'esercizio, relativi ad operazioni di compravendita con obbligo di retrocessione a termine (pronti contro termine) ivi compresa la differenza tra prezzo a pronti e prezzo a termine. 97. La voce, come si è rilevato a proposito della voce A4, comprende anche gli interessi ed altri oneri finanziari capitalizzati. Essa deve essere suddivisa in sottovoci, in relazione agli oneri riguardanti imprese controllate, collegate e controllanti. 98. In ipotesi di contributi di enti pubblici o di privati che riducono gli interessi sui finanziamenti (es: legge Sabatini per l'acquisto di macchinari) l'importo dei contributi è portato a riduzione della voce C17, se conseguito nel medesimo esercizio in cui vengono contabilizzati gli interessi passivi; se conseguito in esercizi successivi, va iscritto alla voce C16d. Scorporo degli interessi passivi impliciti inclusi nel costo di acquisizione di beni o servizi 99. Se ricorrono le condizioni previste nel principio contabile OIC 19 "Debiti", i debiti commerciali con scadenza oltre i 12 mesi dal momento della rilevazione iniziale, senza

### 2.5.3.2 Indice di adeguatezza patrimoniale

L'indice di adeguatezza patrimoniale è un indicatore di performance patrimoniale che identifica il grado di indipendenza finanziaria dell'impresa dai fornitori di capitale, e presenta al numeratore:

- il patrimonio netto costituito dalla voce A dello stato patrimoniale passivo dell'art.2424 c.c., al netto di eventuali crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, e dei dividendi deliberati.

È indispensabile la precisazione “al netto di eventuali versamenti ancora dovuti”, poichè nel caso di srl ai sensi dell'art. 2464 c.c. “alla sottoscrizione dell'atto costitutivo deve essere versato presso una banca almeno il venticinque per cento dei conferimenti in danaro e l'intero sovrapprezzo o, nel caso nel caso di costituzione con atto unilaterale, il loro intero ammontare”. Chiaramente perciò, riscontreremo nella voce del passivo A) PATRIMONIO NETTO, I) CAPITALE, l'intero importo del capitale sottoscritto, e nell'ipotesi in cui il capitale sottoscritto non sia stato interamente versato, riscontreremo nella voce A dello stato patrimoniale “crediti verso soci per versamenti ancora dovuti”.

Nella sostanza però, sebbene concesso dal legislatore il parziale versamento del capitale sottoscritto, il patrimonio netto a garanzia di terzi è costituito dal solo capitale sociale versato. Quindi ai fini del calcolo del nostro indicatore sarà necessario scomputare dal capitale sottoscritto il capital non ancora versato che emerge alla lettera A dello Stato patrimoniale.

Nel caso in cui la società rediga il bilancio in forma abbreviata la voce “crediti verso soci per versamenti ancora dovuti” può essere incorporata nell'attivo circolante alla voce crediti dell'attivo circolante. In questo caso dunque occorrerà verificare il dettaglio in nota integrativa o in alternativa attraverso una visura camerale della società.

---

*corresponsione di interessi, o con interessi irragionevolmente bassi, si rilevano al valore nominale ed in contropartita la componente reddituale è rilevata distintamente tra: i) il costo relativo all'acquisizione del bene o del servizio nelle voci della classe B e ii) gli interessi passivi impliciti relativi alla dilazione di pagamento; essi sono rilevati tra i risconti attivi e imputati pro-rata temporis alla voce C17 sino alla scadenza del debito (cfr. OIC 19 “Debiti”).*

Nel caso invece di bilanci, redatti secondo gli IAS/IFRS il dato di bilancio è immediatamente utilizzabile, poiché il patrimonio netto deve essere iscritto al netto dei crediti verso soci. In merito invece alla delibera distribuzione dividendi, è indispensabile rettificare il patrimonio netto dell'utile che è stato distribuito, e tale informazione è disponibile nella nota integrativa.

Al denominatore invece vanno posti i debiti totali, costituiti da tutti i debiti indipendentemente dalla loro natura e dai ratei e risconti passivi.

Queste sono le istruzioni che il CNDEC fornisce per il calcolo dell'indicatore di indipendenza finanziaria.

Vi è comunque un margine, nel senso che il patrimonio netto individuato nella voce A dello stato patrimoniale può essere rettificato a discrezione dell'analista. Sicuramente va rettificato in diminuzione per quanto concerne distribuzione dividendi e capitale sottoscritto ma non versato, ma molti analisti ritengono che l'eventuale presenza di apporti effettuati dai soci a titolo gratuito o oneroso, determina una rettifica in aumento da apportare al patrimonio netto. Nonostante infatti questi apporti ad opera dei soci, di fatto vengano iscritti in stato patrimoniale tra i debiti (debiti vs soci), potrebbe risultare ragionevole, quando si vuole determinare l'indice di indipendenza finanziaria, trattare i finanziamenti dei soci alla stregua di capitale proprio.

Nella prassi infatti, questi apporti di denaro ad opera dei soci, risultano una valida alternativa alla sottoscrizione di capitale, nonostante vengano conferiti con lo stesso obiettivo, ovvero l'apporto di mezzi finanziari alla società, ma indipendentemente dalla loro natura (fruttifera/infruttifera), di fatto possono essere rimborsati con termini e modalità sicuramente più flessibili rispetto al rimborso di un debito concesso da un finanziatore istituzionale.

Qui risiede la spiegazione, nella scelta operata da molti analisti di effettuare una rettifica in aumento per gli apporti dei soci.

### 2.5.3.3 Indice di ritorno liquido dell'attivo

L'indice di ritorno liquido dell'attivo rappresenta il ritorno complessivo degli investimenti senza considerare l'impatto dei costi non monetari e analogamente dei ricavi non monetari. Si calcola ponendo al numeratore:

- cash flow ottenuto come somma del risultato d'esercizio più i costi non monetari meno i ricavi non monetari

al denominatore:

- il totale dell'attivo dello stato patrimoniale.

Di seguito vengono riportate alcune tipologie di costi non monetari e ricavi non monetari facilmente riscontrabili:

Componenti negativi non monetari	Componenti positivi non monetari
Ammortamenti	Rivalutazioni in CE (es. di partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto)
Svalutazioni	Iscrizione dell'adeguamento positivo del <i>fair value</i> dei derivati non di copertura
Iscrizione dell'adeguamento negativo del <i>fair value</i> dei derivati non di copertura	
Accantonamenti ai fondi	Storno di fondi a Conto economico in quanto eccessivamente capienti
	Cancellazione di debiti
Iscrizione imposte differite	Iscrizione imposte anticipate
Utilizzo imposte anticipate	Utilizzo imposte differite
Perdite su cambi da valutazione	Utile su cambi da valutazione
Oneri finanziari derivanti dall'iscrizione del costo ammortizzato	

21

Anche in questo caso vengono dettati dei parametri a seconda del codice Ateco dell'attività, ed il valore ottenuto dal calcolo dell'indice di ritorno liquido dell'attivo per non essere considerato segnale di crisi deve essere inferiore ai parametri determinati.

#### 2.5.3.4 Indice di liquidità

È un indicatore di performance finanziaria, che persegue l'obiettivo di identificare se c'è equilibrio finanziario di breve periodo tra fonti e impieghi.

Come già precedentemente sostenuto, in tema di capitale circolante netto operativo, le attività a breve devono essere in grado di coprire le passività a breve.

Per calcolare l'indice di liquidità si pone

al numeratore:

- l'attivo a breve termine, risultante dalla somma delle voci dell'attivo circolante (voce C attivo dell'art. 2424 c.c.) esigibili entro l'esercizio successivo e i ratei e i risconti attivi (voce D attivo dell'art. 2424 c.c.)

al denominatore:

<sup>21</sup> Documento redatto dal CNDCEC "Crisi di impresa: gli indici di allerta" del 20 Ottobre 2019

- il passivo a breve termine costituito da tutti i debiti (voce D passivo) esigibili entro l'esercizio successivo e dai ratei e risconti passivi (Voce E)

l'indice di liquidità (espresso in termini percentuali) corrisponde di fatto al margine denominato capitale circolante netto, come già illustrato.

Indice di liquidità: (attivo corrente/ passivo corrente) %

L'indice di liquidità può assumere valori

1. < del 100%, in tale caso un'azienda non è in grado di coprire con le sole attività correnti le passività correnti
2. > del 100%, in tal caso l'azienda è in grado di coprire le passività correnti con le sole attività correnti.

Quindi il valore dell'indice di liquidità che consente di esprimere un giudizio positivo sull'equilibrio finanziario deve essere maggiore del 100%.

In realtà, a fianco l'indice di liquidità trovano largo utilizzo altri due indicatori di performance finanziaria, il margine di tesoreria e l'indice di liquidità immediata.

Margine di tesoreria = (attivo corrente – Rimanenze) - passività correnti

Tale indice permette di conoscere la capacità dell'impresa di coprire le passività correnti con il solo utilizzo delle disponibilità liquide e dei crediti che la società incasserà nel breve periodo. Anche in tal caso i valori che l'indice può assumere, sono maggiori di zero quando l'azienda è in grado di coprire le passività a breve termine con il solo utilizzo delle attività liquide ( nettate delle rimanenze); al contrario un margine di tesoreria minore di zero, ci indica l'incapacità dell'azienda di copertura delle passività a breve termine con le sole attività liquide.

Il secondo indice indicato, e cioè l'indice di liquidità immediata, rappresenta sostanzialmente lo stesso concetto, solo che viene espresso in termini percentuali.

Perciò avremmo:

$$[(\text{attivo corrente} - \text{rimanenze}) / \text{passività correnti}] \%$$

Entrambi i valori ottenuti dovrebbero tendere allo zero (margine di struttura) o al 100% (indice di liquidità immediata). Più ci si allontana dallo zero, più si ricade nella possibilità di andare contro una situazione di tensione di liquidità.

Un'interessante variante all'indice di liquidità immediata, prevede lo scomputo dalle passività correnti degli acconti ricevuti dai clienti. Molto comune è infatti la situazione in cui l'impresa finanzia la propria attività attraverso l'utilizzo di acconti richiesti ai creditori. Attraverso questa variante, l'indice ci permette di verificare la copertura delle passività che devono essere coperte nel prossimo esercizio.

In merito al calcolo dell'indice di liquidità richiesto dal CNDEC, ai fini di una corretta quantificazione dei debiti finanziari di breve periodo, necessitano un particolare approfondimento le operazioni di smobilizzo del credito.

Non è infrequente infatti, che nell'attività di revisione emergano delle differenze tra l'ammontare dei debiti finanziari a breve termine desunto dalla centrale dei rischi (fidi a revoca e linee autoliquidanti), rispetto all'ammontare riportato in bilancio.<sup>22</sup>

Le operazioni di smobilizzo del credito consentono all'imprenditore di trasformare in liquidità i propri crediti con scadenza futura, e naturalmente la ragione principale per la quale si ricorre allo smobilizzo del credito risiede nel generare flussi di cassa positivi mediante l'anticipo delle scadenze naturali dei crediti.

Si tratta di operazioni che da un punto di vista economico sono più convenienti rispetto ad altre operazioni di finanziamento, poiché sono supportate da un'attività sottostante ovvero il credito. Queste operazioni possono assumere la forma di cessione del credito (es. il factoring), o semplicemente operazioni che non prevedono la cessione del credito ma si basano esclusivamente su anticipazioni dello stesso (trattasi in tal caso di anticipo fatture, ricevute bancarie sbf). Questo tipo di operazioni, a seconda si tratta di cessione del credito o semplicemente di anticipazione dello stesso generano un impatto differente sul bilancio e dunque sulla sua analisi successiva.

Per quanto concerne le ricevute bancarie salvo bonifico, queste vengono qualificate come strumenti per l'incasso dei crediti stessi. Da un punto di vista operativo, le ricevute bancarie conferiscono un mandato all'incasso alla banca, la quale dopo aver determinato una valuta media accredita temporaneamente l'ammontare anticipato su un conto corrente indisponibile, successivamente alla scadenza corrispondente alla valuta media, la banca accredita

*Commento [FB5]: Penso che questo concetto lei lo abbia trovato in qualche fonte/testo. E' essenziale che citi il materiale che ha utilizzato per la sua tesi*

<sup>22</sup> UTEKNE!INFO, Il quotidiano del commercialista, "Indici di allerta della crisi d'impresa", Gli speciali di Eutekne info, Ottobre 2019  
56



l'ammontare nel normale conto corrente di corrispondenza "salvo buon fine". Può in alternativa procedere all'accredito direttamente nel conto di corrispondenza.

Da un punto di vista contabile però, il credito non va rimosso dal bilancio, fino all'incasso. L'importo che la banca procede ad accreditare va registrato come un debito verso la banca, poiché questa effettua un'anticipazione di tali crediti. Quindi anche per il calcolo del nostro indice, poiché al denominatore pone i debiti finanziari di breve periodo, questo debito verso la banca concorre a formare il debito di breve periodo totale.

Molto spesso, le imprese incorrono questo errore, quanto all'atto di emissione della ricevuta bancaria salvo buon fine, trattano di fatto l'operazione come una cessione del credito, eliminando il credito dall'attivo, ma soprattutto non indicando nel passivo il debito finanziario verso le banche.

Gli istituti di credito possono comunque verificare la correttezza di tale operazione, in quanto le operazioni di smobilizzo del credito sono segnalate come autoliquidanti nella centrale dei rischi.

Nel caso in cui l'operazione non sia stata contabilizzata correttamente in bilancio, è comunque possibile tener conto dei crediti smobilizzati e rimossi dal bilancio. Il valore da considerare è il valore utilizzato degli autoliquidanti che emerge nella centrale dei rischi.

Più semplice è invece l'ipotesi di factoring, la quale si può realizzare nel caso in cui i diritti contrattuali sui flussi finanziari derivanti dal credito si estinguono, o nell'ipotesi in cui la titolarità dei diritti contrattuali sui flussi finanziari derivanti dal credito è trasferita e con essa sono trasferiti tutti i rischi inerenti al credito.

In merito a questo secondo tipo di operazioni, non sorgono grosse problematiche in materia di scritture contabili, poiché è a tutti gli effetti una cessione del credito.

### 2.3.5.5 Indice di indebitamento tributario o previdenziale

È un indice, che ci permette di identificare il grado di dipendenza dell'impresa dai debiti operativi tributari e previdenziali.

Per il calcolo di questo indice si pone:

al numeratore:

- l'indebitamento tributario rappresentato dai debiti tributari esigibili entro e oltre l'esercizio successivo, l'indebitamento previdenziale costituito dai debiti verso istituti di previdenza e assistenza sociale esigibili entro e oltre l'esercizio successivo.

Al denominatore:

- l'attivo netto corrispondente al totale attivo dello stato patrimoniale.

Qualora dunque il calcolo del DSCR non sia fattibile, vuoi per inaffidabilità dei dati, vuoi per assenza dei dati, i cinque indici messi a disposizione sono i seguenti:

Indicatore	Area gestionale	Numeratore	Denominatore
Oneri finanziari/ricavi %	Sostenibilità oneri finanziari	Include gli interessi e altri oneri finanziari di cui alla voce C.17 art. 2425 c.c. (ad esempio, interessi passivi su mutui, sconti finanziari passivi).	Include i ricavi netti, ovvero la voce A.1. Ricavi delle vendite e prestazioni dell'art. 2425 c.c. e, per le società con produzione pluriennale, la voce A.3 Variazione lavori in corso.
Patrimonio netto/debiti totali %	Adeguatezza patrimoniale	Il patrimonio netto è costituito dalla voce A Stato patrimoniale passivo art. 2424 c.c., detratti i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (voce A Stato patrimoniale attivo) e i dividendi deliberati sull'utile di esercizio.	I debiti totali sono costituiti da tutti i debiti (voce D passivo) di natura commerciale, finanziaria e diversa e dai ratei e risconti passivi (voce E).
Liquidità a breve termine (attività a breve/passività breve) %	Equilibrio finanziario	L'attivo a breve termine è la somma delle voci dell'attivo circolante (voce C) esigibile entro esercizio successivo e i ratei e risconti attivi (voce D).	È costituito da tutti i debiti (voce D passivo) esigibili entro esercizio successivo e dai ratei e risconti passivi (voce E).
Cash flow/attivo %	Redditività	Il <i>cash flow</i> è rappresentato dall'utile (perdita) di esercizio più i costi non monetari (ad esempio, ammortamenti, svalutazione crediti, accantonamenti per rischi) meno i ricavi non monetari (ad esempio, rivalutazioni partecipazioni, imposte anticipate).	Totale dell'attivo dello Stato patrimoniale art. 2424 c.c.
(Indebitamento previdenziale + tributario)/attivo %	Altri indici di indebitamento	L'indebitamento Tributario è rappresentato dai debiti tributari (voce D.12) esigibili entro e oltre l'esercizio successivo; l'Indebitamento Previdenziale è costituito dai debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale (voce D.13) esigibili entro e oltre l'esercizio successivo.	Totale dell'attivo dello Stato patrimoniale art. 2424 c.c.

## Capitolo 3

### Parte applicativa

#### 3.1 Azienda A

La parte applicativa di questo elaborato prende in considerazione cinque aziende, operanti in settori diversi.

La prima azienda presa in considerazione opera nel campo dell'automotive, ed è specializzata nella produzione di macchine agricole. Di seguito saranno riportati i valori di bilancio degli ultimi quattro anni: 2019, 2018, 2017, 2016; che opportunamente riclassificati consentono di procedere con il calcolo degli indicatori di bilancio.

Attraverso l'analisi degli indicatori di bilancio riusciamo ad ottenere una sorta di check-up dell'azienda stessa.

Partiamo con un'analisi temporale, indagando sui valori che emergono dal conto economico.

### 3.1.1 Conto Economico riclassificato

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A MARGINI DI CONTRIBUZIONE				
	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
Ricavi netti di vendita	108.890.319	108.651.587	89.504.247	88.394.064
costi di acquisto di materie	80.185.119	71.251.141	51.358.356	52.286.131
(variazione rimanenze di materie)	- 20.140.284	- 8.341.837	- 1.123.922	- 1.482.140
(variazione rimanenze di servizi in corso)				
Costi variabili per servizi	13.727.080	12.694.846	10.580.639	9.598.758
Costi variabili per il personale	1.547.687	1.361.123	1.256.949	1.433.566
Costi variabili	75.319.602	76.965.273	62.072.022	61.836.315
Margine di contribuzione lordo	33.570.717	31.686.314	27.432.225	26.557.749
Costi fissi diretti per servizi				
Costi fissi diretti per il personale	22.652.949	21.545.010	19.156.117	18.456.387
Ammortamenti specifici	4.724.296	3.845.927	3.126.711	2.765.768
accantonamenti specifici	707.361	734.099	586.381	769.241
(incrementi di immobilizzazioni)				
Costi fissi diretti	28.084.606	26.125.036	22.869.209	21.991.396
Margine di contribuzione netto	5.486.111	5.561.278	4.563.016	4.566.353
Costi fissi indiretti per servizi				
Costi fissi indiretti per il personale				
Ammortamenti generici				
accantonamenti generici				
(incrementi di immobilizzazioni)				
Costi fissi indiretti	0	0	0	0
Reddito operativo della gestione caratteristica	5.486.111	5.561.278	4.563.016	4.566.353
Ricavi della gestione extracaratteristica	-	-	-	-
Costi della gestione extracaratteristica	-	-	-	-
Reddito operativo della gestione extracaratteristica	-	-	-	-
Reddito operativo della gestione complessiva	5.486.111	5.561.278	4.563.016	4.566.353
Oneri finanziari netti	- 582.532	- 1.003.495	- 1.137.620	- 1.368.874
Reddito ordinario (o corrente)	4.903.579	4.557.783	3.425.396	3.197.479
Proventi straordinari	-	-	-	-
(oneri straordinari)	0	0	0	0

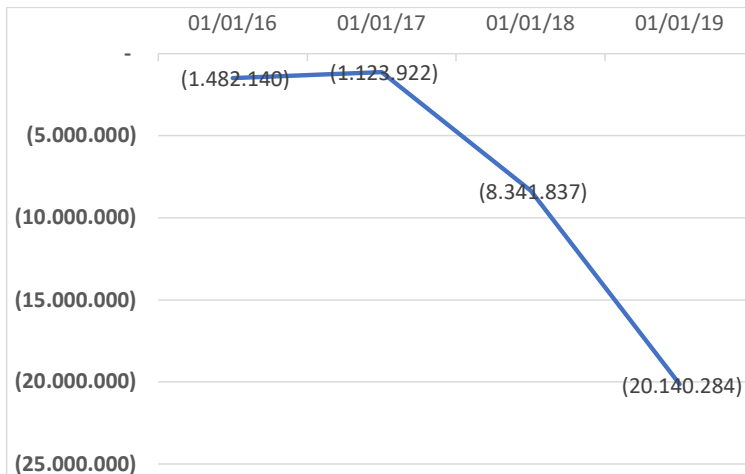
Reddito straordinario	4.903.579	4.557.783	3.425.396	3.197.479
Reddito globale lordo	4.903.579	4.557.783	3.425.396	3.197.479
(imposte sul reddito)	- 1.149.636	- 931.100	- 1.177.146	- 1.267.337
Reddito d'esercizio	3.753.943	3.626.683	2.248.250	1.930.142

Nei quattro anni presi in considerazione, l'azienda in questione ha registrato un progressivo aumento dei ricavi passando da circa 88 milioni registrati nel 2016 a 108 milioni registrati nel 2019, realizzando quindi un incremento del fatturato del 23,18%. se prendiamo in considerazione l'ultimo biennio, si è registrato un aumento dei ricavi ma di minore entità, registrando di fatto un aumento dello 0,21%. Naturalmente il graduale aumento dei ricavi è seguito da un graduale aumento dei costi di materie prime.

E opportuno sin da principio, focalizzarsi sulla variazione delle rimanenze di materie prime, e fornire una spiegazione a riguardo.

L'aumento più rilevante di fatto si registra nella variazione di rimanenze di materie prime, che è passato da una variazione di rimanenze di materie prime registrata nel 2016 di 1.482.140 a una variazione registrata nel 2019 di 20.140.284, manifestando un trend in fortissima crescita.

VARIAZIONE DELLE RIMANENZE



Questa significativa variazione di rimanenze di materie prime non è un indicatore preoccupante dello stato di salute dell'azienda, poichè come esplicito chiaramente in nota integrativa del bilancio 2019, rientra nella messa appunto di una strategia aziendale innovativa. Infatti il fortissimo aumento della variazione di materie prime registrato rispetto al valore iscritto al 21.12.2018 è riconducibile ad un'operazione di "pre buy" motori, che l'azienda ha posto in essere nel corso dell'esercizio, con l'obiettivo di sfruttare il vantaggio competitivo concesso dalla normativa in vigore. Al fine di cogliere, anche solo parzialmente la strategia messa appunto dalla società e opportuno fornire maggiori dettagli. La società, nel corso dell'esercizio 2019, ha provveduto all'acquisto di un ingente quantitativo di motori euro 5, che considerando l'immissione nel mercato 2020 di motori euro 6, gli ha permesso l'acquisto degli stessi ad un prezzo molto vantaggioso. L'acquisto di tali motori, ha come obiettivo la realizzazione di macchine agricole, destinate però ad un segmento di mercato differente rispetto a quello in cui opera, e cioè al segmento di mercato consumer. L'obiettivo di questa politica strategica è perciò di incrementare le vendite destinate ai consumatori finali, che riservano poca attenzione al tipo di motore utilizzato e sono comunque disposti a sostenere un determinato prezzo, che permette alla nostra azienda di realizzare un margine piuttosto elevato. L'azienda in questione vuole iniziare a coltivare anche il segmento B2C.

Il riflesso dell'operazione posta in essere si rileva sia a livello del magazzino materie prime, strutturato al fine di supportare gli aumenti di volume di produzione, che a livello di "wip" e prodotti finiti. Il 2019 dunque può essere definito come un esercizio transitorio, e solo a partire dal 2020 si inizieranno ad intravedere i benefici derivanti dall'operazione di "pre- buy".

In merito all'aumento dei costi di materie prime, si registra un aumento piuttosto consistente dei costi di materie prime dal 2018 al 2019, anch'esso riconducibile naturalmente all'operazione appena citata.

I costi per servizi, rispetto al 21.12.2018, subiscono un aumento del 7,11%, e nel dettaglio, il ruolo rilevante è giocato dalla voce altri costi per servizi, che comprendono principalmente le spese bancarie, i costi per la mensa e i premi assicurativi oltre ad altri servizi di minore entità. Anche questo aumento è strettamente connesso all'operazione di "pre- buy" posta in essere.

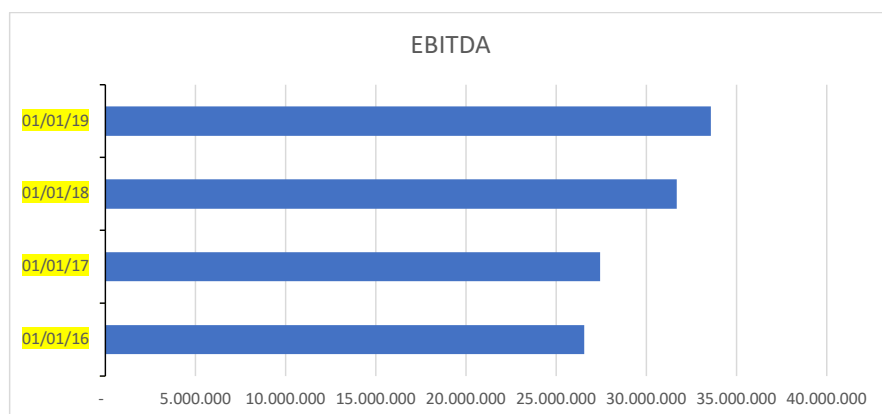
I costi per godimento di beni di terzi sono passati da 686.195 registrati al 31.12.2018 a 863.836 registrati al 31.12.2019. Il differenziale trova spiegazione nella stipula di un contratto di

locazione avente ad oggetto un magazzino doganale per il deposito dei motori acquistati nell'ambito dell'operazione di "pre buy".

Anche i costi del personale registrano un trend di costante crescita ascrivibile principalmente alle nuove assunzioni in ragione dei maggiori volumi di produzione richiesti dall'incremento della domanda nell'ultimo esercizio, ma anche in ragione dell'operazione posta in essere.

Il trend di costante crescita del valore della produzione si riflette anche sull'EBITDA; questa grandezza essendo al lordo dei costi non monetari, rappresenta una prima approssimazione dell'autofinanziamento operativo, e gioca un ruolo particolarmente rilevante poiché viene anche utilizzata per la valutazione del merito creditizio.

Se l'EBITDA registrato al 31.12.2016 era di 26.557.749 euro al 31.12.2019 l'EBITDA che viene rilevato è di 33.570.717, realizzando un incremento del 26% circa .



Anche il reddito operativo della gestione caratteristica, ottenuto detraendo al margine operativo lordo gli accantonamenti e gli ammortamenti, fa emergere un buon andamento dell'impresa, fornendoci un'idea abbastanza indicativa dello stato di salute dell'azienda.

Andiamo ora ad analizzare lo stato patrimoniale, individuando le variazioni intercorse negli ultimi quattro anni, avvalendoci degli opportuni indici di bilancio.

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO, CRITERIO FINANZIARIO A LIQUIDITA' DECRESCENTE				
	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
IMPIEGHI				
Capitale fisso				
Immobilizzazioni materiali				
Terreni e fabbricati	14.674.344,00	13.436.632,00	13.573.625	13.570.832,00
Impianti e macchinari	8.427.267	8.675.038	2.205.249	1.073.728
Attrezzature ed altri beni	1.084.966	857.827	708.975	553.042
Immobilizzazioni in corso	66.360	349.300	1.426.498	48.510
Acconti per forniture di dotazioni strumentali				
Scorte di materie prime non impiegabili a breve				
Immobilizzazioni immateriali				
beni immateriali	263.621	270.938	99.035	66.178
oneri pluriennali	4.278.096	5.099.387	5.732.950	5.548.315
avviamento				
immobilizzazioni in corso	1.557.281,00	902.572,00	765208	1142580
acconti per acquisto beni immateriali				
Immobilizzazioni finanziarie				
Partecipazioni immobilizzate	3.428.301,00	2.415.111,00	2.439.556,00	2439556
Altri titoli immobilizzati	-	226	226	226
Azioni sociali immobilizzate				
Crediti di finanziamento non a breve	-	-	-	
Crediti di regolamento non a breve	8.441	8.441	10.641	16.420
totale	33.788.677	32.015.472	26.961.963	24.459.387
Capitale circolante	94.027.410	72.859.899	47.989.196	48.248.814
Disponibilità non liquide				
Scorte	61.406.080	37.902.809	26.641.035	25.274.299
Acconti per forniture				



Risconti attivi	-	-	-	-
Liquidità differite				
Crediti di finanziamento a breve	2.350.056	3.150.660	2.558.256	2.108.025
Crediti di regolamento a breve	29.501.160	31.377.867	17.967.715	20.392.768
Quote in scadenza di crediti di finanziamento non a breve				
Quote in scadenza di crediti di regolamento non a breve				
titoli agevolmente negoziabili		-	-	-
Fatture da emettere				
Ratei attivi	652.772	538.944	601.106	506.698
Partite attive da liquidare				
Liquidità immediate				
Consistenza di cassa	1.301	550	614	41.305
Disponibilità su c/c bancari e postali	768.813	428.013	821.576	432.417
totale	94.680.182	73.398.843	48.590.302	48.755.512
TOTALE IMPIEGHI	128.468.859	105.414.315	75.552.265	73.214.899
FONTI				
fonti non correnti				
Fonti senza vincolo di estinzione				
capitale sociale	2.218.368	2.218.368	2.185.053	2.129.530
riserve di capitale	21.814.309	18.187.627	12.972.690	6.158.988
riserve di utili				
utili portati a nuovo	-	-	-	-60.917
utile d'esercizio	3.753.943	3.626.683	2.248.250	1.930.142
Fonti a medio-lungo ciclo di utilizzo				
Fondo TFR e simili	3.238.705	3.678.138	3.899.969	4.113.735
Fondi rischi ed oneri a medio lungo	1.216.234	1.225.997	1.072.381	1.175.536
Fonti a medio-lungo ciclo di estinzione				
Debiti di finanziamento a medio-lungo	11.594.591	6.244.599	8.102.406	9.361.649

debiti di regolamento a medio-lungo	-	-	0	-
<b>totale</b>	<b>43.836.150</b>	<b>35.181.412</b>	<b>30.480.749</b>	<b>24.808.663</b>
fonti correnti				
Fonti a breve ciclo di estinzione				
Debiti di finanziamento a breve	38.237.112	32.035.781	20.277.878	22.059.770
Debiti di regolamento a breve	46.178.637	37.972.109	24.570.072	26.250.271
Quote in scadenza di debiti di regolamento a M/L				
Quote in scadenza di debiti di finanziamento a M/L				
Quote in scadenza per il TFR				
Fatture da ricevere				
Partite passive da liquidare				
Ratei passivi	216.960	225.013	223.566	96.195
risconti passivi	-	-		-
dividendi				
Fonti a breve ciclo di utilizzo				
Debiti di finanziamento per elasticità di cassa				
Quote di utilizzo a breve fondi rischi				
<b>totale</b>	<b>84.632.709</b>	<b>70.232.903</b>	<b>45.071.516</b>	<b>48.406.236</b>
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>128.468.859</b>	<b>105.414.315</b>	<b>75.552.265</b>	<b>73.214.899</b>
controllo	-	-	-	-

### 3.1.1 Analisi di redditività

Analisi di redditività	2019	2018	2017	2016
Valore della produzione (PDZ)	102.488.846	102.427.751	86.714.965	82.833.141
Reddito Operativo	5.486.111	5.561.278	4.563.016	4.566.353
OF	-582.532	-1.003.495	-1.137.620	-1.368.874
Reddito Netto	3.753.943	3.626.683	2.248.250	1.930.142
Capitale Proprio (N)	27.786.620	24.032.678	17.405.993	10.157.743
Passività correnti (p)	84.632.709	70.232.903	45.071.516	48.406.236
Capitale investito (K)	128.468.859	105.414.315	75.552.265	73.214.899
ROI (RO/K)	4%	5%	6%	6%
ROE (RN/N)	14%	15%	13%	19%
<b>ROI= R.Op/Val.Prod x Val.Prod/Cap.Inv. (%)</b>				
RO/PDZ	5%	5%	5%	6%
PDZ/K	80%	97%	115%	113%
ROI	4%	5%	6%	6%
<b>ROE = RN/N= RO/K*K/N*RN/RO</b>				
RO/K	4%	5%	6%	6%
K/N	462%	439%	434%	721%
RN/RO	68%	65%	49%	42%
ROE	14%	15%	13%	19%
<b>ROE= [ROI+ (ROI-i)*(p corr+p cons)/N]*(1-t)</b>				
ROI	4%	5%	6%	6%
i= OF/(K-N)	1%	1%	2%	2%
ROI-i	4%	4%	4%	4%
(p corr+p cons)/N	1,22	1,33	1,55	2,41
ROE	9%	11%	12%	16%

Dall'analisi sopra riportata emerge chiaramente un andamento del ROI (return on investment) in decrescita. La ragione di tale decrescita risiede semplicemente nell'aumento del capitale investito, passato da 70.254.448 del 2016 a 124.774.326 al 31/12/2019. Nonostante perciò il reddito operativo sia aumentato dal 2016 al 2019, l'effetto preponderante dell'aumento del capitale investito si riflette nell'andamento del ROI.

I valori assunti dal ROI possono comunque essere considerati soddisfacenti perchè superiori al costo del capitale.

Per condurre un'analisi più approfondita possiamo scomporre il ROI nel seguente modo:

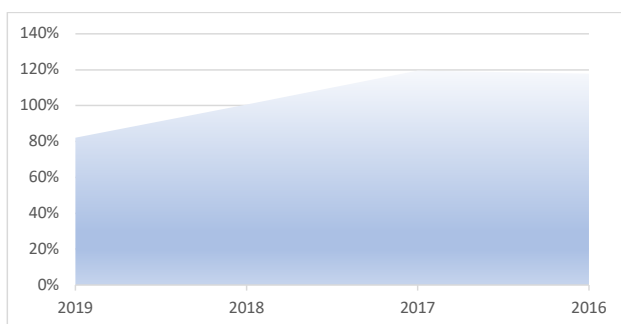
ROI: ROS x ROT.

Il ROS (return on sales) fa emergere un valore piuttosto costante negli ultimi quattro anni presi in considerazione. Infatti per gli ultimi 4 anni il ROS che emerge si aggira attorno al 5%. Naturalmente più il ROS di un'azienda presenta valori elevati più positiva sarà l'efficienza economica dell'impresa. Già la presenza di ROS maggiore di zero, implica un risultato operativo positivo, ma per effettuare un termine di paragone più completo è necessario prendere a riferimento il ROS dei competitors.

Per quanto concerne il ROT, ovvero l'indice di rotazione del capitale investito, assistiamo di fatto ad una diminuzione dell'indice di rotazione del capitale investito. La riduzione di tale indice non rappresenta comunque fenomeno preoccupante, perchè dettata da un aumento del capitale investito.

Nel 2016 infatti, il capitale investito è stato in grado di trasformarsi in vendite quasi 1,5 volte durante l'anno. Nel 2019 invece, riscontriamo una significativa riduzione di tale indice, che presenta un valore di 0,8213. L'andamento del ROT può essere sintetizzato nel seguente grafico:

## INDICE DI ROTAZIONE DEL CAPITALE INVESTITO



## IL ROE

Analizzando l'andamento del ROE, (Return on common equity), siamo in grado di cogliere l'entità della redditività del capitale proprio, cioè la capacità dell'impresa di remunerare il capitale di rischio investito dai soci. L'andamento del ROE si presenta abbastanza costante, nonostante un leggera riduzione nell'ultimo biennio, dovuta all'aumento del capitale proprio.

L'indice di indipendenza finanziaria, presenta un valore relativamente costante. Tale indicatore identifica l'apporto di patrimonio dei soci rispetto al totale complessivo delle fonti di finanziamento dell'impresa.

Può assumere valori compresi tra 0 e 1. Nel nostro caso l'indice di indipendenza finanziaria presenta un valore dello 0,216. Ciò significa che il capitale apportato dai soci corrisponde circa a poco più del 20% del capitale investito. Una valutazione di tale indice in termini assoluti ci condurrebbe ad affermare che l'azienda si trova in uno stato di equilibrio finanziario.

### 3.1.4 Indicatori di struttura finanziaria e patrimoniale

<b>Indicatori di struttura finanziaria e patrimoniale</b>				
<b>composizione dei finanziamenti</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Peso delle passività consolidate: $\pi/K$	0,341	0,334	0,403	0,339
Peso delle passività correnti: $p/K$	0,659	0,666	0,597	0,661
Peso del capitale di terzi: (passività corr+pass cons)/K	0,784	0,772	0,770	0,861
Peso del capitale permanente: (cap proprio+pass cons)/K	0,263	0,304	0,357	0,334
Peso del capitale proprio: Patrimonio Netto / Capitale Inv. Fisso (%)	82%	75%	65%	42%
<b>Composizione degli investimenti</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Peso del capitale immobilizzato (rigidità) cap immob/K	0,26	0,30	0,36	0,33
Peso del capitale circolante (elasticità) cap circol/K	0,74	0,70	0,64	0,67
Liquidità degli investimenti li+ld /K	0,26	0,34	0,29	0,32
<b>Indipendenza finanziaria</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Indipendenza finanziaria: N/K	0,216	0,228	0,230	0,139
Indipendenza finanziaria: N/(p+ $\pi$ )	0,822	0,751	0,646	0,415
indebitamento: K/N	4,623	4,386	4,341	7,208
leverage ( $\pi+p$ )/N	1,216	1,332	1,549	2,408
<b>solidità patrimoniale</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Solidità del patrimonio: N/n	12,526	10,833	7,966	4,770
<b>Indicatori di situazione finanziaria</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
<b>Quozienti e relativi margini</b>				
				-
Margine di struttura primario (Cap proprio-C immobilizzato)	-	-	-	14.301.64
Quoziente di copertura delle immobilizzazioni	6.002.057	7.982.794	9.555.970	4
	0,82	0,75	0,65	0,42
				-
Margine di tesoreria II (liq. Immed+liq. Diff)-passività a breve	51.358.60	34.736.86	23.122.24	24.925.02
Quoziente di liquidità	7	9	9	3
	0,39	0,51	0,49	0,49
	10.047.47			
CCN =(li+Ld+Rim)-Passività a breve	3	3.165.940	3.518.786	349.276
quoziente di disponibilità	1,119	1,045	1,078	1,007
				-
Margine di struttura II (Cap proprio+ pass cons-pass breve)	40.796.55	35.051.49	14.590.76	23.597.57
Quoziente di copertura delle immobilizzazioni	9	1	7	3
	0,52	0,50	0,68	0,51
				-
Margine di tesoreria I liq. Immed-passività a breve	83.862.59	69.804.34	44.249.32	47.932.51
Quoziente di liquidità	5	0	6	4
	0,01	0,01	0,02	0,01

<b>indicatori di ciclo</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Indice di rotazione del cap investito V/K	0,80	0,97	1,15	1,13
Indice di rotazione del CCL = V/CCL	1,08	1,40	1,78	1,70
Indice di rotazione del CCN = V/CCN	10,20	32,35	24,64	237,16
<b>Ciclo monetario</b>				
giacenza media deb vs fornitori (-)	-179	-165	-145	-155
giacenza media rimanenze finali (+)	152,9	99,1	103,9	
giacenza media dei crediti (+)	98	97	59	72

In realtà la valutazione di tale indice deve essere fatta in maniera relativa, tenendo in considerazione anche gli altri indici finanziari.

Avvalendoci infatti di una autorevole studio, compiuto dall'osservatorio sui Bilanci delle S.r.l., trend 2015-2017, pubblicato nell'ottobre 2018 dalla Fondazione nazionale dei Dottori Commercialisti, possiamo tranquillamente affermare che l'azienda in esame, in realtà non si discosta molto dalla situazione di molte altre imprese. Lo studio in questione infatti, sulla base dei bilanci delle S.r.l al 31.12.2017, ed avvalendosi di dati estratti dalla Banca dati Aida di Bureau van Dick emerge la seguente situazione:

Settore	Fatturato (migliaia di euro)			da 0 a 350			da 350 a 2.000			da 2.000 a 10.000			Più di 10.000			Tutte le società		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015
industria	0,44	0,41	0,38	0,33	0,32	0,31	0,35	0,34	0,34	0,46	0,45	0,42	0,41	0,40	0,38			
Costruzioni	0,32	0,29	0,26	0,33	0,31	0,30	0,29	0,26	0,27	0,26	0,28	0,29	0,30	0,29	0,28			
Commercio	0,51	0,48	0,35	0,31	0,30	0,29	0,30	0,29	0,29	0,29	0,31	0,32	0,31	0,30	0,30			
Trasporti	0,38	0,37	0,37	0,34	0,33	0,32	0,31	0,29	0,29	0,41	0,41	0,41	0,36	0,35	0,35			
Ristoranti e Alberghi	0,34	0,33	0,29	0,34	0,42	0,32	0,52	0,36	0,36	0,40	0,39	0,39	0,43	0,35	0,34			

24

<sup>24</sup> C. Rossi, "Crisi, Insolvenza e indicatori per le procedure di allerta", Giuffrè Francis Lefebvre, 2019

In questo studio l'indice oggetto di analisi è stato compiuto prendendo come numeratore la voce A Patrimonio netto iscritti nel passivo dello stato patrimoniale, e come denominatore la voce D debiti del passivo.; sono stati quindi esclusi fondo rischi e oneri (voce B ), fondo TFR ( voce C ) , ed infine ratei e risconti passivi ( voce E) . Applicando le suddette regole dunque, anche il valore del nostro indice (0,28) calcolato in questo modo fa di fatto emergere un valore nella norma, comune a tutte le aziende che operano nel medesimo settore.

Tenendo conto dunque dello specifico contesto italiano di riferimento possiamo tranquillamente affermare che un indice di indipendenza finanziaria “nella media” presenta valori compresi tra il 20 e il 30%. Naturalmente un indice di indipendenza finanziaria inferiore a questi valori è sinonimo di scarsa patrimonializzazione o al contrario di un elevato indebitamento.

### 3.1.5 CE e SP in chiave prospettica

		contrazione ricavi 20%	Contrazione ricavi 7%	contrazione ricavi 0%
	31/12/19	31/12/20120	31/12/21	31/12/22
Ricavi netti di vendita	108.890.319	87.112.255	101.267.997	108.890.319,00
costi di acquisto di materie (variazione rimanenze di materie)	80.185.119 -20.140.284	36.083.303,55 10.070.142,00	68.157.351 -8.000.000	72.166.607 -8.000.000
(variazione rimanenze di servizi in corso)				
Costi variabili per servizi	13.727.080	10.981.664,00	10.981.664	13.727.080
Costi variabili per il personale	1.547.687	1.547.687	1.547.687	1.547.687
Costi variabili	75.319.602	58.682.797	72.686.702	79.441.374
Margine di contribuzione lordo	33.570.717	28.429.459	28.581.295	29.448.945
Costi fissi diretti per servizi				
Costi fissi diretti per il personale	22.652.949	18.122.359	18.122.359	18.122.359
Ammortamenti specifici	4.724.296	4.724.296	4.724.296	4.724.296
accantonamenti specifici	707.361	707.361	707.361	707.361



(incrementi di immobilizzazioni) Costi fissi diretti	28.084.606	28.084.606	28.084.606	28.084.606
Margine di contribuzione netto	5.486.111	344.853	496.689	1.364.339
Costi fissi indiretti per servizi Costi fissi indiretti per il personale Ammortamenti generici accantonamenti generici (incrementi di immobilizzazioni) Costi fissi indiretti	0			
Reddito operativo della gestione caratteristica	5.486.111	344.853	496.689	1.364.339
Ricavi della gestione extra caratteristica	-			
Costi della gestione extra caratteristica	-			
Reddito operativo della gestione extra caratteristica	-			
Reddito operativo della gestione complessiva	5.486.111	344.852,65	496.689	1.364.339
Oneri finanziari netti	-582.532	-571.113,1	-1.010.275	-1.002.532
Reddito ordinario (o corrente)	4.903.579	-226.260	-513.587	361.807
Proventi straordinari (oneri straordinari)	- 0			
Reddito straordinario	4.903.579	-226.260	-513.586,67	361.807
Reddito globale lordo	4.903.579	-226.260	-513.586,67	361.807
(imposte sul reddito)	-1.149.636	-54.303		86.834
<b>Reddito d'esercizio</b>	<b>3.753.943</b>	<b>-171.958</b>	<b>-513.587</b>	<b>274.973</b>

STATO PATRIMONIALE IN CHIAVE PROSPETTICA

	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22
<b>ATTIVO CORRENTE</b>				
Denaro e valori in cassa	1.301	1.301	1.301	1.301
altre disponibilità liquide	768.813	1.188.895	1.188.895	1.140.720
liquidità immediate	770.114	1.190.196	1.190.196	1.142.021
crediti verso clienti	27.527.305	30.280.036	25.600.394	20.645.479
altri crediti a breve	4.323.911	4.000.000	4.000.000	4.000.000
liquidità differite	31.851.216	34.280.036	29.600.394	24.645.479
attività finanziarie a breve	0			
rimanenze	61.406.080	51.335.938	59.335.938	67.335.938
altre attività a breve	652.772	652.772	652.772	652.772
realizzabilità	62.058.852	51.988.710	59.988.710	67.988.710
<b>capitale corrente</b>	<b>94.680.182</b>	<b>87.458.942</b>	<b>90.779.300</b>	<b>93.776.210</b>
<b>ATTIVO FISSO</b>				
valore beni	6.098.998	18.098.998	17.194.048	16.334.346
fondi ammortamento	0			
imm. Immateriali	6.098.998	18.098.998	17.194.048	16.334.346
valori beni	24.252.937	24.252.937	23.040.290	21.888.276
fondi. Ammortamento	0			
imm. Materiali	24.252.937	24.252.937	23.040.290	21.888.276
imm. Finanziarie	3.436.742	3.436.742	3.436.742	3.436.742
<b>capitale fisso</b>	<b>33.788.677</b>	<b>45.788.677</b>	<b>43.671.080</b>	<b>41.659.363</b>
capitale investito	128.468.859	133.247.619	134.450.380	135.435.573

	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22
<b>PASSIVITA CORRENTI</b>				
debiti finanziari a breve	38.237.112	42.060.823	39.575.411	38.237.112
debiti commerciali	46.178.637	36.942.910	42.946.132	46.178.637
altre passività a breve	216.960	216.960	216.960	216.960
<b>passività correnti</b>	<b>84.632.709</b>	<b>79.220.693</b>	<b>82.738.503</b>	<b>84.632.709</b>
debiti finanziari a lungo	11.594.591	23.594.591	22.414.861	21.294.118
fondi per rischi e oneri	1.216.234	1.058.124	85.708.010	74.565.969
tfr	3.238.705	2.817.673	2.451.376	2.132.697
altre passività a lungo				
<b>passività fisse</b>	<b>16.049.530</b>	<b>26.412.264</b>	<b>24.866.237</b>	<b>23.426.815</b>
capitale di terzi	100.682.239	105.632.957	107.604.741	108.059.524
risultato di bilancio	3.753.943	-171.958	-513.587	274.973
capitale sociale	2.218.368	2.218.368	2.218.368	2.218.368
riserve	21.814.309	25.568.252	25.396.294	24.882.707
capitale netto	27.786.620	27.614.662	27.101.075	27.376.049
capitale di finanziamento	128.468.859	133.247.619	134.705.816	135.435.573

Lo scenario prospettico preso in considerazione per l'azienda A tiene in considerazione della situazione economica in cui si trova l'economia internazionale a seguito dell'emergenza Covid.

Occorre fare una premessa, particolarmente rilevante ai fini di cogliere le assunzioni poste in essere nella seguente analisi di stress.

L'azienda A, nei primi mesi del 2020 ha emesso il suo primo mini-bond in occasione del compimento del 110 anniversario.

Il prestito obbligazionario è stato sottoscritto da 12 investitori istituzionali, tra cui Veneto Sviluppo, e consiste in 12 obbligazioni dal valore nominale di 100.000 euro, remunerate al tasso trimestrale del 3,50%. Tali cedole verranno remunerate a partire dal 2021, quindi per l'esercizio in corso gli oneri finanziari non vengono aggravati dal carico esercitato dal pagamento delle cedole del prestito obbligazionario.

Secondo aspetto da ricordare, è la messa in atto da parte dell'azienda nel corso del 2019 di un'operazione di pre-buy, già prima menzionata, che manifesterà i suoi effetti nei futuri bilanci d'esercizio.

Le assunzioni poste in essere per la redazione di tale stress test si basano sulle comunicazioni opportunamente fornite dall'azienda stessa attraverso la relazione agli investitori.

Se prima della diffusione del Covid19 le previsioni erano prettamente ottimistiche, con la diffusione del virus sono state comunicate rilevanti variazioni sui ricavi prospettici che l'azienda conta di realizzare.

Per il 2020 è stata infatti assunta una riduzione dei ricavi su base semestrale del 10%, ciò naturalmente determina una contrazione dei ricavi del 20% su base annuale.

Per il 2021 la situazione, nonostante in leggero miglioramento sul piano delle aspettative, ha indotto comunque l'azienda a stimare una riduzione dei ricavi del 7% su base annua rispetto ai ricavi realizzati nel 2019.

Infine, per il 2022, l'azienda ha ipotizzato un ritorno alle condizioni iniziali, stimando ricavi per lo stesso ammontare del 2019.

A seguito della previsione dei dati stimati dall'azienda, la realizzazione di uno stress test è stata condotta esclusivamente su uno scenario "worst case" per i successivi tre anni, essendo difficile ipotizzare comunque uno scenario "best case".

Veloci conclusioni che possono essere stilate dopo una semplice analisi delle previsioni dell'azienda, fanno emergere la necessità di impiegare ben tre anni per superare il momento di rallentamento economico indotto dal Covid19.

Nell'analisi sopra riportata, è stata riportata la variazione dei ricavi derivanti dalle stime poste in essere dall'azienda. Ad una variazione dei ricavi, dovrebbe in linea teorica seguire una diminuzione proporzionale dei costi di materie prime; ma proprio per aver messo in atto un'operazione di pre-buy che ha generato un incremento sostanziale delle rimanenze di materie

prime, sicuramente l'azienda preferirà nel limite del possibile attingere alle rimanenze di materie prime, così da limitare l'assorbimento di risorse derivante del capitale circolante.

La diminuzione dei ricavi stimata genera a livello di conto economico una contrazione del risultato di esercizio, e in una condizione economica normale anche una riduzione dei crediti commerciali.

Per l'anno 2020 però, volutamente, è stato predisposto un aumento dei crediti commerciali. Nonostante apparentemente non sia coerente con una contrazione dei ricavi dell'anno 2020, tenendo in considerazione del momento catastrofico che sta affrontando l'economia, sembra ragionevole auspicare ad un ritardo nei pagamenti da parte dei creditori, che presumibilmente giustificheranno il loro ritardo con la crisi che ci ha colpito, approfittandosi anche della posticipazione dell'entrata in vigore del codice della crisi e dell'insolvenza.

La riduzione dei flussi reddituali e la dilazione dei tempi di incasso dei crediti commerciali, si traduce in una riduzione dei flussi di cassa, che determinerà un incremento dell'esposizione bancaria a breve termine ed un conseguente aumento degli oneri finanziari.

Nel nostro caso specifico, l'azienda, ha informato gli stakeholders di essersi avvalsa dell'opzione di standstill per il 50% dei debiti finanziari a medio lungo termine.

Sostanzialmente, l'azienda ha concordato con gli istituti di credito la sospensione dei pagamenti della quota interessi per il 50% dei debiti a ML termine, rimando in essere invece il pagamento delle quote capitali.

Si tratta di una misura provvisoria, atta a contrastare il periodo di crisi.

Nel caso in questione, ci troviamo una situazione relativamente complessa, poiché assistiamo ad un aumento delle passività correnti ma anche ad un aumento delle passività fisse scaturito dall'emissione del mini-bond prima citato.

Il peggioramento del risultato di esercizio, anche se influenzato positivamente dal ridotto carico fiscale, influisce sulla riduzione di patrimonio netto.

Nel caso in questione, la perdita realizzata negli anni presi a riferimento, non desta preoccupazione, essendo l'azienda dotata di riserve ampiamente sufficienti a colmare le perdite realizzate.

## 3.2 Azienda B

La seconda azienda presa in analisi, opera in un settore completamente differente rispetto alla prima, opera nel campo della zincatura a caldo.

### 3.2.1 Conto Economico riclassificato

Di seguito i bilanci opportunamente riclassificati, i relativi indicatori reddituali finanziari e patrimoniali.

#### CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A MARGINI DI CONTRIBUZIONE

	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
<b>Ricavi netti di vendita</b>	12.135.180	12.358.847	11.885.511	11.826.565
costi di acquisto di materie	4.009.517	4.554.514	4.831.731	4.241.101
(variazione rimanenze di materie)	-96.844	-60.069	23.012	-175.193
(variazione rimanenze di servizi in corso)				
Costi variabili per servizi	3.197.402	2.819.363	2.827.968	2.826.873
Costi variabili per il personale	143.803	164.677	209.621	258.984
<b>Costi variabili</b>	<b>7.253.878</b>	<b>7.478.485</b>	<b>7.892.332</b>	<b>7.151.765</b>
<b>Margine di contribuzione lordo</b>	<b>4.881.302</b>	<b>4.880.362</b>	<b>3.993.179</b>	<b>4.674.800</b>
Costi fissi diretti per servizi				
Costi fissi diretti per il personale	4.057.039	3.941.291	3.877.129	3.982.563
Ammortamenti specifici	498.070	439.031	462.387	505.859
accantonamenti specifici	53.000	18.000	61.396	16.400
(incrementi di immobilizzazioni)				
<b>Costi fissi diretti</b>	<b>4.608.109</b>	<b>4.398.322</b>	<b>4.400.912</b>	<b>4.504.822</b>
<b>Margine di contribuzione netto</b>	<b>273.193</b>	<b>482.040</b>	<b>-407.733</b>	<b>169.978</b>
Costi fissi indiretti per servizi				
Costi fissi indiretti per il personale				
Ammortamenti generici				
accantonamenti generici				
(incrementi di immobilizzazioni)				
<b>Costi fissi indiretti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<b>Reddito operativo della gestione caratteristica</b>	273.193	482.040	-407.733	169.978
Ricavi della gestione extracaratteristica	0	0	0	0
Costi della gestione extracaratteristica	0	0	0	0
<b>Reddito operativo della gestione extracaratteristica</b>	0	0	0	0
<b>Reddito operativo della gestione complessiva</b>	273.193	482.040	-407.733	169.978
Oneri finanziari netti	-43.299	-39.139	-42.811	-39.245
<b>Reddito ordinario (o corrente)</b>	229.894	442.901	-450.544	130.733
Proventi straordinari	0	0	0	0
(oneri straordinari)	0	0	0	0
<b>Reddito straordinario</b>	229.894	442.901	-450.544	130.733
<b>Reddito globale lordo</b>	229.894	442.901	-450.544	130.733
(imposte sul reddito)	-88.012	-159.491	84.436	-88.147
<b>Reddito d'esercizio</b>	141.882	283.410	-366.108	42.586
<b>controllo</b>	0	0	0	0

Un primo sguardo al Ce riclassificato fa emergere una certa variabilità sull'andamento del risultato di esercizio. Nel 2016 realizza poco più di 40.000 euro, mentre nel 2017 realizza una perdita consistente nonostante i ricavi di vendita siano in linea con i ricavi realizzati l'anno precedente. Andando a ricostruirci il percorso per la formazione del reddito di esercizio, notiamo che il Margine di Contribuzione Lordo è inferiore rispetto a quello del precedente esercizio, a causa di costi variabili maggiori e di una riduzione delle rimanenze. La riduzione del margine di contribuzione lordo per le ragioni esposte, subendo poi l'imputazione dei costi fissi diretti porta ad un margine di contribuzione netto già negativo.

Nonostante la realizzazione di tali perdite per il 2018 la società realizza un risultato di esercizio positivo, dovuto certamente all'aumento dei ricavi di vendita ma anche all'adozione di una politica di contenimento dei costi di variabili, sia in termini di riduzione dei costi variabili dei servizi sia dei costi variabili per il personale.

Nel 2019, nonostante il risultato realizzato sia positivo, è presente comunque una riduzione rispetto al precedente esercizio. Tale riduzione è scaturita da una contrazione (seppur leggera) dei ricavi di vendita, e un aumento significativo dei costi dei costi fissi, che nonostante la parità dei MOL degli ultimi due esercizi, nel 2019 determinano una riduzione del margine di contribuzione netto.

### 3.2.2 Stato Patrimoniale riclassificato

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO, CRITERIO FINANZIARIO A LIQUIDITA'				
DECRESCENTE				
	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
<b>IMPIEGHI</b>				
<b>Capitale fisso</b>				
<i>Immobilizzazioni materiali</i>				
Terreni e fabbricati	2.048.491	2.219.678	2.406.121	2.600.345
Impianti e macchinari	1.765.554	1.319.087	1.338.783	1.296.950
Attrezzature ed altri beni	207.517	188.764	200.630	211.652
Immobilizzazioni in corso	0	0	0	0
Acconti per forniture di dotazioni strumentali				
Scorte di materie prime non impiegabili a breve				
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>				
beni immateriali	4.943	230	668	7.878
oneri pluriennali	0	0	0	0
avviamento				
immobilizzazioni in corso				
acconti per acquisto beni immateriali				
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>				
Partecipazioni immobilizzate	80.000	80.000	80.000	80.000
Altri titoli immobilizzati	0	0	0	0
Azioni sociali immobilizzate				
Crediti di finanziamento non a breve	30.000	270.000	240.000	210.000
Crediti di regolamento non a breve	0	0		0
totale	4.136.505	4.077.759	4.266.202	4.406.825
<b>Capitale circolante</b>				
	5.720.628	5.700.412	5.634.458	5.458.993
<i>Disponibilità non liquide</i>				
Scorte	1.518.242	1.442.881	1.275.517	1.492.808
Acconti per forniture				
Risconti attivi	0	0	0	0
<i>Liquidità differite</i>				
Crediti di finanziamento a breve	256.110	278.474	414.173	334.486
Crediti di regolamento a breve	3.849.375	3.613.562	3.517.353	3.351.050
Quote in scadenza di crediti di finanziamento non a breve				
Quote in scadenza di crediti di regolamento non a breve				
titoli agevolmente negoziabili	0	0	0	0
Fatture da emettere				
Ratei attivi	10.153	3.551	34.354	11.413
Partite attive da liquidare				
<i>Liquidità immediate</i>				
Consistenza di cassa	190	5.686	1.192	541



Disponibilità su c/c bancari e postali	96.711	359.809	426.223	280.108
totale	5.730.781	5.703.963	5.668.812	5.470.406
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>9.867.286</b>	<b>9.781.722</b>	<b>9.935.014</b>	<b>9.877.231</b>
<b>FONTI</b>				
<b>fonti non correnti</b>				
<i>Fonti senza vincolo di estinzione</i>				
capitale sociale	1.807.750	1.807.750	1.807.750	1.807.750
riserve di capitale	2.008.931	1.725.522	2.091.632	2.049.044
riserve di utili				
utili portati a nuovo	0	0	0	0
utile d'esercizio	141.882	283.410	-366.108	42.586
<i>Fonti a medio-lungo ciclo di utilizzo</i>				
Fondo TFR e simili	243.544	291.695	285.950	309.041
Fondi rischi ed oneri a medio lungo	30.000	270.000	240.000	210.000
<i>Fonti a medio-lungo ciclo di estinzione</i>				
Debiti di finanziamento a medio-lungo	394.573	551.882	484.308	369.961
debiti di regolamento a medio-lungo	0	0		0
totale	4.626.680	4.930.259	4.543.532	4.788.382
<b>fonti correnti</b>				
<i>Fonti a breve ciclo di estinzione</i>				
Debiti di finanziamento a breve	3.930.215	3.579.390	4.052.456	3.626.673
Debiti di regolamento a breve	1.299.204	1.272.073	1.339.026	1.462.176
Quote in scadenza di debiti di regolamento a M/L				
Quote in scadenza di debiti di finanziamento a M/L				
Quote in scadenza per il TFR				
Fatture da ricevere				
Partite passive da liquidare				
Ratei passivi	11.187	0	0	0
risconti passivi	0	0	0	0
dividendi				
<i>Fonti a breve ciclo di utilizzo</i>				
Debiti di finanziamento per elasticità di cassa				
Quote di utilizzo a breve fondi rischi				
totale	5.240.606	4.851.463	5.391.482	5.088.849
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>9.867.286</b>	<b>9.781.722</b>	<b>9.935.014</b>	<b>9.877.231</b>
controllo	0	0	0	0

### 3.2.3 Indicatori Economici

<b>INDICATORI ECONOMICI</b>				
<b>Analisi di redditività</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Valore della produzione (PDZ)	10.884.157	11.321.153	11.129.032	11.159.126
Reddito Operativo	273.193	482.040	-407.733	169.978
RN-RO	-131.311	-198.630	41.625	-127.392
Reddito Netto	141.882	283.410	-366.108	42.586
Capitale Proprio (N)	3.958.563	3.816.682	3.533.274	3.899.380
Passività correnti (p)	5.240.606	4.851.463	5.391.482	5.088.849
Capitale investito (K)	9.867.286	9.781.722	9.935.014	9.877.231
ROI (RO/K)	3%	5%	-4%	2%
ROE (RN/N)	4%	7%	-10%	1%
<b>ROI= R.Op/Val.Prod x Val.Prod/Cap.Inv. (%)</b>				
RO/PDZ	3%	4%	-4%	2%
PDZ/K	110%	116%	112%	113%
ROI	3%	5%	-4%	2%
<b>ROE = RN/N= RO/K*K/N*RN/RO</b>				
RO/K	3%	5%	-4%	2%
K/N	249%	256%	281%	253%
RN/RO	52%	59%	90%	25%
ROE	4%	7%	-10%	1%
<b>ROE= [ROI+ (ROI-i)* (p corr+p cons)/N]*(1-t)</b>				
ROI	3%	5%	-4%	2%
i= OF/(K-N)	2%	3%	-1%	2%
ROI-i	1%	2%	-3%	0%
(p corr+p cons)/N	1,04	1,07	1,21	1,13
ROE	3%	7%	-8%	1%

Per quanto concerne gli indicatori di redditività dell'azienda B, dallo schema sopra riportato il primo dato che risalta è il ROI dell'azienda nell'anno in cui ha realizzato la perdita.

Anche il ROI, proprio come il risultato d'esercizio mostra un andamento altalenante, assestandosi infine al 3% nell'ultimo esercizio. L'effetto della riduzione del ROI è determinato in primis dalla contrazione del risultato operativo (posto al numeratore), ed in secondo luogo dall'aumento del capitale investito (K) posto al denominatore.

Naturalmente per compiere una valutazione di tale indice è necessario ponderare l'entità del l'indice ottenuto con il costo del capitale, ovvero con il costo medio del denaro. Se il ROI è inferiore al tasso medio di interesse sui prestiti, la remunerazione del capitale di terzi comporterebbe una riduzione del Return on Equity (ROE), venendosi a determinare un leva finanziaria negativa. Al contrario se il ROI è superiore al tasso medio di interesse sui prestiti aumentare il livello di indebitamento dell'azienda per investire nell'attività produttiva porterebbe ad un miglioramento dei risultati con conseguente aumento dei profitti.

Una precisazione rilevante a proposito di tale argomento. Mentre per l'azienda A l'approssimazione del tasso di interesse sul capitale preso a prestito è stata compiuta ponendo al numeratore gli effettivi oneri finanziari indicati in conto economico, e al denominatore la differenza tra capitale investito e capitale proprio, in questo secondo caso applicativo (azienda B), l'approssimazione del tasso di interesse è stata compiuta stimando che gli oneri finanziari siano pari alla differenza tra RN e RO e rapportandoli alla differenza tra capitale investito e capitale proprio. Premesso ciò, è indubbio ritenere che la prima modalità di calcolo del tasso di interesse sia la più consona.

In questo caso, comunque il ROI dell'azienda risulta superiore al costo medio del capitale di due punti percentuali, ma un eventuale aumento del debito andrebbe a peggiorare quello che è il livello di indebitamento. Il livello di indebitamento calcolato come capitale investito (K) su capitale proprio (N) risulta di 2,493. In altre parole il capitale investito risulta essere più del doppio del capitale proprio. Un eventuale aumento del livello di indebitamento dell'azienda andrebbe sicuramente a compromettere il livello di rating creditizio dell'azienda.

### 3.2.4 Indicatori Finanziari e Patrimoniali

INDICATORI FINANZIARI				
<i>Indicatori di struttura finanziaria e patrimoniale</i>				
<b>composizione dei finanziamenti</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Peso delle passività consolidate: $\pi/K$	0,469	0,504	0,457	0,485
Peso delle passività correnti: $p/K$	0,531	0,496	0,543	0,515
Peso del capitale di terzi: (passività corr+pass cons)/K	0,599	0,610	0,644	0,605
Peso del capitale permanente: (cap proprio+pass cons)/K	0,419	0,417	0,429	0,446
Peso del capitale proprio: Patrimonio Netto / Capitale Inv. Fisso (%)	96%	94%	83%	88%
<b>Composizione degli investimenti</b>				
Peso del capitale immobilizzato (rigidità) cap immob/K	0,42	0,42	0,43	0,45
Peso del capitale circolante (elasticità) cap circol/K	0,58	0,58	0,57	0,55
Liquidità degli investimenti $li+ld /K$	0,43	0,44	0,44	0,40
<b>Indipendenza finanziaria</b>				
Indipendenza finanziaria: $N/K$	0,401	0,390	0,356	0,395
Indipendenza finanziaria: $N/(p+\pi)$	0,957	0,936	0,828	0,885
indebitamento: $K/N$	2,493	2,563	2,812	2,533
leverage $(\pi+p)/N$	1,045	1,068	1,207	1,130
<b>solidità patrimoniale</b>				
Solidità del patrimonio: $N/n$	2,190	2,111	1,955	2,157
<b>Indicatori di situazione finanziaria</b>				
<b>Quozienti e relativi margini</b>				
Margine di struttura primario (Cap proprio-C immobilizzato)	-177.942	-261.077	-732.928	-507.445

Quoziente di copertura delle immobilizzazioni	0,96	0,94	0,83	0,88
Margine di tesoreria II (liq. Immed+liq. Diff)-passività a breve	- 1.028.067	-590.381	-998.187	- 1.111.251
Quoziente di liquidità	0,80	0,88	0,81	0,78
CCN =(li+Ld+Rim)-Passività a breve	490.175	852.500	277.330	381.557
quoziente di disponibilità	1,09	1,18	1,05	1,07
Margine di struttura II (Cap proprio+ pass cons-pass breve)	-613.926	78.796	-847.950	-300.467
Quoziente di copertura delle immobilizzazioni	0,88	1,02	0,84	0,94
Margine di tesoreria I liq. Immed-passività a breve	- 5.143.705	- 4.485.968	- 4.964.067	- 4.808.200
Quoziente di liquidità	0,02	0,08	0,08	0,06
<b>indicatori di ciclo</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Indice di rotazione del cap investito V/K	1,10	1,16	1,12	1,13
Indice di rotazione del CCL = V/CCL	1,90	1,98	1,96	2,04
Indice di rotazione del CCN = V/CCN	22,20	13,28	40,13	29,25
<b>Ciclo monetario</b>				
giacenza media deb vs fornitori (-)	-66	-63	-64	-76
giacenza media rimanenze finali (+)	114,84	94,81	87,97	0,00
giacenza media dei crediti (+)	121,28	116,40	114,36	107,27

Di seguito verrà riportato il rendiconto finanziario dell'azienda B anno 2019.

Verranno considerate delle assunzioni:

- contrazione degli utili
- effetto della contrazione degli utili in termini di flussi di cassa della gestione operativa
- verifica della sostenibilità del debito
- assunzione di rientro graduale della posizione debitoria
- individuazione dei flussi di cassa liberi a disposizione del debito
- tentativo di calcolo del DSCR avvalendosi del secondo approccio predisposto dal CNDCEC

- andamento del DSCR nell'ipotesi di una graduale riduzione dei flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento.

Come già precedentemente anticipato il tentativo di calcolo del DSCR a consuntivo (ad esempio sui flussi di cassa realizzati dall'azienda nel corso 2019) sarebbe pressochè inutile.

Nel caso specifico in questione, ci troviamo nella situazione in cui a fronte di un grosso investimento in immobilizzazioni materiali compiuto dall'azienda il flusso finanziario derivante dall'attività di investimento assume il valore di -556.816, nonostante in contemporanea all'investimento in immobilizzazioni immateriali abbia realizzato anche un disinvestimento di immobilizzazioni finanziari che ha comportato un'entrata in termine di flusso di cassa di + 270.000.

In termini di flussi finanziari dell'attività di finanziamento, l'azienda ha generato comunque un flusso finanziario dell'attività di finanziamento positivo, nonostante un rimborso di finanziamenti dell'ammontare di 718.221. il risultato positivo emerge perche l'azienda in contemporanea al grosso rimborso di finanziamenti ha acceso finanziamenti ( quindi entrata con segno positivo ) per 200.000 e incrementato debiti a breve verso banche per più di 600.000.

### 3.2.5 Rendiconto Finanziario in chiave prospettica

RENDICONTO FINANZIARIO, METODO INDIRETTO	2019	2020	2021	2022
Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa				
utile o perdita d'esercizio	141.882	127.694	134.788	141.882
imposte sul reddito	88.012	79.211	83.611	88.012
interessi passivi (attivi)	43.299	38.969	35.072	31.565
utile o perdita d'esercizio prima d'imposte sul reddito e interessi	273.193	245.874	253.471	261.459
ret. per elem. non monet.che non hanno avuto contr. CCN		0	0	0

		0	0	0
accantonamento ai fondi	30.000	27.000	28.500	30.000
ammortamenti delle immobilizzazioni	498.070	498.070	498.070	498.070
totale rettifiche per elementi non monetari	528.070	525.070	526.570	528.070
		0	0	0
flusso finanziario prima delle variazioni del CCN	801.263	770.944	780.041	789.529
variazioni del CCN		0	0	0
(decremento)/ incremento delle rimanenze (decremento/incremento) dei crediti verso clienti	-75.361	-67.825	-71.593	-75.361
incremento/decremento dei debiti verso fornitori	-5.934	-5.341	-5.637	-5.934
decremento/incremento dei ratei e risconti attivi	27.131	24.418	25.774	27.131
incremento/(decremento) dei ratei e risconti passivi	-6.602	-5.942	-6.272	-6.602
	11.187	10.068	10.628	11.187
			-	-
altri decrementi/ incrementi del CCN	-148.760	-133.884	141.322	148.760
			-	-
totale variazioni del CCN	-198.339	-178.505	188.422	198.339
flusso finanziario dopo le variazioni del CCN	602.924	592.439	572.778	602.924
altre rettifiche		0	0	0
interessi incassati/ pagati	-43.299	-38.969	-35.072	-31.565
imposte sul reddito pagate	-88.012	-79.211	-83.611	-88.012
			-	-
utilizzo dei fondi	-270.000	-243.000	256.500	270.000
altri incassi/ pagamenti	-48.152	-43.337	-45.744	-48.152
			-	-
totale altre rettifiche	-449.463	-404.517	420.928	437.729
<b>flusso finanziario dell'attività operativa (A)</b>	<b>153.461</b>	<b>187.922</b>	<b>151.850</b>	<b>165.195</b>
<b>B) flussi finanziari derivati dall'attività di investimento</b>				
immobilizzazioni materiali				
(investimenti)	-787.386	0	0	
disinvestimenti	241	241	1.000	1.000
immobilizzazioni immateriali				
(investimenti)	-9.761	0	0	0
immobilizzazioni finanziarie				
investimenti	30.000	0	0	0
disinvestimenti	270.000	0	0	0
<b>flusso finanziario dell'attività di investimento (B)</b>	<b>-556.816</b>	<b>241</b>	<b>1.000</b>	<b>1.000</b>
<b>flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento</b>				
mezzi di terzi				

incremento/(decremento) debiti a breve verso banche	652.982	-400.000	-	-
accensioni finanziamenti	200.000	50.000	50.000	50.000
(rimborso finanziamenti)	-718.221	-350.000	300.000	200.000
flusso finanziario dell'attività di finanziamento (C)	134.761	-700.000	350.000	250.000
incremento/ decremento delle disponibilità liquide	-268.594	-6.901	-40.000	-200
disponibilità liquide a inizio esercizio				
depositi bancari e postali	359.809	96.711	90.000	50.000
assegni	4.179	0	0	0
denaro e valori in cassa	1.507	190	200	200
totale disponibilità liquide a inizio esercizio	365.495	96.901	90.200	50.200
disponibilità liquide a fine esercizio				
depositi bancari e postali	96.711	90.000	50.000	50.000
assegni				
denaro e valori in cassa	190	200	200	0
totale disponibilità liquide a fine esercizio (D)	96.901	90.200	50.200	50.000

### 3.2.6 Tentativo di calcolo del DSCR

A. Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa non comprensivi degli OF	187.922
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento	241
C. flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento comprensivi degli oneri finanziari	-700.000
D. Disponibilità liquide utilizzabili	90.200
DSCR 2020 (A+B+D) / C	0,40



A. Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa non comprensivi degli OF	151.850
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento	1.000
C. flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento comprensivi degli oneri finanziari	-314.928
D. Disponibilità liquide utilizzabili	50.200
DSCR 2021 ( A+B+D)/C	0,64

A. Flussi finanziari derivanti dall'attività operativa non comprensivi degli OF	165.195
B. Flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento	1.000
C. Flussi finanziari derivanti dall'attività di finanziamento comprensivi degli oneri finanziari	-281.565
D. Disponibilità liquide utilizzabili	50.000
DSCR 2022 (A+B+D)/C	0,77

### 3.3 Azienda C

#### 3.3.1 Conto Economico riclassificato

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A MARGINI DI CONTRIBUZIONE				
	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16
<b>Ricavi netti di vendita</b>	518.916	543.569	527.835	555.235
costi di acquisto di materie	2.861	2.133	5.205	2.499
(variazione rimanenze di materie)	0	0	0	0

(variazione rimanenze di servizi in corso)				
Costi variabili per servizi	366.358	355.248	368.635	450.407
Costi variabili per il personale	7.432	11.550	12.348	13.612
<b>Costi variabili</b>	<b>376.651</b>	<b>368.931</b>	<b>386.188</b>	<b>466.518</b>
<b>Margine di contribuzione lordo</b>	<b>142.265</b>	<b>174.638</b>	<b>141.647</b>	<b>88.717</b>
Costi fissi diretti per servizi				
Costi fissi diretti per il personale	106.607	135.315	154.296	160.022
Ammortamenti specifici	1.713	1.643	1.643	2.188
accantonamenti specifici	0	0	0	0
(incrementi di immobilizzazioni)				
<b>Costi fissi diretti</b>	<b>108.320</b>	<b>136.958</b>	<b>155.939</b>	<b>162.210</b>
<b>Margine di contribuzione netto</b>	<b>33.945</b>	<b>37.680</b>	<b>-14.292</b>	<b>-73.493</b>
Costi fissi indiretti per servizi				
Costi fissi indiretti per il personale				
Ammortamenti generici				
accantonamenti generici				
(incrementi di immobilizzazioni)				
<b>Costi fissi indiretti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Reddito operativo della gestione caratteristica</b>	<b>33.945</b>	<b>37.680</b>	<b>-14.292</b>	<b>-73.493</b>
Ricavi della gestione extracaratteristica	0	0	0	0
Costi della gestione extracaratteristica	0	0	0	0
<b>Reddito operativo della gestione extracaratteristica</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Reddito operativo della gestione complessiva</b>	<b>33.945</b>	<b>37.680</b>	<b>-14.292</b>	<b>-73.493</b>
Oneri finanziari netti	1.035	1.093	1.133	1.569
<b>Reddito ordinario (o corrente)</b>	<b>34.980</b>	<b>38.773</b>	<b>-13.159</b>	<b>-71.924</b>
Proventi straordinari	0	0	0	0
(oneri straordinari)	0	0	0	0
<b>Reddito straordinario</b>	<b>34.980</b>	<b>38.773</b>	<b>-13.159</b>	<b>-71.924</b>
<b>Reddito globale lordo</b>	<b>34.980</b>	<b>38.773</b>	<b>-13.159</b>	<b>-71.924</b>
(imposte sul reddito)	6.276	6.527	1.739	0
<b>Reddito d'esercizio</b>	<b>41.256</b>	<b>45.300</b>	<b>-11.420</b>	<b>-71.924</b>



titoli agevolmente negoziabili				
Fatture da emettere				
Ratei attivi	4.488	3.411	4.992	5.407
Partite attive da liquidare				
<i>Liquidità immediate</i>				
Consistenza di cassa				
Disponibilità su c/c bancari e postali	479.387	651.327	544.034	612.825
totale				
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>808.742</b>	<b>943.637</b>	<b>845.175</b>	<b>1.005.462</b>
<b>FONTI</b>				
<b>fonti non correnti</b>				
<i>Fonti senza vincolo di estinzione</i>				
capitale sociale	20.000	20.000	20.000	20.000
riserve di capitale	4.928	3.315	3.315	3.313
riserve di utili				
utili portati a nuovo	15.736	-14.898		31.817
utile d'esercizio	24.704	32.246	-14.898	-71.924
<i>Fonti a medio-lungo ciclo di utilizzo</i>				
Fondo TFR e simili	80.828	76.269	121.941	112.178
Fondi rischi ed oneri a medio lungo				
<i>Fonti a medio-lungo ciclo di estinzione</i>				
Debiti di finanziamento a medio-lungo	662.546	826.705	714.817	900.103
debiti di regolamento a medio-lungo				
totale				
	808.742	943.637	845.175	995.487
<b>fonti correnti</b>				
<i>Fonti a breve ciclo di estinzione</i>				
Debiti di finanziamento a breve				
Debiti di regolamento a breve				
Quote in scadenza di debiti di regolamento a M/L				
Quote in scadenza di debiti di finanziamento a M/L				
Quote in scadenza per il TFR				
Fatture da ricevere				
Partite passive da liquidare				
Ratei passivi				9.975
risconti passivi				
dividendi				
<i>Fonti a breve ciclo di utilizzo</i>				

Debiti di finanziamento per elasticità di cassa				
Quote di utilizzo a breve fondi rischi				
totale				
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>808.742</b>	<b>943.637</b>	<b>845.175</b>	<b>1.005.462</b>

### 3.3.3 Indicatori economici

<b>ANALISI PER INDICI E FLUSSI</b>				
<b>INDICATORI ECONOMICI</b>				
<b>Analisi di redditività</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Valore della produzione (PDZ)	515.094	536.471	527.499	543.564
Reddito Operativo	33.945	37.680	-14.292	-73.493
OF	1.035	1.093	1.133	1.569
Reddito Netto	41.256	45.300	-11.420	-71.924
Capitale Proprio (N)	65.368	40.663	8.417	-16.794
Passività correnti (p)	0	0	0	0
Capitale investito (K)	808.742	943.637	845.175	1.005.462
ROI (RO/K)	4%	4%	-2%	-7%
ROE (RN/N)	63%	111%	-136%	428%
<b>ROI= R.Op/Val.Prod x Val.Prod/Cap.Inv. (%)</b>				
RO/PDZ	7%	7%	-3%	-14%
PDZ/K	64%	57%	62%	54%
ROI	4%	4%	-2%	-7%
<b>ROE = RN/N= RO/K*K/N*RN/RO</b>				
RO/K	4%	4%	-2%	-7%
K/N	1237%	2321%	10041%	-5987%
RN/RO	122%	120%	80%	98%
ROE	63%	111%	-136%	428%
<b>ROE= [ROI+ (ROI-i)*(p corr+p cons)/N]*(1-t)</b>				
ROI	4%	4%	-2%	-7%
i= OF/(K-N)	0%	0%	0%	0%
ROI-i	4%	4%	-2%	-7%
(p corr+p cons)/N	0,11	0,20	1,17	-0,69
ROE	5%	5%	-4%	-2%
NB APPROSSIMAZIONE DI OF=RN-RO				

### 3.3.4 Indicatori finanziari e patrimoniali

ANALISI PER INDICI E FLUSSI				
INDICATORI FINANZIARI				
<b>Indicatori di struttura finanziaria e patrimoniale</b>				
<b>composizione dei finanziamenti</b>				
	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Peso delle passività consolidate: $\pi/K$	1,000	1,000	1,000	0,990
Peso delle passività correnti: $p/K$	0,000	0,000	0,000	0,000
Peso del capitale di terzi: (passività corr+pass cons)/K	0,919	0,957	0,990	1,007
Peso del capitale permanente: (cap proprio+pass cons)/K	0,009	0,009	0,012	0,011
Peso del capitale proprio: Patrimonio Netto / Capitale Inv. Fisso (%)	904%	494%	85%	-146%
<b>Composizione degli investimenti</b>				
	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Peso del capitale immobilizzato (rigidità) cap immob/K	0,01	0,01	0,01	0,01
Peso del capitale circolante (elasticità) cap circol/K	0,00	0,00	0,00	0,00
Liquidità degli investimenti li+ld /K	0,99	0,99	0,99	0,99
<b>Indipendenza finanziaria</b>				
	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Indipendenza finanziaria: $N/K$	0,081	0,043	0,010	-0,017
Indipendenza finanziaria: $N/(p+\pi)$	9,042	4,937	0,852	-1,458
indebitamento: $K/N$	12,372	23,206	100,413	-59,870
leverage $(\pi+p)/N$	0,111	0,203	1,174	-0,686
<b>solidità patrimoniale</b>				
	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Solidità del patrimonio: $N/n$	3,268	2,033	0,421	-0,840
<b>Indicatori di situazione finanziaria</b>				
	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
<b>Quozienti e relativi margini</b>				
Margine di struttura primario (Cap proprio-C immobilizzato)	58.139	32.426	-1.463	-28.316
Quoziente di copertura delle immobilizzazioni	9,04	4,94	0,85	-1,46
Margine di tesoreria II (liq. Immed+liq. Diff)-passività a breve	801.513	935.400	835.295	993.940
Margine di struttura II (Cap proprio+ pass cons-pass breve)	808.742	943.637	845.175	995.487
Margine di tesoreria I liq. Immed-passività a breve	479.387	651.327	544.034	612.825
<b>indicatori di ciclo</b>				
	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Indice di rotazione del cap investito $V/K$	0,64	0,57	0,62	0,54

<b>Ciclo monetario</b>				
giacenza media dei crediti (+)	207,0	191,0	198,0	252,0

### 3.4 Azienda D

#### 3.4.1 Conto Economico riclassificato

	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
<b>Ricavi netti di vendita</b>	1.577.606	1.681.094	1.690.827	1.660.902
costi di acquisto di materie (variazione rimanenze di materie)	0	125	52	125
(variazione rimanenze di servizi in corso)	0	0	0	0
Costi variabili per servizi	572.216	371.573	398.886	433.935
Costi variabili per il personale	125.737	101.499	111.237	101.278
<b>Costi variabili</b>	<b>697.953</b>	<b>473.197</b>	<b>510.175</b>	<b>535.338</b>
<b>Margine di contribuzione lordo</b>	<b>879.653</b>	<b>1.207.897</b>	<b>1.180.652</b>	<b>1.125.564</b>
Costi fissi diretti per servizi				
Costi fissi diretti per il personale	0	0	0	0
Ammortamenti specifici	537.081	531.827	523.680	521.339
accantonamenti specifici (incrementi di immobilizzazioni)	0	63	250	116
<b>Costi fissi diretti</b>	<b>537.081</b>	<b>531.890</b>	<b>523.930</b>	<b>521.455</b>
<b>Margine di contribuzione netto</b>	<b>342.572</b>	<b>676.007</b>	<b>656.722</b>	<b>604.109</b>
Costi fissi indiretti per servizi				
Costi fissi indiretti per il personale				
Ammortamenti generici				
accantonamenti generici (incrementi di immobilizzazioni)				
<b>Costi fissi indiretti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Reddito operativo della gestione caratteristica</b>	<b>342.572</b>	<b>676.007</b>	<b>656.722</b>	<b>604.109</b>
Ricavi della gestione extracaratteristica	0	0	0	0
Costi della gestione extracaratteristica	0	0	0	0
<b>Reddito operativo della gestione extracaratteristica</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Reddito operativo della gestione complessiva</b>	<b>342.572</b>	<b>676.007</b>	<b>656.722</b>	<b>604.109</b>
Oneri finanziari netti	1.894.999	-548	-768	-274
<b>Reddito ordinario (o corrente)</b>	<b>2.237.571</b>	<b>675.459</b>	<b>655.954</b>	<b>603.835</b>
Proventi straordinari	0	0	0	0
(oneri straordinari)	0	0	0	0
<b>Reddito straordinario</b>	<b>2.237.571</b>	<b>675.459</b>	<b>655.954</b>	<b>603.835</b>
<b>Reddito globale lordo</b>	<b>2.237.571</b>	<b>675.459</b>	<b>655.954</b>	<b>603.835</b>
(imposte sul reddito)	-160.968	-191.538	-215.399	-226.493
<b>Reddito d'esercizio</b>	<b>2.076.603</b>	<b>483.921</b>	<b>440.555</b>	<b>377.342</b>



controllo

-	-	-
---	---	---

### 3.4.2 Stato Patrimoniale riclassificato

**STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO, CRITERIO FINANZIARIO A LIQUIDITA'  
DECRESCENTE**

	31/12/19	31/12/18	31/12/17	31/12/16
<b>IMPIEGHI</b>				
<b>Capitale fisso</b>				
<i>Immobilizzazioni materiali</i>				
Terreni e fabbricati				
Impianti e macchinari				
Attrezzature ed altri beni				
Immobilizzazioni in corso				
Acconti per forniture di dotazioni strumentali				
Scorte di materie prime non impiegabili a breve				
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>				
beni immateriali				
oneri pluriennali				
avviamento				
immobilizzazioni in corso				
acconti per acquisto beni immateriali				
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>				
Partecipazioni immobilizzate				
Altri titoli immobilizzati				
Azioni sociali immobilizzate				
Crediti di finanziamento non a breve				
Crediti di regolamento non a breve				
totale	10.560.956	9.279.559	9.747.867	10.227.576
<b>Capitale circolante</b>	392.237	353.550	924.879	604.941
<i>Disponibilità non liquide</i>				
Scorte				
Acconti per forniture				
Risconti attivi				
<i>Liquidità differite</i>				
Crediti di finanziamento a breve	112.626	75.805	106.400	69.698
Crediti di regolamento a breve				
Quote in scadenza di crediti di finanziamento non a breve				
Quote in scadenza di crediti di regolamento non a breve				
titoli agevolmente negoziabili				
Fatture da emettere				

Ratei attivi	88.976	108.993	129.010	149.026
Partite attive da liquidare				
<i>Liquidità immediate</i>				
Consistenza di cassa				
Disponibilità su c/c bancari e postali				
totale	279.611	277.745	818.479	535.243
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>11.042.169</b>	<b>9.742.102</b>	<b>10.801.756</b>	<b>10.981.543</b>

#### FONTI

<b>fonti non correnti</b>				
<i>Fonti senza vincolo di estinzione</i>				
capitale sociale	50.000	50.000	50.000	50.000
riserve di rivalutazione	4.820.163	4.820.163	4.820.163	4.820.163
riserva legale	10.507	10.507	10.507	10.507
altre riserve	3.832.337	4.148.414	5.407.860	5.630.516
utile d'esercizio	2.076.603	483.921	440.555	377.342
<i>Fonti a medio-lungo ciclo di utilizzo</i>				
Fondo TFR e simili				
Fondi rischi ed oneri a medio lungo				
<i>Fonti a medio-lungo ciclo di estinzione</i>				
Debiti di finanziamento a medio-lungo				
debiti di regolamento a medio-lungo				
totale	10.789.610	9.513.005	10.729.085	10.888.528
<b>fonti correnti</b>				
<i>Fonti a breve ciclo di estinzione</i>				
Debiti di finanziamento a breve	252.559	215.351	52.976	74.072
Debiti di regolamento a breve				
Quote in scadenza di debiti di regolamento a M/L				
Quote in scadenza di debiti di finanziamento a M/L				
Quote in scadenza per il TFR				
Fatture da ricevere				
Partite passive da liquidare				
Ratei passivi		13.746	19.695	18.943
risconti passivi				
dividendi				
<i>Fonti a breve ciclo di utilizzo</i>				
Debiti di finanziamento per elasticità di cassa				
Quote di utilizzo a breve fondi rischi				
totale	252.559	229.097	72.671	93.015
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>11.042.169</b>	<b>9.742.102</b>	<b>10.801.756</b>	<b>10.981.543</b>

### 3.4.3 Indicatori economici

#### ANALISI PER INDICI E FLUSSI

##### INDICATORI ECONOMICI

<b>Analisi di redditività</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Valore della produzione (PDZ)	1.529.980	1.629.242	1.629.253	1.602.429
Reddito Operativo	342.572	676.007	656.722	604.109
OF	-1	-548	-769	-732
Reddito Netto	2.076.603	483.921	440.555	377.342
Capitale Proprio (N)	10.789.610	9.513.005	10.729.085	10.888.528
Passività correnti (p)	252.559	229.097	72.671	93.015
Capitale investito (K)	11.042.169	9.742.102	10.801.756	10.981.543
ROI (RO/K)	3%	7%	6%	6%
ROE (RN/N)	19%	5%	4%	3%
<b>ROI= R.Op/Val.Prod x Val.Prod/Cap.Inv. (%)</b>				
RO/PDZ	22%	41%	40%	38%
PDZ/K	14%	17%	15%	15%
ROI	3%	7%	6%	6%
<b>ROE = RN/N= RO/K*K/N*RN/RO</b>				
RO/K	3%	7%	6%	6%
K/N	102%	102%	101%	101%
RN/RO	606%	72%	67%	62%
ROE	19%	5%	4%	3%
<b>ROE= [ROI+ (ROI-i)*(p corr+p cons)/N]*(1-t)</b>				
ROI	3%	7%	6%	6%
i= OF/(K-N)	0%	0%	1%	1%
ROI-i	3%	7%	5%	5%
(p corr+p cons)/N	0,98	0,98	0,91	0,94
ROE	6%	13%	11%	10%
NB APPROSSIMAZIONE DI OF=RN-RO				

### 3.4.4 Indicatori finanziari e patrimoniali

<b>ANALISI PER INDICI E FLUSSI</b>				
<b>INDICATORI FINANZIARI</b>				
<b>Indicatori di struttura finanziaria e patrimoniale</b>				
<b>composizione dei finanziamenti</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Peso delle passività consolidate: $\pi/K$	0,977	0,976	0,993	0,992
Peso delle passività correnti: $p/K$	0,023	0,024	0,007	0,008
Peso del capitale di terzi: $(\text{passività corr}+\text{pass cons})/K$	0,023	0,024	0,007	0,008
Peso del capitale permanente: $(\text{cap proprio}+\text{pass cons})/K$	0,956	0,953	0,902	0,931
Peso del capitale proprio: Patrimonio Netto / Capitale Inv. Fisso (%)	102%	103%	110%	106%
<b>Composizione degli investimenti</b>				
Peso del capitale immobilizzato (rigidità) $\text{cap immob}/K$	0,96	0,95	0,90	0,93
Peso del capitale circolante (elasticità) $\text{cap circol}/K$	0,03	0,03	0,08	0,05
Liquidità degli investimenti $\text{li}+\text{ld} /K$	0,02	0,02	0,02	0,02
<b>Indipendenza finanziaria</b>				
Indipendenza finanziaria: $N/K$	0,979	0,976	0,993	0,992
Indipendenza finanziaria: $N/(\pi+p)$	1,022	1,025	1,101	1,065
indebitamento: $K/N$	1,023	1,024	1,007	1,009
leverage $(\pi+p)/N$	0,979	0,975	0,909	0,939
<b>solidità patrimoniale</b>				
Solidità del patrimonio: $N/n$	215,792	190,260	214,582	217,771
<b>Indicatori di situazione finanziaria</b>				
<b>Quozienti e relativi margini</b>				
Margine di struttura primario (Cap proprio-C immobilizzato)	228.654	233.446	981.218	660.952
Quoziente di copertura delle immobilizzazioni	1,022	1,025	1,101	1,065
Margine di tesoreria II (liq. Immed+liq. Diff)-passività a breve	-50.957	-44.299	162.739	125.709
Quoziente di liquidità	0,798	0,807	3,239	2,351
CCN $=(\text{li}+\text{Ld}+\text{Rim})-\text{Passività a breve}$	27.052	48.648	745.808	442.228

quoziente di disponibilità	1,107	1,212	11,263	5,754
Margine di struttura II (Cap proprio+ pass cons-pass breve)	10.537.051	9.283.908	10.656.414	10.795.513
Quoziente di copertura delle immobilizzazioni	42,721	41,524	147,639	117,062
Margine di tesoreria I liq. Immed-passività a breve	-252.559	-229.097	-72.671	-93.015
Quoziente di liquidità	-	-	-	-
<b>indicatori di ciclo</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>
Indice di rotazione del cap investito V/K	0,14	0,17	0,15	0,15
Indice di rotazione del CCL = V/CCL	5,47	5,87	1,99	2,99
Indice di rotazione del CCN = V/CCN	56,56	33,49	2,18	3,62

## Fonti Normative utilizzate

[D.L. 8 Aprile 2020, n. 23, "Decreto Rilancio"](#)

*ha formattato: Tipo di carattere: 12 pt*

[D.lgs. 19 Gennaio 2019, n.14, Codice della Crisi d'impresa e dell'Insolvenza](#)

[Legge 267/1942 Testo Aggiornato con modifiche introdotte dalla L. 27 Dicembre 2017 n. 205 e da D.lgs.18 Maggio 2018 n. 54](#)

[R.D. 16 Marzo 1942, n. 262 \( Aggiornato al 10/06/2019\)](#)

*ha formattato: Tipo di carattere: 12 pt*

## Bibliografia

G. Cestari, "La diagnosi precoce della crisi aziendale. Analisi del processo patologico e modelli predittivi", Giuffrè editore, 2009

Documento redatto dal CNDCEC "Crisi di impresa: gli indici di allerta" del 20 Ottobre 2019

C. Rossi, "Crisi, Insolvenza e indicatori per le procedure di allerta", Giuffrè Francis Lefebvre, 2019

EUTEKNE!NFO, Il quotidiano del commercialista, "Indici di allerta della crisi d'impresa", Gli speciali di Eutekne info, Ottobre 2019

"Crisi D'impresa: indici di allerta dei commercialisti", Il Sole 24 ore Documenti, 2019

F. Podigghe, S. Madonna, "I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti", Giuffrè editore, 2006

[L. Guatri, "Crisi e risanamento delle imprese", Giuffrè, 1986](#)

[A. Amaduzzi, "L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni", Torino, Unione tipografico- editrice torinese, 1969](#)

[S Bonfatti, P. Felice Censoni, "Lineamenti di diritto fallimentare", Wolters Kluwer Italia S.r.l, 2017](#)

*Formattato: SpazioPrima: 12 pt*

*Formattato: SpazioPrima: 12 pt*

*Formattato: SpazioPrima: 12 pt*

*Formattato: SpazioPrima: 12 pt*

*ha formattato: Tipo di carattere: (Predefinito) Times New Roman, 12 pt, Non Corsivo*

*ha formattato: Tipo di carattere: (Predefinito) Times New Roman, 12 pt, Non Corsivo*

*ha eliminato:*

## Sitografia

<https://www.concorsuali.com/codice-della-cri-si-dimpresa-e-dellinsolvenza/>

[http://www.quotidianofisco.ilsole24ore.com/pdf2010/Editrice/ILSOLE24ORE/QUOTIDIANO\\_FISCO/Online/\\_Oggetti\\_Correlati/Documenti/2019/10/25/ebook.pdf?uuid=ACdGMiu](http://www.quotidianofisco.ilsole24ore.com/pdf2010/Editrice/ILSOLE24ORE/QUOTIDIANO_FISCO/Online/_Oggetti_Correlati/Documenti/2019/10/25/ebook.pdf?uuid=ACdGMiu)

[http://www.diges.unicz.it/web/wp-content/uploads/2019/10/2\\_Ceccarelli-Valerini.pdf](http://www.diges.unicz.it/web/wp-content/uploads/2019/10/2_Ceccarelli-Valerini.pdf)

<https://www.indicatoridellacrisi.net/indicatori/indicatori-della-cri-si.html>

[https://www.osservatorio-oci.org/index.php?option=com\\_phocadownload&view=category&download=2324:gli-strumenti-di-allerta-e-gli-indicatori-di-cri-si-nel-nuovo-concordato-preventivo&id=226:settimo-premio-oci-per-laureati-con-tesi-sulle-discipline-concorsuali-della-cri-si-d-impresa&Itemid=1052](https://www.osservatorio-oci.org/index.php?option=com_phocadownload&view=category&download=2324:gli-strumenti-di-allerta-e-gli-indicatori-di-cri-si-nel-nuovo-concordato-preventivo&id=226:settimo-premio-oci-per-laureati-con-tesi-sulle-discipline-concorsuali-della-cri-si-d-impresa&Itemid=1052)

[https://www.economia.unicampania.it/images/didattica/Manifesto\\_degli\\_studi/7\\_Crisi\\_dAzienda\\_Estratto.pdf](https://www.economia.unicampania.it/images/didattica/Manifesto_degli_studi/7_Crisi_dAzienda_Estratto.pdf)

<https://www.filodiritto.com/print/pdf/node/38192>

<https://www.filodiritto.com/rinvio-entrata-vigore-del-codice-dellimpresa-e-dellinsolvenza-utile-o-dannoso-tempi-di-coronavirus>

<http://www.studiobdl.it/wp-content/uploads/2020/01/Codice-della-cri-si-dImpresa-Procedure-di-allerta-e-di-composizione-assistita-della-Crisi.pdf>

<https://www.filodiritto.com/brevi-cenni-sulle-procedure-di-allerta-nel-codice-della-cri-si-dellimpresa-e-dellinsolvenza>

<http://dspace.unive.it/bitstream/handle/10579/15321/851491-1229219.pdf?sequence=2>

<https://www.bitsistemi.it/codice-cri-si-impresa-insolvenza/>

<https://www.edotto.com/articolo/procedura-di-allerta-e-composizione-della-cri-si-gli-indici-del-cndcec>

<http://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2020-05-21/codice-cri-si-d-impresa-ulteriore-differimento-obbligatorieta-segnalazione-ocri-095257.php>

<https://www.abaco-engineering.it/codice-della-cri-si-di-impresa-e-dellinsolvenza/>



<https://www.sistemiamolitalia.it/codice-della-cri-si-di-impresa-e-dellinsolvenza/>

<http://www.giovannibotta.it/la-cri-si-e-la-piu-grande-benedizione/>

<https://it.rhadrix.it/la-cri-si-porta-progressi/>

<https://www.uffici-stampazionali.it/2020/04/17/la-cri-si-secondo-albert-einstein/>

<https://www.gianbattista.it/non-pretendiamo-che-le-cose-cambino/>

[https://boa.unimib.it/bitstream/10281/41951/3/phd\\_unimib\\_063060.pdf](https://boa.unimib.it/bitstream/10281/41951/3/phd_unimib_063060.pdf)

<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/13465-cri-si-d-impresa-la-corretta-interpretazione-dei-flussi-di-cassa-prospettici.html>

<https://www.pensieriparole.it/aforismi/filosofia/frase-147224>

<https://www.shopping24.ilsole24ore.com/ProductRelated/Presentazioni/3927.pdf>

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2016-12-OIC-9-Svalutazioni-per-perdite-durevoli.pdf>

<https://trends.oltrelinea.news/definizione-e-calcolo-del-capitale-circolante/>

<https://sistemidallerta.eu/capitale-circolante-definizione-calcolo-indici-cri-si/>

<https://fiscomania.com/indicatori-della-cri-si-di-impresa/>

<https://studiosemplice.com/indicatori-di-cri-si-il-dscr/>

<https://www.studio-rebecca.it/2018/la-contabilizzazione-dei-derivati-alla-luce-della-riforma-del-bilancio.html>

<https://salvaimprese.eu/il-debt-service-coverage-ratio-dscr/>

<https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-32-Strumenti-finanziari-derivati.pdf>

[https://www.carnelutti.com/wp-content/uploads/2017/05/FRANCHI\\_la-responsabilit-degli-amministratori-in-caso-di-riduzione-del-capitale-al-di-sotto-del-minimo-legale-.pdf](https://www.carnelutti.com/wp-content/uploads/2017/05/FRANCHI_la-responsabilit-degli-amministratori-in-caso-di-riduzione-del-capitale-al-di-sotto-del-minimo-legale-.pdf)

<https://renatodisa.com/s-r-l-societa-a-responsabilita-limitata/>