



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea
Magistrale
in
Amministrazione,
finanza e controllo

Tesi di Laurea

Il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza

Un'analisi empirica del settore
dell'abbigliamento nella provincia
di Treviso

Relatore

Ch. Prof.ssa Gloria Gardenal

Correlatore

Ch. Prof. Federico Beltrame

Laureando

Enrico Dal Compare
Matricola 852511

Anno Accademico

2020 / 2021

*Ai miei genitori Annalisa e Bruno
che mi hanno sempre sostenuto,
appoggiandomi in ogni mia scelta.*

*A mia nonna Corinna,
che grazie alla sua perseveranza,
mi ha insegnato a credere in me stesso.*

Indice

Introduzione.....	4
CAPITOLO 1. La struttura finanziaria delle imprese e le teorie di indebitamento	5
1.1 <i>L'impresa e la sua struttura finanziaria</i>	5
1.2 <i>Le componenti della struttura finanziaria</i>	5
1.2.1 <i>Il Capitale Proprio (Equity)</i>	5
1.2.2 <i>Il Capitale di Debito</i>	6
1.3 <i>La struttura finanziaria ottimale</i>	7
1.3.1 <i>La massimizzazione degli interessi degli azionisti</i>	7
1.3.2 <i>La massimizzazione del valore dell'impresa</i>	8
1.4 <i>La Teoria classica</i>	9
1.5 <i>La Teoria di Modigliani e Miller</i>	10
1.6 <i>La Teoria del Trade-off</i>	14
1.7 <i>La Teoria dell'agenzia</i>	16
1.8 <i>La Teoria dei segnali</i>	17
CAPITOLO 2. Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza	19
2.1 <i>Introduzione al nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza</i>	19
2.2 <i>L'iter del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, tra tentativi falliti e parziali di riforma</i>	19
2.3 <i>I nuovi presupposti: la crisi, l'insolvenza e il sovraindebitamento</i>	21
2.4 <i>Il duplice obiettivo del Codice</i>	25
2.5 <i>Il nuovo assetto organizzativo prospettato dal nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza</i>	27
2.6 <i>L'istituto di allerta</i>	29
2.6.1 <i>Osservazioni preliminari di una corretta analisi pre-crisi</i>	31
2.7 <i>Gli indicatori della crisi, osservazioni preliminari</i>	33
2.8 <i>Gli indici di settore</i>	35
2.8.1 <i>Patrimonio netto negativo</i>	37
2.8.2 <i>Il Debt Service Coverage Ratio (DSCR)</i>	38
2.8.3 <i>Gli indici di settore</i>	40
2.9 <i>Il presupposto della continuità aziendale e la deroga prevista dal Decreto Rilancio</i>	46
2.10 <i>Gli indici specifici</i>	48
2.10.1 <i>Le imprese costituite da meno di due anni</i>	48
2.10.2 <i>Le imprese in liquidazione</i>	49
2.10.3 <i>Le Start-up innovative</i>	49

2.10.4 I Consorzi e le Cooperative.....	50
CAPITOLO 3. L'analisi empirica.....	51
3.1 Il settore dell'abbigliamento e tessile in Veneto	51
3.2 Il campione di analisi	51
3.2.1 Le imprese selezionate.....	53
3.2.2 La possibile relazione tra i principi di Basilea III e il campione oggetto di analisi.....	56
3.3 L'analisi degli indici di settore del campione scelto	60
3.3.1 L'indice di sostenibilità degli oneri finanziari	60
3.3.2 L'indice di adeguatezza patrimoniale	63
3.3.3 L'indice di ritorno liquido dell'attivo	67
3.3.4 L'indice di liquidità.....	69
3.3.5 L'indice di indebitamento previdenziale e tributario.....	72
3.4 Osservazioni finali riguardanti il campione analizzato	77
Conclusioni	79
Bibliografia	82
Sitografia	85

Introduzione

Il presente lavoro vuole analizzare l'impresa e la sua struttura ottimale di indebitamento finanziario, con un occhio particolare agli indicatori e alla loro effettiva idoneità nel verificare e anticipare il dissesto finanziario e la conseguente crisi d'impresa, così come previsti dal nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Fondamentale è, innanzitutto, capire la composizione finanziaria delle imprese e quale sia l'indebitamento ottimale per garantire le giuste fonti di finanziamento senza determinare il dissesto finanziario a causa della non sostenibilità del debito.

Nel primo capitolo si presentano le teorie riguardanti la struttura finanziaria ottimale e la loro evoluzione nel tempo, che vanno di pari passo con l'evoluzione tecnologica ed economia e con l'internalizzazione dei mercati.

Il contributo principale è stato quello di Modigliani e Miller negli anni '50, i quali hanno gettato le basi della moderna teoria della finanza con le loro due proposizioni, non solo per i contenuti del tutto innovativi ma per l'approccio metodologico mai utilizzato prima in ambito economico e finanziario.

Partendo da questi contributi iniziano a prendere vita tutte le successive teorie finanziarie grazie alle ricerche di autori come Tobin, Markowitz e Sharpe.

Inizia a prendere forma una teoria che mette in relazione le caratteristiche dei mercati finanziari, ovvero le scelte di finanziamento, e le scelte finanziarie degli investitori, basando tale teoria sull'equilibrio dei mercati con un comportamento razionale degli investitori.

La seconda parte dell'elaborato illustra il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e in particolare vengono presentati gli indicatori settoriali, raffrontandoli ad un campione di imprese fallite ante-riforma del nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza del settore tessile della provincia di Treviso.

Attraverso questa analisi degli indicatori elaborati dal CNDCEC si vuole cercare di capire se, con l'obbligatorietà di segnalazione a seguito del superamento delle soglie previste dal nuovo Codice, il dissesto poteva essere segnalato e gli organi di vigilanza delle singole imprese si sarebbero attivati, salvando l'impresa dal dissesto e dal successivo fallimento.

CAPITOLO 1. La struttura finanziaria delle imprese e le teorie di indebitamento

1.1 L'impresa e la sua struttura finanziaria

La modalità con cui un'impresa decide la composizione della sua struttura finanziaria è fondamentale per poter cogliere gli aspetti basilari della vita d'impresa e delle decisioni che il management andrà ad operare in tema di gestione aziendale.

Esistono molte teorie e contributi di diversi autori riguardanti la struttura finanziaria ideale per l'impresa, tuttavia il dibattito che ne consegue è ancora molto vivo a dimostrazione della grande importanza che tale argomento assume per le decisioni di vita dell'impresa.

L'analisi della struttura finanziaria propria d'impresa intesa come rapporto di debiti e mezzi proprio è alla base delle scelte del management e di strategia dell'impresa.

Le decisioni che guidano il management devono essere finalizzate non soltanto al breve periodo, ma al medio-lungo periodo, guardando l'impresa nella sua globalità e cercando di effettuare le scelte migliori per la strategia da realizzare nel suo complesso.

1.2 Le componenti della struttura finanziaria

Per consentire un'adeguata analisi della struttura finanziaria ottimale per l'impresa e delle teorie in materia è opportuno in prima analisi descrivere le componenti della struttura finanziaria.

1.2.1 Il Capitale Proprio (Equity)

Il Capitale Proprio o Equity rappresenta l'insieme dei mezzi propri forniti dai fondatori dell'impresa all'atto della costituzione per finanziare l'attività e successivamente anche dalle riserve e dagli utili non distribuiti agli azionisti, al netto delle perdite registrate, formatesi negli esercizi successivi.

Il Capitale Proprio è rappresentativo della partecipazione al progetto imprenditoriale, è pienamente soggetto al rischio d'impresa e costituisce elemento essenziale e fondamentale del patrimonio aziendale rappresentando la base della struttura finanziaria su cui si sviluppa l'impresa.

Esso è destinato a variare durante la vita dell'impresa in quanto vengono a formarsi utili oppure perdite d'esercizio, che andranno ad aumentare/ridurre il valore del Capitale Proprio.

1.2.2 Il Capitale di Debito

Per Capitale di Debito si intendono i debiti di natura finanziaria di tipo oneroso contratti dall'impresa.

Esistono diverse forme di concessione di debito a seconda di caratteristiche, durata, garanzie e così via. In linea generale il debito può essere diviso in due macro categorie:

1. Debito bancario a sua volta divisibile in:
 - a. debito a breve termine costituito da credito in conto corrente, operazione di smobilizzo crediti, quali sconto di affetti, anticipo salvo buon fine e anticipo su fatture, le anticipazioni su pegno e i finanziamenti in valori mobiliare, quali pronti contro termine e presto di titoli;
 - b. debito a medio-lungo termine costituito da mutui, finanziamenti, leasing e prestiti in pool.
2. Debito obbligazionario a sua volta divisibile in:
 - a. obbligazioni non convertibili;
 - b. obbligazioni convertibili.

La scelta dei tipi di debito che l'impresa contrae dipende dalla tipologia di operazioni e investimenti che intende fare.

I debiti a breve termine possono sembrare i più vantaggiosi in quanto consentono alle imprese di ottenere una copertura finanziaria pressoché immediata e dispongono di un alto grado di flessibilità ma possono coprire solo un arco temporale limitato, molto spesso l'orizzonte temporale è brevissimo, e hanno spese di gestione e tassi alti proprio per la caratteristica della breve durata.

I debiti a medio-lungo termine risultano più consoni e finanziariamente più sostenibili in quanto coprono un orizzonte temporale molto più lungo e sono agevolabili dal punto di vista fiscale e delle normative vigenti.

Risulta opportuno ricordare che le obbligazioni convertibili in azioni proprie dell'azienda risultano essere strumenti finanziari a metà via tra Equity e Debito come le forme di finanziamento da soci oppure al finanziamento tra imprese appartenenti allo stesso gruppo.

1.3 La struttura finanziaria ottimale

Come detto nel primo paragrafo non esiste una risposta precisa per descrivere la struttura finanziaria ottimale dell'impresa, bisogna analizzare sempre il contesto in cui l'azienda opera, le varie forze in gioco e gli obiettivi per far adattare al meglio la struttura finanziaria in quel preciso contesto.

Alla base di tutte le decisioni bisogna sempre considerare due aspetti guida delle decisioni: la massimizzazione degli interessi degli azionisti e la massimizzazione del valore dell'impresa.

1.3.1 La massimizzazione degli interessi degli azionisti

Gli azionisti ritengono che la struttura ideale dell'impresa sia quella che va a massimizzare i loro interessi.

Per meglio comprendere questa affermazione bisogna illustrare la formula sintetica della struttura finanziaria dell'impresa, ovvero la leva finanziaria che in prima battuta possiamo esprimere come $L = D / E$ dove D è il totale del capitale di debito al momento t e E il totale dei mezzi propri al momento t .

Da questa prima formula si può già analizzare la struttura finanziaria dell'impresa:

- se il valore della leva finanziaria è compreso tra 1 e 2 siamo in una situazione positiva poiché vuol dire che ha un buon rapporto di finanziamento con capitale proprio e di terzi;
- se il valore della leva finanziaria è maggiore di 2 siamo in una situazione di indebitamento aziendale che col tempo potrebbe portare al dissesto della stessa impresa¹.

Per collegare il rendimento per gli azionisti alla leva finanziaria utilizziamo la seguente formula, nell'ipotesi di assenza di imposte:

¹ Brealy, Richard A., Stewart C. Myers e Franklin Allen, 2006, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill Irwin: New York

$$ROE = [ROI + (D/E) * (ROI - i)]$$

dove ROE è il risultato netto / patrimonio netto

ROI è risultato operativo / capitale investito totale

D/E è la leva finanziaria

i è il tasso di remunerazione del capitale di debito

Nel caso si volesse tenere conto delle imposte alla formula va aggiunta l'aliquota fiscale t

$$ROE = [ROI + (D/E) * (ROI - i)] * (1 - t)$$

Di conseguenza l'indicatore di riferimento per valutare il rendimento per gli azionisti è dunque il ROE (Return On Equity) e dall'analisi sopra descritta una variazione della leva finanziaria porta una variazione del ROE.

Nel caso di aumento della leva finanziaria aumenta anche il livello di rendimento per gli azionisti ma ciò deve tenere in considerazione degli effetti di un conseguente rischio finanziario, connesso ad un aumento dell'indebitamento.

L'indicatore può essere considerato come una sintesi della economicità complessiva, valutando come il management sia riuscito a gestire i mezzi propri per aumentare gli utili aziendali. Il ROE non è solo determinato dalle scelte compiute nell'ambito della gestione caratteristica, ma anche dalle decisioni in merito alla gestione finanziaria e patrimoniale.

Per giudicare la validità del ROE di una società spesso si usa confrontarlo con il rendimento *risk-free*, ovvero il rendimento di quelle attività senza rischio dove solitamente ci si riferisce ai titoli di stato. La differenza fra il ROE e il rendimento *risk-free* determina il premio al rischio, il premio che viene concesso all'investitore per scegliere di conferire capitali verso un'impresa, investimento più rischioso rispetto a quello di acquistare bond. Maggiore sarà il ROE di una società, maggiore sarà l'appetibilità dell'azienda sul mercato azionario e rappresenta un indice di confronto tra società simili per dimensioni e dello stesso settore.

1.3.2 La massimizzazione del valore dell'impresa

Le modifiche alla struttura finanziaria vanno a favore degli azionisti ma ciò è valido se e solo se il valore dell'impresa aumenta.

Questo perché la massimizzazione del valore dell'impresa comprende dentro di sé la massimizzazione del valore del capitale e ciò che ne consegue è un chiaro vantaggio per gli azionisti.

Collegando i due concetti sopra descritti si può affermare che il management dovrebbe scegliere la struttura finanziaria ottimale per massimizzare il valore dell'impresa poiché questa struttura del capitale andrebbe a vantaggio degli azionisti.

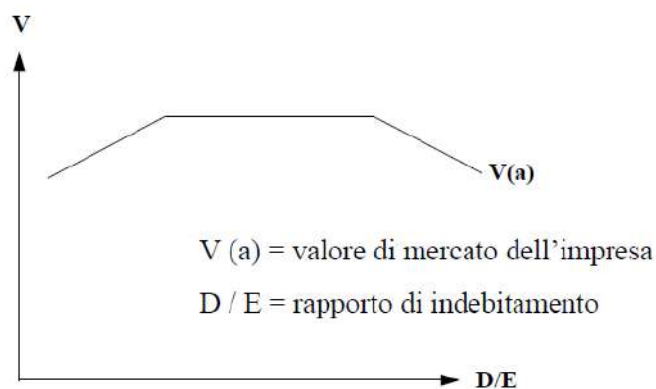
Partendo da queste premesse i contributi teorici che si vogliono esporre in questo lavoro sono:

- la Teoria classica
- la Teoria di Modigliani & Miller
- la Teoria del Trade-off
- la Teoria dell'agenzia
- la Teoria dei segnali

1.4 La Teoria classica

La Teoria classica dei c.d. tradizionalisti, si sviluppa a partire dagli anni '50 grazie ad alcuni autori tra i quali Dean (1651), Graham e Dodd (1951) e Guthmann e Dougall (1955) e, prevede che esista una struttura finanziaria ottimale a partire da un valore soglia dato dal rapporto tra debiti e capitale proprio espresso con la formula $D/(D+E)$.

Tale valore soglia massimizza il valore dell'impresa e minimizza il costo medio ponderato del capitale (WACC), superato tale valore gli oneri che derivano dal ricorso al finanziamento comportano un aumento del WACC riducendo così il valore dell'impresa².



² Domenichelli Oscar, *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa – Profili teorici ed empirici*, Giapichelli Editore, Torino, 2013

Questo principio può essere anche desunto partendo dal concetto di leva finanziaria poiché la differenza che si viene a creare tra il maggior rendimento che gli azionisti richiedono all'aumentare del rischio d'impresa e il beneficio dell'indebitamento è di segno positivo, in questo modo il costo medio ponderato del capitale WACC si abbassa.

L'effetto diretto di questa Teoria classica è quello che gli investitori saranno molto più propensi ad investire su titoli di impresa con un indebitamento medio poiché essendo all'interno della "soglia di sicurezza" che massimizza il valore degli azionisti e minimizza il valore del costo medio ponderato del capitale gli azionisti non percepiscono l'aumento del rischio di investimento.

Tuttavia, la conseguenza negativa di tale teoria è quella che superato il valore limite sia i possessori di capitale proprio che i possessori di debito richiederanno maggiori rendimenti di capitale per controbilanciare l'innalzamento del proprio rischio.

1.5 La Teoria di Modigliani e Miller

Uno dei contributi fondamentali allo studio e allo sviluppo della moderna teoria della finanza lo hanno dato a partire da fine anni '50 l'italiano Franco Modigliani e lo statunitense Merton H. Miller.

Sono stati numerosi i loro testi tra cui *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment* (1958), *Dividend policy, growth and the valuation of shares* (1961), *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction* (1963) e il saggio riepilogativo del 1988 *MM-past, present and future*.

Prima di definire la Teoria di M&M riepiloghiamo le ipotesi principali alla base del modello:

1. l'inesistenza di imposte societarie e personali;
2. la possibilità alle imprese e alle persone di ricorrere all'indebitamento senza limiti temporali e sempre alle stesse condizioni ovvero allo stesso tasso di interesse;
3. assenza di asimmetria informativa ovvero le informazioni sono condivise tra tutti gli attori economici;
4. il rischio operativo per le imprese è costante;
5. assenza dei costi di transazione ovvero di costi legati all'organizzazione aziendale.

La prima proposizione di M&M afferma che in assenza di imposte, il valore dell'impresa indebitata (levered) è uguale al valore dell'impresa non indebitata (unlevered):

$$V_L = V_U$$

dove V_L equivale al valore dell'impresa indebitata

V_U equivale al valore dell'impresa non indebitata

Questo risultato probabilmente è il più importante teorema di tutta la finanza aziendale ed è considerato il punto di partenza di tutti gli studi successivi.

Modigliani e Miller con questo teorema hanno dimostrato che il costo medio ponderato del capitale WACC non cambia qualunque sia la struttura di indebitamento aziendale. Questo perché il ricorso al debito non incide sul valore dell'impresa e dunque la modifica della struttura finanziaria dell'impresa non influenza la ricchezza degli azionisti e di conseguenza il valore dell'impresa.

La seconda proposizione di M&M, in assenza di imposte, afferma che il rendimento atteso del capitale azionario è correlato positivamente alla leva finanziaria, poiché il rischio degli azionisti aumenta con l'indebitamento:

$$R_E = R_O + \frac{D}{E} \times (R_O - R_D)$$

dove R_E è il costo dell'equity

R_D è il costo del debito

R_O è costo del capitale per un'impresa non indebitata

E è il valore di mercato delle azioni o dell'equity d'impresa

D è il valore di mercato del debito o delle obbligazioni

Analizzando questa equazione possiamo dire che il rendimento richiesto sull'equity è una funzione lineare del rapporto debito-equity dell'impresa. Di conseguenza se R_O è maggiore di R_D , il costo del capitale aumenta all'aumentare del rapporto D/E.

In una situazione di normalità R_O dovrebbe essere maggiore del costo del debito poiché dovrebbe avere un rendimento sempre maggiore del debito privo di rischio, anche per l'impresa unlevered.

Inoltre, è giusto ricordare che per un'impresa, in ipotesi di assenza di imposte, il rendimento degli azionisti aumenta con l'indebitamento e ciò è intuibile ricordando la formula del costo medio ponderato del capitale per l'impresa:

$$R_O = R_{WACC} = \frac{E}{D + E} \times R_E + \frac{D}{D + E} \times R_D$$

dove $R_{WACC} = R_O$ è il costo medio ponderato del capitale per l'impresa indebitata ma in assenza di imposte

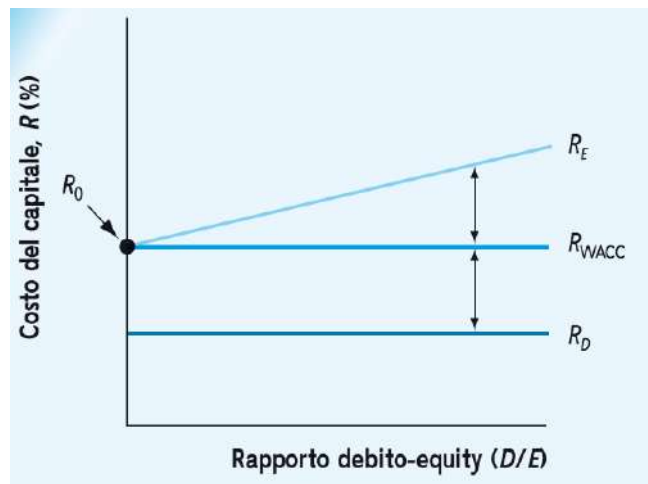
R_E è il rendimento atteso del capitale azionario ovvero il rendimento richiesto sull'equity

R_D è il costo del debito

E è il valore di mercato delle azioni o dell'equity d'impresa

D è il valore di mercato del debito o delle obbligazioni

Da questa figura si può osservare che il costo del capitale azionario R_E è correlato positivamente al rapporto D/E dell'impresa. Inoltre, il costo medio ponderato del capitale R_{WACC} è insensibile a tale rapporto.



Queste due Proposizioni sono state la base per gli studi successivi di tutta la finanza aziendale ma non sono state certo esenti da critiche poiché in queste due proposizioni troviamo due assunzioni che sono irreali nella pratica:

1. c'è assenza di imposte ovvero manca l'imposizione fiscale;
2. non sono stati considerati i costi del dissesto.

Del secondo punto ce ne occuperemo in un paragrafo dedicato, ora vediamo come le due proposizioni di M&M si modificano con l'aggiunta dell'imposizione fiscale.

La prima posizione di M&M con imposte societarie diventa:

$$V_L = V_U + t_c \times D$$

dove V_L equivale al valore dell'impresa indebitata

V_U equivale al valore dell'impresa non indebitata

t_c è l'aliquota fiscale

D è il totale del debito

La seconda proposizione di M&M con imposte diventa invece:

$$R_E = R_O + \frac{D}{E} \times (1 - t_C) \times (R_O - R_D)$$

dove R_E è il costo dell'equity

R_D è il costo del debito

R_O è costo del capitale per un'impresa non indebitata

E è il valore di mercato delle azioni o dell'equity d'impresa

D è il valore di mercato del debito o delle obbligazioni

t_C è l'aliquota fiscale

Da queste nuove equazioni modificate con l'aggiunta dell'imposizione fiscale vediamo subito che il valore dell'impresa indebitata è uguale al valore dell'impresa non indebitata più il valore dello scudo fiscale $t_C \times D$. Questa modifica è fondamentale per osservare che la struttura finanziaria ottimale di un'impresa è il finanziamento tramite debito.

Questo perché in presenza di imposte societarie, se gli oneri finanziari, sono fiscalmente deducibili, il ricorso al debito porta un vantaggio fiscale maggiore rispetto al capitale proprio.

Dalla seconda proposizione di M&M possiamo dedurre che il costo dell'equity cresce all'aumentare dell'indebitamento, se consideriamo l'effetto dell'imposizione fiscale sul costo medio ponderato del capitale

$$R_{WACC} = \frac{E}{D + E} \times R_E + \frac{D}{D + E} \times R_D \times (1 - t_C)$$

Solo il costo del capitale di debito è moltiplicato per $(1 - t_C)$ poiché gli interessi sono deducibili a livello societario, al contrario i dividendi del costo dell'equity non sono fiscalmente deducibili.

In sostanza il costo dell'equity cresce all'aumentare dell'indebitamento poiché come già riscontrato in assenza di imposte tutte le volte che $R_O > R_D$, R_E aumenta per effetto della leva finanziaria.

In prima battuta pare che convenga quindi sempre finanziarsi tramite debito ma è necessario considerare l'effetto delle imposte personali e l'esistenza di scudi fiscali alternativi al debito

che riducendo la capienza fiscale del reddito di impresa non fanno ottenere i massimi benefici fiscali del debito.

Per gli investitori le imposte personali incidono fortemente sulle loro scelte: basti pensare che i dividendi distribuiti sono tassati ulteriormente a livello personale (capital gain) creando così una doppia imposizione fiscale.

Il divario che si viene così a creare a livello di differenziale di imposizione fiscale si riflette anche sull'impresa poiché gli investitori chiederanno tassi lordi maggiori sui titoli emessi dall'impresa per colmare quanto più possibile il divario della doppia imposizione fiscale.

In sintesi, la vera intuizione data da Modigliani e Miller è quella di aver capito che, in assenza di tassazione, il valore di mercato dell'impresa non viene influenzato dal rapporto di finanziamento tra azioni o obbligazioni con la conseguenza che il valore dell'impresa si può intendere come la somma del valore di mercato delle sue azioni più le sue obbligazioni.

La proporzione tra azioni e obbligazioni dell'impresa risulta solamente funzionale alla scomposizione del flusso dei profitti lordi tra i redditi azionari e quelli obbligazionari.

1.6 La Teoria del Trade-off

Nella realtà sappiamo che oltre alla tassazione esistono anche dei costi, diretti o indiretti, riguardanti la pressione fiscale e i costi del fallimento.

La Teoria del Trade-off parte dalla considerazione che all'interno della struttura finanziaria della singola impresa in una situazione di dissesto finanziario sia generato dai costi, legati all'esistenza del debito aziendale, che potrebbero portare l'impresa verso un eventuale fallimento.

Il debito dell'impresa non è da intendersi solo come un costo che può portare ad un possibile dissesto finanziario ma produce anche dei benefici dati dagli scudi fiscali, il trade-off che si genera tra benefici e costi determina la struttura ottimale del capitale ovvero corrisponde al rapporto di indebitamento in corrispondenza del quale il costo medio ponderato del capitale raggiunge il punto minimo.

La teoria poggia sulla constatazione che esiste una categoria di costi, legata alla componente di debito presente nella struttura finanziaria dell'impresa tale da poter portar ad un dissesto con un eventuale e conseguente fallimento.

In particolare, i pericoli sono rintracciabili sia nell'aumento dei costi conseguenti al rischio di crisi percepiti da soggetti terzi all'azienda sia dai costi del fallimento derivanti dalla crescita stessa dell'indebitamento³.

I soggetti terzi ovvero i finanziatori dell'impresa, percependo un aumento del rischio potrebbero pretendere tassi di remunerazioni più alti o addirittura garanzie a tutela.

In questo modo si riduce il valore di mercato delle imprese e un'altra conseguenza potrebbe essere quella che le imprese, soprattutto le più rischiose, tenderanno a far ricorso al capitale di rischio in maniera inferiore dei livelli ottimali dati dalle varie teorie.

Analizziamo ora quali sono i costi del fallimento, dividendoli per prima cosa in due macro-gruppi:

1. costi diretti, racchiudono tutti i costi legati a produrre concorsuali;
2. costi indiretti, rappresentati da un insieme di costi legati a problemi amministrativi, organizzativi e gestionali derivanti dai comportamenti opportunistici degli stakeholders.

I costi diretti sono di facile definizione e direttamente definibili da tutti i costi amministrativi e legali delle procedure concorsuali.

Di più difficile individuazione sono i costi indiretti del fallimento poiché hanno una natura soggettiva, derivante dalla percezione degli stakeholders al crescere dell'indebitamento dell'impresa.

Possiamo raggruppare i vari costi in diverse aree così sintetizzate:

1. area finanziaria: maggiore è l'indebitamento dell'impresa maggiori saranno le difficoltà a trovare nuove fonti di finanziamento;
2. area umana e gestionale: un'impresa altamente indebitata potrebbe bloccare o posticipare la remunerazione dei proprio dipendenti, incorrendo così nel rischio di licenziamenti, ovvero perdendo risorse umane;
3. area dell'approvvigionamento: più alto è l'indebitamento minore sarà il potere contrattuale con i fornitori che potranno applicare prezzi più alti od ottenere garanzie per la paura di non essere pagati;

³ A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. Edward I Altman. Journal of Finance, 1984, vol. 39, issue 4, 1067-89

4. area commerciale: i clienti potrebbero essere meno propensi ad acquistare da aziende che sanno essere in difficoltà per paura di non ricevere i prodotti o servizi offerti.

In definitiva la presenza di tali costi rappresenta un serio problema per le imprese poiché essendoci minore indebitamento il valore dell'impresa sarà inferiore al target naturale previsto nella Teoria di M&M. La differenza tra questo valore massimo e il valore dell'impresa è rappresentato dal valore attuale di tutti i costi diretti e indiretti del dissesto per la probabilità che esso si verifichi.

Nella realtà tale probabilità e costi non è mai uguale per tutte le imprese poiché dipende dalla tipologia di mercato in cui opera e lo specifico business di appartenenza.

1.7 La Teoria dell'agenzia

La Teoria dell'agenzia si sviluppa grazie al contributo di Jensen e Meckling (1976) i quali la definiscono come un contratto in base al quale una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente.

Questa teoria studia i problemi che si generano a causa del comportamento opportunistico delle parti che tendono a massimizzare la propria utilità, per gli autori tale comportamento non è azzerabile ma può avere delle limitazioni.

Il problema nasce dall'asimmetria informativa tra le parti che stipulano il contratto, in particolare l'agente ha molte più informazioni rispetto al principale poiché tratta direttamente col mercato e quindi riesce a reperire molte più informazioni.

Le due parti possono usare quindi le informazioni a proprio vantaggio e si dividono in due categorie:

1. selezione avversa (*opportunismo ex ante*)
2. azzardo morale (*opportunismo ex post*)

Alla prima categoria le informazioni erronee o incomplete che l'agente fornirà al principale per farsi assumere.

Di contro il principale per evitare comportamenti opportunistici da parte dell'agente e per limitarli a proprio favore deve sostenere dei costi, i c.d. *costi di agenzia*:

- costi di sorveglianza ed incentivazione necessari per orientare il comportamento dell'agente;
- costi di obbligazione che l'agente deve sostenere per assicurare il principale che non adotterà comportamenti opportunistici che lo possano danneggiare, ed eventualmente indennizzarlo;
- la parte residua che è rappresentata dalla differenza tra l'utilità derivante dal comportamento effettivo dell'agente e l'utilità derivante dal comportamento che avrebbe dovuto tenere l'agente.

Questa Teoria non vale allo stesso modo in tutte le imprese poiché devono essere considerati anche i rapporti e la tipologia di contratti ed incarichi all'interno delle stesse. In generale possiamo affermare che si genera un costo di agenzia quando il principale delega un terzo soggetto, l'agente, per poter svolgere una prestazione per suo conto affidandogli poteri molto ampi di contrattazione e potere decisionale.

In definitiva il presupposto di esistenza di questa teoria è l'esistenza di comportamenti opportunistici tra principale e agente per massimizzare la propria utilità mentre il fine è quello di trovare una giusta struttura contrattuale per minimizzare tali comportamenti.

1.8 La Teoria dei segnali

La Teoria dei segnali si sviluppa grazie ai contributi di Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), i quali pongono in rilievo il problema dell'esistenza di asimmetrie informative sulla scelta di finanziamento delle imprese.

L'ipotesi di partenza è l'esistenza di un divario informativo tra gli imprenditori e i possibili stakeholders esterni: per convincere i potenziali investitori, gli imprenditori saranno portati a "emettere dei segnali" al mercato esterno per attirare gli investitori e convincerli nella funzionalità e forza del loro progetto imprenditoriale.

Gli stakeholders esterni dunque devono essere attirati nell'investire nei progetti ritenuti interessanti e vincenti, in presenza di una forte asimmetria informativa tra gli agenti esterni e gli imprenditori.

Dal punto di vista operativo in condizione di asimmetria informativa la disponibilità dei finanziatori esterni a investire nell'impresa è direttamente proporzionale alle risorse investite

dall'imprenditore stesso, che si esprime con l'indicatore del tasso di incidenza del capitale di rischio sul totale del passivo.

Da questa premessa risulta evidente che le imprese con un elevato grado di capitalizzazione, a parità di tutte le altre condizioni, avranno un valore superiore alle imprese che fanno maggiore ricorso al debito.

In conclusione, possiamo affermare che la sintesi di questa teoria è che le imprese maggiormente capitalizzate abbiano maggiori possibilità di ricorrere a fonti di finanziamento esterne poiché l'elevata capitalizzazione è un forte segnale esterno di solidità dell'impresa e ciò attira maggiormente gli investitori.

CAPITOLO 2. Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza

2.1 Introduzione al nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza

Il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza è approvato in Gazzetta Ufficiale con il Decreto Legislativo n. 14 del 2019 in attuazione della Legge n. 55 del 19 ottobre 2017 costituendo una rivoluzione copernicana all'approccio della crisi dell'impresa e del consumatore.

Il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza non è una semplice rivisitazione della Legge Fallimentare ma rappresenta un vero e proprio intervento nella dottrina e nella prassi dell'approccio alla crisi di impresa. Il legislatore, negli anni, tramite un susseguirsi di aggiornamenti alla Legge Fallimentare aveva tentato di stare al passo con la realtà dei tempi e del mondo imprenditoriale ma senza successo a causa della disomogeneità della dottrina sulla prassi in cui molte volte non si consentiva di operare con successo in presenza di crisi.

La Legge Fallimentare è rimasta praticamente immutata dal Regio Decreto n. 267 del 16 marzo del 1942 e risulta chiaro e innegabile l'importanza e la necessità di un intervento ad hoc in un Codice di materia così vasta e specifica quale la crisi d'impresa e dell'insolvenza.

L'importanza di questa riforma non sta solamente nell'adeguarsi coi tempi e il mondo economico ma si è resa necessaria per dare un impulso ad un processo di integrazione dell'ordinamento italiano con quello europeo ed internazionale, come strumento di competitività e concorrenza fra ordinamenti.

2.2 L'iter del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, tra tentativi falliti e parziali di riforma

Il lungo iter di riforma è iniziato alla fine del 2000 durante la XIII Legislatura del Governo Amato dove alla Camera dei Deputati venne presentato, dall'allora ministro della giustizia Piero Fassino, il Disegno di legge n. 7458 con oggetto "Delega al governo per la riforma delle procedure relative alle imprese in crisi", proposta di Legge che non vide mai l'approdo in Gazzetta Ufficiale.

Con la successiva legislatura si tenta di dare un impulso al tentativo precedentemente fallito di riforma attraverso una apposita Commissione ministeriale per le riforme delle procedure concorsuali nota come "Commissione Trevisanato".

Nel 2002 su iniziativa del Ministro della Giustizia Roberto Castelli, con la cooperazione del Ministro dell'Economia e delle Finanze Giulio Tremonti, venne presentato al Senato un disegno di legge recanti misure urgenti alla legge fallimentare. Tale disegno di legge rappresentava per lo più una "mini-riforma" in risposta ai limiti di una disciplina ormai ritenuta inefficiente e fuori dal tempo, a causa delle profonde trasformazioni del Paese nell'ultimo cinquantennio e di dubbia compatibilità col quadro costituzionale⁴.

Tuttavia, la Commissione Trevisanato non riuscì a raggiungere l'obiettivo che si era prefissata, cioè elaborare un disegno elaborato e condiviso da maggioranza e minoranza di profonda riforma della Legge Fallimentare.

A fine 2003 si diede vita a due testi: uno condiviso dalla maggioranza e uno dalla minoranza. Si tentò invano di raccordare i due testi per realizzare una sintesi condivisa ma anche in questo caso non venne approvato alcun testo.

Nello stesso Governo a fine 2004 venne approvato il maxi-emendamento all'esame in Senato, il quale abbandonava definitivamente il progetto di innovazione radicale della riforma pensato con l'istruzione della Commissione Trevisanato, per favorire un intervento di minore portata ma che andava a modificare il Regio Decreto in risposta alle esigenze non più procrastinabili di riforma fallimentare, adeguamento obbligatorio col passare degli anni e il mutamento dei mercati e delle forme imprenditoriali.

Il primo tassello di riforma è rappresentato dal Decreto Legge n. 14 del 2005, convertito nella Legge n. 80 del 2005, che conteneva la delega al Governo di procedere con la riforma organica delle procedure concorsuali con il Decreto Legislativo n. 5 del 2006.

Tuttavia, il Governo dopo un anno dalla delega ricevuta modificò di nuovo il testo anche a causa delle prime critiche ricevute dal punto di vista dottrinale.

La normativa italiana aveva visto in tema di procedure concorsuali lo stravolgere della sua originaria impostazione. Il legislatore aveva posto l'istituto del fallimento come una soluzione residuale rispetto alle altre procedure fallimentari, favorendo così gli altri strumenti a disposizione per garantire la continuità aziendale.

Il presupposto di tale impostazione risiede in una tempestiva e adeguata emersione di una eventuale crisi aziendale che oltre a salvaguardare la vita stessa delle imprese, garantisce un impatto positivo sull'economia stessa e l'occupazione.

⁴ Il Sole24Ore, Crisi d'impresa le novità del Codice a cura di Nicola Soldani, febbraio 2019

Le soglie soggettive di fallibilità aumentate dal D.lgs 169/2007 dovevano rendere l'istituto del concordato preventivo il mezzo ideale della disciplina per salvaguardare il sistema economico e sociale ma nonostante questo continuarono ad esserci molti più fallimenti che concordati preventivi.

La normativa non consentiva di operare piani concordatari preventivi efficaci in quanto le nuove disposizioni in materia fallimentare evidenziarono i limiti dei tentativi di profonda ristrutturazione e riforma della Legge Fallimentare.

Il passo più significativo ma ancora parziale prima della genesi del nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza lo si ha nel 2012 col Decreto legge n. 179, il quale intervenne poco dal punto di vista sostanziale ma molto dal punto di vista processuale intervenendo con l'introduzione dell'utilizzo massivo della posta elettronica certificata nelle procedure fallimentari.

In modo particolare l'utilizzo della posta elettronica certificata lo si ebbe nelle fasi preliminari e nella verifica dello stato passivo oltre che come strumento primario degli organi delle procedure concorsuali e con la massa del ceto creditorio.

Il vantaggio fu duplice: da una parte si ebbe lo snellimento del sistema processuale dall'altro una più celerità nelle verifiche sull'insolvenza e di conferme dei terzi, i creditori per l'appunto. Il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza è approdato in Gazzetta Ufficiale il 14 febbraio 2019, in attuazione del D.lgs 14/2017 e la sua entrata in vigore era prevista per il 15 agosto 2020, successivamente prorogata al 1° settembre 2021 a causa dell'epidemia Covid-19.

2.3 I nuovi presupposti: la crisi, l'insolvenza e il sovraindebitamento

Il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza si caratterizza per aver operato una profonda ristrutturazione della Legge Fallimentare, abbiamo visto sopra il lungo iter che ha portato alla genesi del nuovo Codice che oltre ad aver risposto all'esigenza di alcune modifiche a causa dell'evoluzione del settore economico e sociale ha introdotto anche nuovi istituti.

L'istituto della procedura di allerta e composizione della crisi, oltre che alla gestione dei gruppi d'impresa, il procedimento unitario tra le diverse procedure concorsuali e la revisione del sovraindebitamento sono il tentativo di armonizzare la nuova legislazione con le procedure concorsuali degli altri Paesi Europei. Obiettivo necessario per eliminare gli ostacoli esistenti e

la concorrenza a causa delle differenti normative, le quali il più delle volte collidono facendo fallire l'intero sistema di norme.

Il fine del legislatore è quello di favorire l'emersione tempestiva della crisi, ovvero di una situazione di sovraindebitamento e insolvenza che si traduce nell'impossibilità da parte dell'imprenditore di poter adempiere alle proprie obbligazioni con regolarità.

All'art. 2 del Titolo I del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza possiamo trovare le definizioni di *sovraindebitamento*, *insolvenza* e adempiere con *regolarità alle proprie obbligazioni*.

“Ai fini del presente codice si intende per:

- a) «**crisi**»: 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;*
- b) «**insolvenza**»: lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni;*
- c) «**sovraindebitamento**»: lo stato di crisi o di insolvenza del consumatore, del professionista, dell'imprenditore minore, dell'imprenditore agricolo, delle start-up innovative di cui al decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, e di ogni altro debitore non assoggettabile alla liquidazione giudiziale ovvero a liquidazione coatta amministrativa o ad altre procedure liquidatorie previste dal codice civile o da leggi speciali per il caso di crisi o insolvenza [...];”*

Il legislatore pone come concetto centrale quello di crisi ovvero la capacità di *far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate*. Questo non si traduce in una mera emersione della crisi ogni qualvolta non si adempie ad un'obbligazione alla sua naturale scadenza, basti pensare ad un pagamento verso un fornitore che viene pagato con qualche giorno di ritardo rispetto alla scadenza concordata, ma è di fondamentale importanza la regolarità di questo mancato adempimento.

È da considerare che il regolare mancato adempimento delle proprie obbligazioni per gli imprenditori e le imprese non è dovuto solamente al non “pagare” ma al non generare flussi di cassa adeguati a reperire i mezzi finanziari necessari per la continuità aziendale.

L'attività del commerciante si regge non solo se il guadagno conseguito nella rivendita è sufficiente al pagamento dei debiti acquisiti per l'acquisto; ma prima ancora se sono rispettati i tempi di pagamento: così che ricevendo quanto gli spetta alla scadenza, egli potrà onorare sempre alla scadenza i propri debiti. Per adempiere regolarmente i propri debiti alla scadenza è necessario ricevere puntualmente i pagamenti a cui si ha diritto. Il disallineamento dei tempi determina l'incapacità finanziaria del debitore, sfornito del denaro necessario per pagare i propri debiti man mano che scadono. In questo semplice meccanismo riposa la dimensione finanziaria dell'insolvenza commerciale⁵.

Da punto di vista cronologico la crisi viene sempre prima dell'insolvenza, e in ottica futura indica un possibile sbilancio negativo tra crediti e debiti.

La definizione di insolvenza si differenzia dalla crisi in quanto si fa riferimento ad una situazione negativa già stabilizzata.

Nello specifico per insolvenza si intende lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti o altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le obbligazioni.

La giurisprudenza ha già evidenziato la differenza tra crisi e insolvenza: ai fini della decisione sulla ammissione a procedure concorsuali concordatarie si è messo in evidenza che lo stato di crisi si distingue dallo stato di insolvenza nel senso che esso costituisce una situazione prodromica, da intendersi quale rischio di insolvenza, che si verifica quando l'imprenditore, pur potendo adempiere ai debiti già scaduti, già preveda che non sarà in grado di adempiere a quelli di prossima scadenza⁶

Allo stesso modo si è messo alla luce che la valutazione di insolvenza delle imprese non può basarsi semplicemente su criteri esclusivamente o prevalentemente patrimoniali.

⁵ Articolo online di Fabrizio Di Marzio, L'insolvenza nel “codice della crisi e dell'insolvenza”, 25 maggio 2020 <https://giustiziacivile.com/crisi-dimpresa/approfondimenti/linsolvenza-nel-codice-della-crisi-e-dellinsolvenza-0>

⁶ Michele Sandulli, *Il presupposto oggettivo*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, diretto da Jorio e Sassani, I, Milano, 2014

Al fini della valutazione dello stato di insolvenza è fondamentale l'accertamento degli elementi attivi dello stato patrimoniale, idonei a consentire l'eguale o integrale soddisfacimento dei creditori sociali, con un'attenta valutazione della concretezza e attualità.

Una diretta conseguenza di tale aspetto è che il giudizio sulla sussistenza dello stato di insolvenza deve essere fatto in maniera complessiva e anche un solo ma ingente debito può generare lo stesso stato di insolvenza con conseguente impossibilità da parte dell'imprenditore di adempiere alle proprie obbligazioni.

Una valutazione approfondita deve essere fatta ponendo grande attenzione alle singole poste di bilancio dell'attivo e passivo, ovvero non ci si può ridurre alla mera differenza tra valori liquidabili dell'attivo e del passivo, esempio lampante di tale criterio è l'esistenza di cespiti immobiliari non immediatamente monetizzabili⁷.

Il concetto di sovraindebitamento comprende le due definizioni sopra citate di crisi e insolvenza ma le contestualizza verso particolari soggetti quali:

- consumatore;
- professionista;
- imprenditore minore;
- imprenditore agricolo;
- start-up innovative di cui al Decreto Legge del 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla Legge del 17 dicembre 2012, n. 221;
- ogni altro debitore non assoggettabile a liquidazione coatta amministrativa o ad altre procedure liquidatorie previste dal Codice Civile o da Leggi Speciali per il caso di crisi e insolvenza.

La specifica definizione di sovraindebitamento è formulata dall'art. 6 della Legge 3/2012 dove per sovraindebitamento si intende la situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà di adempiere alle proprie obbligazioni, ovvero la definitiva incapacità di adempierle regolarmente.

⁷ A cura di Marcello Pollio, *Il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, La riforma del Fallimento*, Italia Oggi in collaborazione con IT Auction, 2019

Altro aspetto di grande importanza è la scomparsa della parola *fallimento* e di conseguenza *fallito* che hanno una denotazione negativa e può rappresentare quasi un marchio di “infamia” e sono sostituiti da liquidazione giudiziale e debitore⁸, in conformità a quanto avviene in altri paesi europei come Francia e Spagna.

2.4 Il duplice obiettivo del Codice

Viste le premesse fatte sopra, possiamo affermare che il Legislatore ha preso coscienza che la crisi di impresa e l’insolvenza non saranno solo una fase patologica, ma anche una possibile fisiologia delle aziende e dei consumatori.

Alla cultura aziendale occorre affiancare la cultura della crisi, affinché si possano salvare le imprese ed i consumatori, avviando percorsi di ristrutturazione e risanamento adeguati.

Il duplice obiettivo del Codice è:

- a) garantire alle aziende sane ma in difficoltà di ristrutturarsi;
- b) dare una seconda opportunità, in tutta l’Unione Europea, agli imprenditori onesti che falliscono.

La scelta di privilegiare la continuazione dell’attività di impresa con l’obiettivo del risanamento non deve leggersi come una mancanza di tutela nei confronti dei creditori e ai limiti connessi alla tutela dei diritti dei creditori al soddisfacimento del loro credito ha sempre sollevato critiche ed obiezioni.

I creditori che dalla vendita liquidatoria degli asset ricaverrebbero poco o nulla, rimanendo di fatto insoddisfatti, attraverso la salvaguardia e la continuità aziendale possono vedere riconosciuti e risarciti, almeno in parte, dei propri crediti.

La prosecuzione consente un maggior ricavo ed offre ai creditori chirografari, che sono anche fornitori, la possibilità di ottenere dei flussi di cassa anche nel futuro, scongiurando una crisi di riflesso anche per loro.

La continuità inoltre dà una possibilità che spesso è ancora più preziosa e vantaggiosa, rispetto al recupero dei crediti pregressi per i quali è evidentemente essenziale, della conservazione dei posti di lavoro, non minando così il sistema economico e sociale.

⁸ Antonio Caiafa, *Il nuovo codice della crisi e dell’insolvenza dell’impresa – Alla luce delle ultime modifiche introdotte dal Decreto Crescita (D.L. 30 aprile 2019 n. 34), come convertito dalle L. 28 giugno 2019, n. 58*, DIKE Giuridica Editrice, Roma, 2019

Contestualmente sono stati introdotti obblighi per l'imprenditore di adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi ed assumere senza indugio le iniziative necessarie per

farvi fronte e di adottare un assetto organizzativo adeguato, ai sensi dell'art. 2086 Codice Civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato della crisi, ma questa tematica verrà affrontata nei capitoli seguenti.

La nuova disciplina rappresenta, come più volte detto, una vera e propria rivoluzione per il nostro ordinamento in quanto rende residuale, almeno nei propri intenti, la liquidazione dell'impresa per lasciare spazio a strumenti come il concordato.

I principi di ristrutturazione e quindi di continuità aziendale e di dare una seconda opportunità agli imprenditori che falliscono prendono spunto dalla cosiddetta *Rescue Culture* derivante dall'ampia letteratura americana e in particolare modo al *Chapter 11* del 1978, legge federale statunitense che consente alle imprese un grave dissesto finanziario di potersi salvare e garantire quindi la loro continuità.

La premessa teorica su cui si fondava la disciplina del *Chapter 11* americano era che la ristrutturazione dell'impresa in crisi fosse possibile a condizione che essa intervenisse prima che l'insolvenza fosse proclamata, dunque ci fosse una struttura di allerta e organizzativa in grado di far mergere la possibilità di insolvenza.

La modifica all'art. 2086 del Codice Civile trova il suo fondamento in questa affermazione in quanto secondo questo articolo *"L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale [...]"*

La disciplina del *Chapter 11* prevede che esista un piano di riorganizzazione dell'attività di impresa *"viable & feasible"* ovvero che il piano sia fattibile e realmente attuabile, e che ad esso si accompagni, attraverso un processo di negoziazione con i creditori, un abbattimento sostanziale del debito anche attraverso lo strumento del *debt equity swap*, ovvero i creditori trasformano i loro crediti, in tutto o in parte, in azioni e scommettono sostanzialmente sulle prospettive di recupero dell'impresa.

I principi contenuti nel *Chapter 11* affermano in sostanza che la liquidazione e la chiusura di una impresa in attività è di danno all'economia in generale, perché brucia risorse e ricchezza,

mentre con una tempestiva ed adeguata ristrutturazione tali ricchezze e flussi futuri potrebbero essere conservate e addirittura rilanciate a favore di tutti gli operatori economici e sociali.

2.5 Il nuovo assetto organizzativo prospettato dal nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza

Il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza introduce all'art. 375 una modifica sostanziale all'art. 2086 del Codice Civile introducendo un vero e proprio obbligo per l'imprenditore di adottare degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili finalizzati a monitorare, ed eventualmente, rilevare situazioni patologiche che potrebbero sfociare anche nella crisi dell'impresa.

“L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale”.

L'art. 379 del Codice ha modificato anche l'art. 2447, commi 3 e 4 del Codice Civile, riguardo la tematica di obbligo di nomina del collegio sindacale e del revisore prevedendo per le società nuovi limiti e obblighi nel caso:

- sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato;
- controlli una società obbligata alla revisione legale dei conti;
- abbia superato per due esercizi consecutivi, almeno uno dei limiti individuati nel totale dell'attivo patrimoniale pari a 2.000.000 euro, nei ricavi delle vendite e prestazioni pari a 2.000.000 euro e nel numero di dipendenti occupati in media durante l'esercizio pari a 10 unità.

È altresì non obbligatoria la nomina del collegio sindacale o di un revisore quando la società non supera per tre esercizi consecutivi nessuno dei limiti sopra indicati.

Dal punto di vista di impresa, l'art. 3 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza è intitolato *Doveri del debitore* recita: *“L'imprenditore individuale deve adottare misure idonee a*

rilevare tempestivamente lo stato di crisi e assumere senza indugio le iniziative necessarie a farvi fronte.

L'imprenditore collettivo deve adottare un assetto organizzativo adeguato ai sensi dell'articolo 2086 del Codice Civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi e dell'assunzione di idonee iniziative."

Dalla lettura congiunta delle disposizioni relative a imprese e società appare evidente come l'obiettivo del legislatore sia coerente con le scelte di un'emersione tempestiva della crisi e l'adozione di tutte le iniziative ritenute idonee per evitare che la crisi si trasformi in insolvenza. La gestione aziendale, sia essa in forma individuale o societaria, ha dei fattori di rischio connessi alla gestione intrinseca dell'attività economica per cui è fondamentale l'organo gestorio adottare tutte le misure consone al raggiungimento dell'efficienza operativa.

È indispensabile adottare un assetto organizzativo e amministrativo contabile flessibile e capace di adattarsi il più possibile alle diverse esigenze a cui deve rispondere che consentano quindi di rispondere alla crisi o quantomeno evitare la perdita totale del valore economico dell'impresa.

Le novità introdotte dal nuovo decreto legislativo hanno avuto maggior rilievo nella modifica degli artt. 2476 e 2486 del Codice Civile, in ragione di quanto disposto dall'art. 378 del nuovo Codice in materia di responsabilità degli amministratori e dei poteri di questi, al momento del verificarsi di una causa di scioglimento della società.

Il legislatore ha così tentato di responsabilizzare maggiormente l'organo amministrativo e gestorio in materia di conservazione del patrimonio sociale, prevedendo espressamente che i componenti di esso rispondano direttamente verso i creditori in ragione di un eventuale soddisfacimento delle loro ragioni creditorie⁹.

Questa novità era già prevista nel primo comma dell'art. 2486 Codice Civile, prevedendo che gli amministratori mantenessero il potere gestorio *"ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale"*, prevedendo successivamente con la riforma la responsabilità solidale a seguito dei danni arrecati alla società, ai soci e creditori o terzi in relazione ad atti compiuti dolosamente e a danni di tali.

⁹ Sergio Della Rocca, Francesco Grieco, *Il codice della crisi d'impresa. primo commento al d.lgs. n. 14/2019*, Milano, 2019

Modifica significativa ha interessato anche il numero di parametri in presenza dei quali è indispensabile nominare un organo di controllo. Il nuovo art. 379 ha abbassato le soglie di limite di obbligo di nomina e in aggiunta prevede che basta il superamento di uno dei tre seguenti limiti, rispetto ai due limiti prima previsti, infatti ora:

- superamento dell'attivo pari a 2 milioni di euro, rispetto ai precedenti 4,4 milioni;
- superamento dei ricavi delle vendite o prestazioni pari a 2 milioni di euro, rispetto agli 8,8 milioni precedenti;
- superamento dei dipendenti occupati in media nell'esercizio pari a 10 unità, rispetto le 50 precedenti.

Tale abbassamento delle soglie limite risulta sempre coerente con l'intento di rilevare tempestivamente la crisi e adottare un più ampio numero di imprese con l'obbligo dell'organo di controllo.

L'organo gestore e di controllo devono vigilare in maniera adeguata rispetto al rilevamento e agli indicatori necessari, analizzando di volta in volta e in maniera sistematica ogni singolo aspetto di vita d'impresa.

In caso di possibilità di crisi e l'esistenza di tali fondati indizi¹⁰, deve essere convocata l'assemblea in un congruo termine e in ogni caso non superiore a trenta giorni, nella quale l'organo gestorio è tenuto a motivare e riferire tutte le azioni necessarie a salvaguardare la vita dell'impresa riferendo all'Organismo di Composizione della Crisi, in deroga all'art. 2047 c.c. che impone ai componenti del collegio sindacale l'obbligo di riservatezza dei confronti di terzi.

2.6 L'istituto di allerta

L'istituto di allerta è un organismo costituito per aiutare l'imprenditore attraverso un immediato e tempestivo intervento per ristrutturare e organizzare l'impresa prima che lo stato di crisi diventi vera e propria insolvenza¹¹.

¹⁰ Massimo Fabiani, *Il codice della crisi tra conflitti ed aspettative nell'attesa di ferragosto 2020*, in www.ilcaso.it 4 aprile 2019, nel quale fa l'interessante riflessione che il "il mondo dell'economia viaggia ad una velocità multipla rispetto al mondo delle legge" e dunque può sussistere un conflitto tra mondo della magistratura e mondo imprenditoriale. Dunque, appare inevitabile e logico che al momento dell'apertura della crisi occorre conservare i valori di funzionamento dell'impresa a tutela dei terzi soggetti e dei creditori.

¹¹ Antonio Caiafa, *La riforma della crisi di impresa e dell'insolvenza: le novità delle procedure di allerta*, in *Il fallimento e le società*, Osservatorio di diritto societario e fallimentare del Triveneto, 2019

L'organismo di composizione della crisi è un ente terzo, imparziale e indipendente al quale ciascun debitore, tra quelli legittimati, può rivolgersi al fine far fronte all'esposizione debitoria con i propri creditori.

L'organismo di composizione della crisi di impresa (OCRI) è istituito presso ciascuna Camera di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura.

L'OCRI assiste l'impresa in due momenti autonomi e distinti della procedura: ha il compito di ricevere le segnalazioni ed assistere nella fase di allerta, e nel caso in cui l'imprenditore presenti la relativa istanza, assiste durante la fase di composizione assistita della crisi caratterizzata dai tentativi di accordo coi creditori.

L'organismo, composto da tre membri, opera per il tramite di un referente e di un collegio di esperti che sono nominati ai sensi dell'art. 17 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza:

- il referente viene individuato nel Segretario Generale della Camera di Commercio di riferimento territoriale ovvero delegato di questi attraverso un ufficio predisposto;
- il collegio degli esperti, i quali sono individuati secondo le caratteristiche dell'art. 356 ovvero professionisti iscritti all'albo degli avvocati, dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e dei consulenti del lavoro, di cui uno:
 - a. designato dal presidente della sezione specializzata in materia di impresa;
 - b. designato dal Presidente della Camera di Commercio o da un suo delegato, diverso dal referente di cui sopra;
 - c. appartenente all'associazione rappresentativa del settore di riferimento del debitore e tra gli iscritti di un elenco trasmesso annualmente dall'organismo delle associazioni imprenditoriali.

È opportuno sottolineare che il nuovo codice ha previsto due istituti, di cui il primo è il citato OCRI per assistere e gestire lo stato di insolvenza. Per i professionisti, i soggetti non fallibili quali privati, le imprese agricole e le imprese minori, cioè quelle che presentano congiuntamente i seguenti requisiti:

- 1) un attivo patrimoniale di ammontare complessivo annuo non superiore ad euro trecentomila nei tre esercizi antecedenti la data di deposito della istanza di apertura della liquidazione giudiziale o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore;
- 2) ricavi, in qualunque modo essi risultino, per un ammontare complessivo annuo non superiore ad euro duecentomila nei tre esercizi antecedenti la data di deposito

dell'istanza di apertura della liquidazione giudiziale o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore;

3) un ammontare di debiti anche non scaduti non superiore ad euro cinquecentomila.

Il nuovo codice ha previsto che gli strumenti di allerta trovano applicazione anche con tali soggetti e viene riconosciuto quale organismo competente dedicato alla gestione della crisi l'Organismo di Composizione della Crisi (OCC).

Con la creazione di questi organismi e in particolar modo in riferimento all'OCRI il legislatore ha voluto seguire le linee guida di Raccomandazione n. 2014/135/UE di *"consentire alle imprese sane e in difficoltà finanziarie di ristrutturarsi in una fase precoce, per evitare l'insolvenza e proseguire l'attività"*¹² e dunque di intervenire tutte le volte sia necessario nel corso dell'esercizio per avere chiarimenti relativi a fatti rilevanti che potrebbero compromettere la normale gestione d'impresa.

L'allerta e la composizione assistita della crisi sono dunque gli strumenti per la salvaguardia della vita d'impresa attraverso lo strumento di intervento repentino che possa essere da ristoratore e tempestivo.

2.6.1 Osservazioni preliminari di una corretta analisi pre-crisi

L'analisi approfondita dei fattori che potrebbero indurre una crisi senza "via di ritorno" è dunque la base per tutte le azioni e tentativi di risanamento che si intenderanno adottare nelle fasi successive. Si inizia dall'analisi dell'accertamento delle cause della crisi che hanno colpito l'impresa, successivamente si valuteranno gli strumenti idonei al recupero dei relativi indicatori di crisi e infine si verificherà la possibilità di successo in relazione agli interventi attesi¹³.

L'analisi della crisi e il piano di risanamento, che deve essere congruo alle cause di crisi, sono elementi essenziali per una corretta gestione e risoluzione, in mancanza di essi il dissesto sarà inevitabile.

L'analisi e la rilevazione dei vari fattori di crisi rappresentano quindi una utile premessa per la preparazione di programmi di intervento e di risanamento; la ricerca e la rilevazione hanno lo

¹² Questo principio rappresenta anche un forte richiamo ai principi di corretta gestione della crisi d'impresa della Banca Mondiale e dell'Uncitral.

¹³ Luigi Guatri, a cura di Giuseppe Savioli; *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè Editore, Milano, 2019

scopo di ridurre o eliminare attraverso misure tempestive attraverso la ristrutturazione, la conversione, il ridimensionamento e la riorganizzazione sono in grado di consentire una correzione tempestiva ed efficace. Tutto questo in ottica di evitare che la crisi aziendale si tramuti in perdite di gestione e inizi il logoramento delle risorse passando da una situazione di crisi ad una constatazione delle irreversibilità della crisi stessa.

La prima valutazione da fare riguardo la crisi è se sia di origine interna o esterna, ovvero ci siano dei fenomeni esterni di squilibrio oppure inefficienza interna, relativamente ai quali può risultare possibile il recupero attraverso un tempestivo intervento, ma se questo è ripetuto nel tempo determinerà l'insolvenza, quindi l'incapacità dell'imprenditore di far fronte alle proprie obbligazioni con la conseguenza di poter presentare solo un piano liquidatorio che potrà realizzare la conservazione e dell'azienda o dei singoli rami attraverso la cessione.

Come detto sopra, risulta importante e fondamentale per prima cosa analizzare le cause della crisi, che possono essere molteplici e risulta utile suddividere le diverse tipologie di crisi così da avere un quadro specifico della situazione.

Allo stesso modo le diverse tipologie di fattori di crisi possono mescolarsi tra di loro oppure succedersi in maniera temporale generando dunque differenze qualitative e quantitative.

La crisi è economica quando siamo in presenza di disequilibrio e dunque non vi è *“una pura e semplice carenza qualitativa e quantitativa dei mezzi finanziari a disposizione o comunque accessibili all'impresa, quanto, piuttosto, di circostanze inerenti la domanda di beni o servizi oggetto della produzione ed i costi di quest'ultima”*¹⁴. Nella pratica l'impresa non è più in grado di offrire un servizio o un bene che possa ripianare il rapporto tra costi e ricavi.

Siamo in presenza di una crisi finanziaria quando l'imprenditore non è impossibilitato nell'effettuare nuovi investimenti per generare una struttura produttiva efficiente e dunque reperire i giusti mezzi finanziari per il funzionamento dell'impresa. In questa situazione l'assenza di capitale di rischio e il ricorso alle linee di credito possono accentuare lo squilibrio economico a causa degli eccessivi oneri finanziari connessi alle linee di credito, se in misura eccessiva addirittura potrebbero rendere non remunerativo l'investimento effettuato.

¹⁴ Pellegrino Capaldo, *Scritti Sparsi cit. Bilancio di esercizio e informazione esterna*, pag. 197 e seguenti, Giuffrè Editore, Milano, 1995

La crisi finanziaria può avere anche risvolti esterni, in quanto se essa diviene strutturale, coinvolgerà anche chi ha dato le eventuali garanzie ai prestiti o gli stessi creditori oppure potrà coinvolgere i patrimoni delle imprese in presenza di un gruppo di imprese.

Infine, si ha la crisi economico finanziaria quando siamo in presenza di uno squilibrio economico indotto dagli eccessivi oneri finanziari.

Questa situazione viene indotta quando l'eccesso di oneri finanziari e le perdite pregresse, cumulate nel tempo, sono state finanziate mediante il ricorso a insostenibili livelli di indebitamento e dunque l'impresa, seppur in grado di recuperare le prospettive di sopravvivenza economica, attraverso un adeguato utilizzo dei fattori produttivi, sarà troppo appesantita dagli oneri finanziari, divenuti insostenibili.

In conclusione, con la presenza di un patologico squilibrio economico e finanziario, l'unica possibilità per l'impresa di superare la crisi è l'agire con interventi tempestivi che potranno essere: ordinari, quando viene perseguito l'obiettivo di risanamento attraverso un contesto economico istituzionale o straordinario, mediante cessione dell'attività o la prosecuzione dell'esercizio attraverso la cessione.

2.7 Gli indicatori della crisi, osservazioni preliminari

Il Codice della crisi all'art. 13 ha regolato degli indicatori della crisi per poter determinare e allertare gli organi di controllo gestorio e societario al fine di far emergere in maniera tempestiva squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario.

Questi indici rilevano attraverso degli indicatori specifici la sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi a tali rilevazioni e la prospettiva di continuità aziendale.

Il comma 2 del citato art. 13 ha conferito il compito di elaborazioni di tali indici al Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDEC) che dovrà tenere conto delle prassi nazionali e internazionali in materia di indici di previsione di crisi.

Inoltre, il CNDEC deve elaborare e aggiornare con decadenza di almeno triennale tale documento dopo aver tenuto conto delle diverse tipologie di attività economica secondo le classificazioni ISTAT.

Per elaborare tali indici il CNDEC ha svolto in via preliminare una analisi sulla letteratura in maniera di modelli di previsione della crisi¹⁵.

L'analisi per la scelta più accorata dei modelli ha visto il CNDEC studiare i modelli di previsione della crisi già esistenti di tre periodi storici passati ben definiti.

Il primo periodo analizzato va dal 1930 al 1968 e ha visto lo studio della probabilità di insolvenza considerando singolarmente gli indici, ovvero utilizzando il cosiddetto "*approccio univariato*".

Il secondo periodo va dal 1968 al 1980 analizzando i modelli di Altman presentati nel saggio *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy* dove si utilizza un primo modello multivariato tramite l'analisi lineare.

L'ultimo periodo preso in esame va dal 1980 ad oggi e in particolare dagli anni '90 in poi che hanno visto l'utilizzo di modelli di regressione statistica basati sul *machine learning*, cioè tramite strumenti capaci di replicare la capacità umana per l'identificazione degli schemi corretti di analisi e fornire adeguate misure delle probabilità del fallimento dell'impresa.

Il modello scelto per individuare gli indicatori della crisi nel contesto del Codice è stato selezionato, tra i molti disponibili, in base all'efficacia e alla semplicità d'uso. L'efficacia è intesa come la capacità di identificare correttamente i segnali dell'esistenza di una crisi futura, mentre con semplicità d'uso si intende la quantità di risorse necessarie a calcolarlo e impiegarlo per i fini prescritti.

Sulla base delle considerazioni precedenti il modello prescelto è da considerarsi un modello multivariato, costruito attraverso una logica "*combinata*", ancorché la valutazione degli indici selezionati non si è tradotta in uno scoring multivariato di ponderazione degli indici, ma nella contemporanea evidenza di una combinazione di eventi di superamento di soglie di tenuta, la cui emersione congiunta fosse storicamente associata ad elevata probabilità di condurre ad insolvenza.

Ai fini della selezione degli indici sono stati presi in considerazione i segnali utilizzati in modo diffuso nella pratica aziendalistica e nei modelli di diagnosi precoce dell'insolvenza aziendale, dopo un'analisi di vari settori e ambiti aziendali a cura del CNDEC:

- sostenibilità degli oneri finanziari e dell'indebitamento;

¹⁵ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *CRISI D'IMPRESA GLI INDICI DELL'ALLERTA*, documento del 20 ottobre 2019

- grado di adeguatezza patrimoniale e composizione del passivo per natura delle fonti;
- equilibrio finanziario;
- redditività;
- sviluppo;
- indicatori di specifici ritardi nei pagamenti.

Dal punto di vista statistico nella stima di determinati parametri è fisiologica la presenza di errate segnalazioni, correlata anche alle dimensioni dell'intervallo di confidenza. Si definiscono errori di primo tipo i "*falsi positivi*" ovvero imprese di cui è prevista l'insolvenza che in realtà non vi incorreranno nell'orizzonte temporale considerato ed errori di secondo tipo "*falsi negativi*", ovvero imprese di cui non è diagnosticata la crisi che diverranno insolventi.

La scelta è stata quindi fatta, in vista del possibile impatto di sistema, privilegiando modelli che minimizzassero il numero di falsi positivi, ammettendo quindi la possibilità di un maggior numero di falsi negativi¹⁶.

La possibile presenza di "*falsi negativi*" e la conseguente assenza di segnali da parte degli indici non esente gli organi di controllo ad un'attività di attenta valutazione.

Per cercare ovviare a tale problema l'articolo 24 del Codice pone il discrimine tra situazioni di crisi o pre crisi che sono caratterizzate da:

- non sostenibilità del debito nei successivi sei mesi;
- pregiudizio alla continuità aziendale nell'esercizio in corso o, quanto meno, nei successivi sei mesi;
- ritardi di pagamento significativi e reiterati, anche sulla base di quanto previsto nell'articolo 24.

L'art. 24 inoltre considera e prevede anche misure premiali, sia di natura patrimoniale che personale, al fine di indurre l'imprenditore a proporre tempestivamente la soluzione concordata di crisi da questi ritenuta realizzabile.

2.8 Gli indici di settore

La lettura congiunta dell'art. 13, commi 1 e 2, e 24 del Codice ci permette di verificare quali siano le soglie di allerta e gli indici da tenere in osservazione.

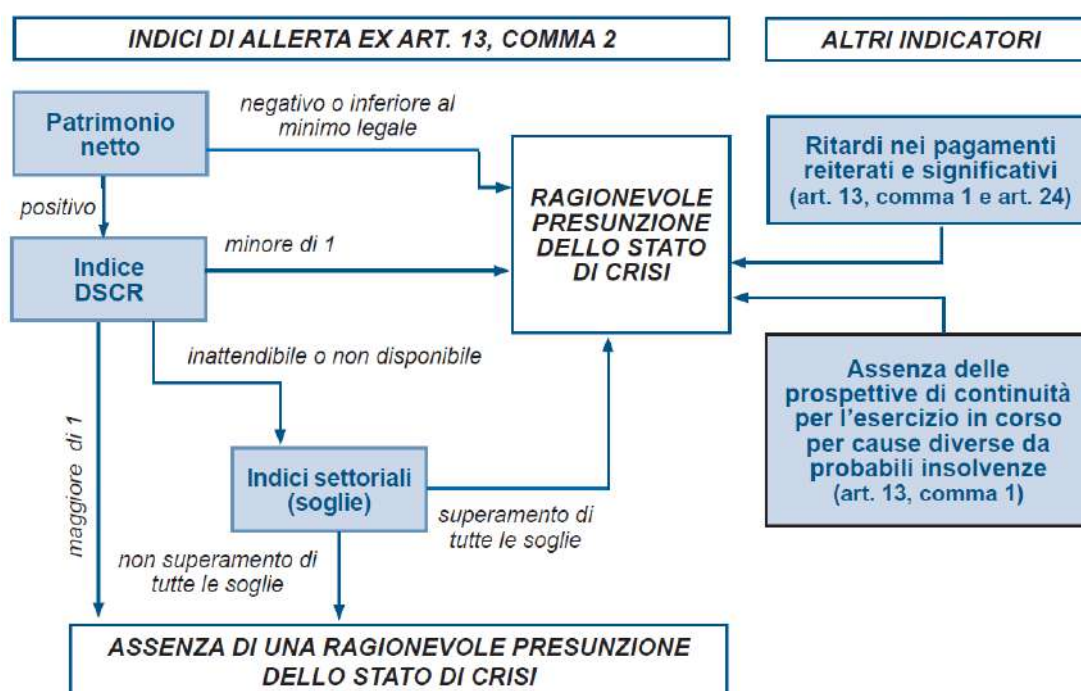
¹⁶ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *CRISI D'IMPRESA GLI INDICI DELL'ALLERTA*, documento del 20 ottobre 2019

Il primo comma dell'art. 13 vede la valutazione del patrimonio netto e del DSCR da applicare indistintamente a tutte le imprese, mentre gli indici previsti dal comma 2, elaborati dal CNDEC, si applicano alle imprese con valori soglia differenziati per settore economico.

Gli indici vanno analizzati in maniera gerarchica e nella sequenza indicata nell'elaborato del CNDEC, che ne fornisce quindi un approccio metodologico.

Lo schema di analisi degli indici risulta essere:

- i. patrimonio netto negativo;
- ii. DSCR a sei mesi inferiore a 1;
- iii. qualora non sia disponibile il DSCR, superamento congiunto delle seguenti soglie per i cinque indici:
 - a. indice di sostenibilità degli oneri finanziari in termini di rapporto tra gli oneri finanziari ed il fatturato;
 - b. indice di adeguatezza patrimoniale, in termini di rapporto tra patrimonio netto e debiti totali;
 - c. indice di ritorno liquido dell'attivo, in termini di rapporto da cash flow e attivo;
 - d. indice di liquidità, in termini di rapporto tra attività a breve termine e passivo a breve termine;
 - e. indice di indebitamento previdenziale e tributario, in termini di rapporto tra l'indebitamento previdenziale e tributario e l'attivo.



2.8.1 Patrimonio netto negativo

Il patrimonio netto è il primo indice che deve essere verificato e trova applicazione in tutte le imprese.

Tale indice si può rilevare direttamente nella voce A del passivo dello stato patrimoniale a cui bisogna sottrarre i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti (voce A dello stato patrimoniale attivo) ed eventuali dividendi distribuiti non ancora contabilizzati.

Nel patrimonio netto non si tiene conto dell'eventuale Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi, indipendentemente dal suo saldo, in linea con quanto disposto dall'art. 2426 c.c., comma 1, n. 11-bis.

Un patrimonio netto negativo costituisce un pregiudizio nell'ottica della continuità aziendale, in quanto rappresenta una causa di scioglimento prevista dall'art. 2484 c.c. Le cause della negatività del patrimonio o la sua discesa sotto il limite legale di un terzo, avviene per effetto di perdite d'esercizio cumulative, ma può essere recuperato tramite una ricapitalizzazione e ai fini segnaletici obbligatori è ammessa la prova contraria nell'assunzione di provvedimenti di ricostruzione del patrimonio minimo legale.

Va segnalata l'importanza e l'impatto che potrà avere l'analisi di questo indice a seguito dell'entrata in vigore dell'articolo 266 della Legge di Bilancio 2021 (Legge 178/2020), articolo necessario per l'analisi del patrimonio netto considerando lo scenario attuale della pandemia COVID-19.

L'art. 266 modifica l'art. 6 del decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23 "Decreto Liquidità", convertito, con modificazioni, dalla legge 5 giugno 2020 n. 40 prevedendo importanti modifiche in fatto di disposizioni temporanee in materia di riduzione del capitale.

Il primo comma del nuovo articolo 6 del Decreto Liquidità pone l'attenzione alla corretta determinazione delle perdite maturare da considerare. Alle perdite emerse nell'esercizio in corso alla data del 31 dicembre 2020 non vi si applicano gli articoli 2446, secondo e terzo comma, 2447, 2482-bis, quarto, quinto e sesto comma e 2482-ter c.c., che prevedono il limite legale di un terzo al di sotto del quale il capitale sociale non può scendere e gli obblighi previsti in materia di convocazione assembleare e sorveglianza o di ripianamento del capitale da parte dei soci a seguito della discesa di esso al di sotto del limite legale.

Dunque, nel bilancio 2020 occorre sterilizzare le perdite maturate fino alla data anteriore al 2020 e verificare la perdita del terzo del capitale sociale ovvero avendo riferimento

all'eventuale riduzione sotto la soglia legale unicamente tenendo conto delle perdite d'esercizio maturate precedentemente al 2020.

Sarà dunque fondamentale suddividere le perdite maturate nell'esercizio 2020 con le perdite maturate anteriormente a tale anno.

Il secondo comma prevede che la verifica della riduzione del terzo del capitale sociale non dovrà più essere fatta entro l'esercizio successivo, come previsto dagli artt. 2446, secondo comma e 2482-bis, quarto comma del c.c., ma entro il quinto esercizio successivo, ovvero alla chiusura d'esercizio dell'anno 2025. Inoltre, la norma prevede che l'assemblea di approvazione del bilancio 2025 dovrà ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate e in caso ripianate parzialmente negli esercizi del quinquennio.

Il terzo comma modifica quindi gli obblighi da parte degli amministratori di convocazione senza indugio dell'assemblea dei soci, che potrà scegliere se:

- approvare l'immediata riduzione di capitale e il contemporaneo aumento dello stesso ad una cifra non inferiore del minimo legale;
- rinviare tale decisione all'approvazione del bilancio 2025 e nel caso procedere alle deliberazioni previste dal punto precedente.

Infine, si prevede che in nota integrativa devono trovare separata indicazione le perdite emerse nel corso del 2020 e indicate in appositi prospetti, con indicazione della loro origine nonché delle movimentazioni avvenute nel corso dell'esercizio.

Vi è da riflettere se tale rinvio al 2025 riguardo le giuste cause di scioglimento a seguito della riduzione del patrimonio netto, non sia solo un rinvio a decisione e all'analisi di situazioni di nascite di crisi che nel corso di cinque anni possono avere impatti pesante e riversare i loro effetti nel sistema economico sociale.

2.8.2 Il Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

Il DSCR è il rapporto di copertura del servizio di debito e serve a calcolare la sostenibilità finanziaria del debito dell'azienda ovvero la capacità di onorare di propri debiti finanziari.

È opportuno precisare che per calcolare il DSCR si devono utilizzare dati prospettici ad almeno 6 mesi e calcolati su base storica o tramite indicatori prospettici che riflettono la performance finanziaria dell'impresa intesa come capacità di sostenere i flussi di cassa in uscita legati all'indebitamento finanziario.

Il CNDEC, nelle sue linee guida, propone due modalità di calcolo di questo indicatore:

- al denominatore si sommano le uscite previste contrattualmente per rimborso di debiti finanziari verso banche o altri finanziatori. Il rimborso è inteso come pagamento della quota capitale contrattualmente previsto per i successivi sei mesi.
- al numeratore si sommano tutte le risorse disponibili per il suddetto servizio al debito, dati dal totale delle entrate di liquidità previste nei prossimi sei mesi, incluse le giacenze iniziali di cassa, dal quale sottrarre tutte le uscite di liquidità previste riferite allo stesso periodo, ad eccezione dei rimborsi dei debiti posti al denominatore.

Il secondo approccio prevede che il calcolo sia effettuato mediante il rapporto tra i flussi di cassa complessivi liberi al servizio del debito attesi nei sei mesi successivi ed i flussi necessari per rimborsare il debito non operativo che scade negli stessi sei mesi.

Al numeratore, costituito dai flussi al servizio del debito, vanno inseriti:

- a. i flussi operativi al servizio del debito. Essi corrispondono al free cash flow from operations (FCFO) dei sei mesi successivi, determinato sulla base dei flussi finanziari derivanti dall'attività operativa applicando il principio OIC 10 (§§ da 26 a 31), deducendo da essi i flussi derivanti dal ciclo degli investimenti (§§ da 32 a 37 dell'OIC 10).
- b. le disponibilità liquide iniziali;
- c. le linee di credito disponibili che possono essere usate nell'orizzonte temporale di riferimento. Con riferimento alle linee autoliquidanti esse dovrebbero essere considerate fruibili per la sola parte relativa ai crediti commerciali che, sulla base delle disposizioni convenute sono anticipabili.

Il denominatore corrisponde al debito non operativo che deve essere rimborsato nei sei mesi successivi. Esso è costituito da:

- a. pagamenti previsti, per capitale ed interessi, del debito finanziario;
- b. debito fiscale o contributivo, comprensivo di sanzioni ed interessi, non corrente e cioè debito il cui versamento non è stato effettuato alle scadenze, il cui pagamento, anche in virtù di rateazioni e dilazioni accordate, scade nei successivi sei mesi;
- c. debito nei confronti dei fornitori e degli altri creditori il cui ritardo di pagamento supera i limiti della fisiologia. Nel caso di debito derivante da piani di rientro accordati dai

fornitori/creditori, rileva la parte di essi, comprensiva dei relativi interessi, che scade nei sei mesi.

Le linee di credito in scadenza nei sei mesi successivi sono collocate al denominatore salvo che se ne ritenga ragionevole il rinnovo o il mantenimento.

La scelta tra i due approcci è rimessa agli organi di controllo e dipende dalla qualità ed affidabilità dei relativi flussi informativi.

Ai fini del calcolo del DSCR l'orizzonte temporale di sei mesi può essere ampliato alla durata residua dell'esercizio se superiore a sei mesi, se ciò rende più agevole ed affidabile il calcolo del DSCR. In ogni caso, numeratore e denominatore devono essere tra di loro confrontabili.

Vi è da considerare che ai fini del calcolo del numeratore del DSCR l'incasso dei crediti liquidi ed esigibili nei confronti della pubblica amministrazione, diversa dagli enti locali che hanno dichiarato lo stato di dissesto, andrebbe portato in conto al momento alla scadenza prevista e, se scaduta, come pagamento a pronti.

Il benchmark di verifica per il DSCR è un valore maggiore di 1, indicando la sostenibilità finanziaria dei debiti nei sei mesi successivi, al contrario un valore inferiore di 1 indica l'incapacità di sostenimento delle obbligazioni contratte, verificando la condizione di una motivata esistenza di crisi.

2.8.3 Gli indici di settore

Una volta analizzati il patrimonio netto negativo e il DSCR, se calcolabile in maniera corretta attraverso dati recenti, si passa al calcolo degli indici di settore studiati dal ODCEC.

È opportuno segnalare che i cinque indici previsti devono essere utilizzati contemporaneamente nell'analisi in quanto un loro parziale o individuale osservazione non può dare una visione globale ma solamente parziale dei sintomi della crisi d'impresa.

Per tale ragione deve esserci il superamento di tutte le soglie per settore degli indici per l'attivazione delle procedure previste dal Codice.

Indice di sostenibilità degli oneri finanziari

$$\frac{\text{Intessi ed oneri finanziari}}{\text{Ricavi netti}}$$

È un indice economico e rappresenta il grado di riassorbimento del costo del capitale di debito dell'impresa nel volume delle vendite.

Se gli oneri finanziari sono troppo elevati rispetto ai ricavi netti risulta evidente che l'impresa si troverebbe in difficoltà per remunerare altri fattori di produzione come fornitori e imposte, in quanto gli oneri finanziari assorbirebbero la maggior parte del flusso di cassa.

Questo indice può essere modificato mettendo a denominatore l'Ebitda dell'impresa. In questo modo il valore dell'indice potrebbe dare un valore, seppur grezzo, di margine di assorbimento degli oneri finanziari, ovvero il margine di assorbimento degli oneri finanziari per consentire di utilizzare il residuo dei flussi di cassa per finanziare altri investimenti e ripagare il debito contratto.

Un valore vicino all'1 dunque, evidenzerebbe una situazione di criticità poiché di fatto tutti i flussi di cassa operativi saranno impiegati a pagare gli oneri del debito finanziario.

Indice di grado di adeguatezza patrimoniale e composizione del passivo per natura delle fonti

$$\frac{\textit{Patrimonio netto}}{\textit{Totale dei debiti + ratei e risconti}}$$

Il patrimonio netto deve essere diminuito di eventuali crediti verso soci per versamenti ancora dovuti o dividendi deliberati ma non pagati.

Tale indice rappresenta un indicatore di performance patrimoniale che vuole analizzare il grado di indipendenza patrimoniale della società, non solo riguardo al capitale di debito, ma anche rispetto al debito operativo generato dai ratei e risconti.

Un valore maggiore di 1 indica uno stato di performance aziendale e di capacità di remunerazione del debito.

Indice di ritorno liquido dell'attivo

$$\frac{\textit{Cash flow}}{\textit{Totale dell'attivo}}$$

Con questo indice si intende misurare il rendimento delle attività dell'impresa e la loro capacità di ritornare i flussi di cassa. Il metodo prescelto è quello indiretto, ovvero partendo dal risultato d'esercizio rimontato di tutti i costi e ricavi non monetari inclusi quindi gli accantonamenti e gli utilizzi dei fondi passivi.

Indice di liquidità

$$\frac{\text{Attivo a breve}}{\text{Passivo a breve}}$$

Per attivo e passivo a breve si intendono tutti quei ricavi e costi esigibili entro l'esercizio successivo.

È un indice finanziario che rappresenta il grado di copertura delle passività a breve e lo squilibrio viene rappresentato da un rapporto inferiore a uno di tale indice.

Indice di indebitamento previdenziale e tributario

$$\frac{\text{Debiti tributari e debiti verso istituti di previdenza}}{\text{Totale attivo}}$$

Questo indice è significativo di evidenti e reiterati ritardi nei pagamenti verso gli enti pubblici e potrebbe far scattare segnalazione da parte di organi esterni” come prevista dalla normativa da parte dei creditori pubblici qualificati, come Agenzia delle Entrate ed Inps¹⁷, l'art. 15 del

¹⁷ Ai fini di una corretta rilevazione delle soglie dell'esposizione debitoria il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza prevede ex art. 15 “l'esposizione debitoria è di importo rilevante:

- a) per l'Agenzia delle entrate, quando l'ammontare totale del debito scaduto e non versato per l'imposta sul valore aggiunto, risultante dalla comunicazione dei dati delle liquidazioni periodiche di cui all'articolo 21-bis del decreto-legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122, è superiore ai seguenti importi: euro 100.000, se il volume di affari risultante dalla dichiarazione relativa all'anno precedente non è superiore ad euro 1.000.000; euro 500.000, se il volume di affari risultante dalla dichiarazione relativa all'anno precedente non è superiore ad euro 10.000.000; euro 1.000.000 se il volume di affari risultante dalla dichiarazione relativa all'anno precedente è superiore ad euro 10.000.000;
- b) per l'Istituto nazionale della previdenza sociale, quando il debitore è in ritardo di oltre sei mesi nel versamento di contributi previdenziali di ammontare superiore alla metà di quelli dovuti nell'anno precedente e superiore alla soglia di euro 50.000;
- c) per l'agente della riscossione, quando la sommatoria dei crediti affidati per la riscossione dopo la data di entrata in vigore del presente codice, autodichiarati o definitivamente accertati e scaduti da oltre

D.lgs. 14/2019 dispone che “L'Agenzia delle entrate, l'Istituto nazionale della previdenza sociale e l'agente della riscossione hanno l'obbligo di dare avviso al debitore che la sua esposizione debitoria ha superato l'importo rilevante [...] e che se entro novanta giorni (modificati dal decreto correttivo a 60 giorni) dalla ricezione dell'avviso egli non avrà estinto o altrimenti regolarizzato per intero il proprio debito con le modalità previste dalla legge o o se, per l'Agenzia delle entrate, non risulterà in regola con il pagamento rateale del debito previsto dall'articolo 3-bis del D.LGS. 18 dicembre 1997, n. 462 o non avrà presentato istanza di composizione assistita della crisi o domanda per l'accesso ad una procedura di regolazione della crisi e dell'insolvenza, essi ne faranno segnalazione all'OCRI, anche per la segnalazione agli organi di controllo della società [...]”

Per una corretta predisposizione degli indici è utile utilizzare le voci corrette dello stato patrimoniale e del conto economico che vengono riepilogate nella tabella sottostante.

Tabella 1 - Gli indici di settore

INDICE	AREA GESTIONALE	NUMERATORE	DENOMINATORE
ONERI FINANZIARI / RICAVI	FINANZIARIA	Include gli interessi e altri oneri finanziari di cui alla voce C.17 art.2425 c.c.	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	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)

novanta giorni superi, per le imprese individuali, la soglia di euro 500.000 e, per le imprese collettive, la soglia di euro 1.000.000.”

CASH FLOW / ATTIVO	FINANZIARIO	Il cash flow è rappresentato dall'utile (perdita) di esercizio più i costi non monetari (ad.es, ammortamenti, svalutazioni crediti, accantonamenti per rischi) meno i ricavi non monetari (ad.es, rivalutazioni partecipazioni, imposte anticipate)	Totale dell'attivo dello stato patrimoniale art.2424 c.c.
ATTIVITA' A BREVE / PASSIVITA' A BREVE	FINANZIARIO	L'attivo a breve termine è la somma delle voci dell'attivo circolante (voce C) esigibili 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)
INDEBITAMENTO PREVIDENZIALE E TRIBUTARIO / ATTIVO	PATRIMONIALE	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.

Si riportano anche i valori soglia degli indici sopra descritti divisi per settore

Tabella 2 - Soglie di allerta divise per settore

Settore	Oneri finanziari/Ricavi	PN/Debiti totali	Attività a breve/Passività a breve	Cash flow/Attivo	Debiti tributari e previdenziali/Attivo
A. Agricoltura, silvicoltura e pesca	2,8%	9,4%	92,1%	0,3%	5,6%
B. Estrazione C. Manifattura D. Produzione energia/gas	3,0%	7,6%	93,7%	0,5%	4,9%

E. Fornitura acqua reti fognarie rifiuti	2,6%	6,7%	84,2%	1,9%	6,5%
D. Trasmissione energia/gas					
F41. Costruzione di edifici	3,8%	4,9%	108,0%	0,4%	3,8%
F42. Ingegneria civile F43. Costruzioni specializzate	2,8%	5,3%	101,1%	1,4%	5,3%
G45. Commercio autoveicoli G46. Comm. Ingrosso D. Distribuzione energia/gas	2,1%	6,3%	101,4%	0,6%	2,9%
G47. Commercio dettaglio I56. Bar e ristoranti	1,5%	4,2%	89,8%	1,0%	7,8%
H. Trasporto e magazzinaggio I55. Hotel	1,5%	4,1%	86,0%	1,4%	10,2%
JMN. Servizi alle imprese	1,8%	5,2%	95,4%	1,7%	11,9%
PQRS. Servizi alle persone	2,7%	2,3%	69,8%	0,5%	14,6%

Ai fini dell'applicazione degli alert occorre considerare la correlazione degli indicatori con il rischio, ovvero:

- ONERI FINANZIARI / RICAVI: si accende il segnale in caso di valori maggiori o uguali al valore soglia;
- PATRIMONIO NETTO / DEBITI TOTALI: si accende il segnale in caso di valori minori o uguali al valore soglia;

- LIQUIDITA' A BREVE TERMINE: si accende il segnale in caso di valori minori o uguali al valore soglia;
- CASH FLOW / ATTIVO: si accende il segnale in caso di valori minori o uguali al valore soglia;
- INDEBITAMENTO PREVIDENZIALE E TRIBUTARIO / ATTIVO: si accende il segnale in caso di valori maggiori o uguali al valore soglia.

Si ricorda che la singola lettura degli indici non restituisce un quadro completo in quanto è necessario valutare ogni singola azienda e ogni singolo settore per dare un'adeguata lettura dell'indice stesso.

2.9 Il presupposto della continuità aziendale e la deroga prevista dal Decreto

Rilancio

Il superamento delle soglie previste dagli indici non implica automaticamente lo stato di crisi e sarà l'organo amministrativo a dover monitorare l'attività aziendale per dare evidenza della non sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi, nella prospettiva del *going concern* dell'impresa¹⁸ come previsto dall'art. 13, comma 1 del CCII.

Altresì, costituiscono elemento indicatore di crisi i ritardi nei pagamenti reiterati e significati¹⁹:

- a. l'esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno sessanta giorni per un ammontare pari ad oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni;
- b. l'esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno centoventi giorni per un ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti.

¹⁸ Articolo 13, c. 1 CCII *“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 non sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e dell'assenza di 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, nei sei mesi successivi. A questi fini, sono indici significativi quelli che misurano la non sostenibilità degli oneri dell'indebitamento con i flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare e l'inadeguatezza 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.”*

¹⁹ Articolo 24 CCII

Come detto precedentemente, l'organo gestorio deve monitorare e dare evidenza della sostenibilità dell'impresa nell'ottica della continuità aziendale, norma prevista dall'art. 2423 bis sui principi di redazione del bilancio, al primo comma viene esplicitato il principio cardine della redazione dei bilanci ovvero *“la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività”*²⁰.

Viene delineata quindi l'ottica di vita e funzionamento dell'impresa che è un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi che è destinata a durare nel tempo.

Si è reso necessario porre una deroga a questo principio a causa dell'emergenza epidemiologica COVID-19, in tal senso è intervenuto l'art. 38 quater del DL 34/2020²¹ c.d. “Decreto Rilancio” prevedendo che si ha *“la possibilità di operare la valutazione delle voci di bilancio secondo prospettiva della continuità aziendale, quando tale situazione sussisteva prima del manifestarsi della crisi”*.

L'incertezza generata quindi dalla pandemia deve essere quindi valutata come un aspetto temporaneo e momentaneo, quindi non si dovrà tenere conto degli affetti successivi alla data di chiusura del bilancio.

Uno dei riflessi maggiori dovuti all'introduzione del nuovo Codice è quella di una adeguata organizzazione dell'organo gestorio in quanto dovrà vigilare sull'andamento aziendale.

²⁰ La *ratio legis* di questo articolo è che i principi fondamentali che il redattore del bilancio deve tenere presenti e che integrano i principi generali di chiarezza e di rappresentazione in modo veritiero e corretto contenuti nell'art. 2423.

²¹ Decreto rilancio: Legge 17/7/2020 n 77 conversione del Decreto Legge 19/5/2020 n. 34 *“Ai sensi del successivo co. 2 dell'art. 38-quater del D.L. 34/2020, anch'esso in vigore dal 19.7.2020, nella predisposizione del bilancio di esercizio in corso al 31.12.2020, la valutazione delle voci e della prospettiva della continuazione dell'attività di cui all'art. 2423-bis, co. 1, n. 1), c.c. può comunque essere operata sulla base delle risultanze dell'ultimo bilancio d'esercizio chiuso entro il 23.2.2020 Le informazioni relative al presupposto della continuità aziendale sono fornite in nota integrativa, nelle politiche contabili di cui all'art. 2427, co. 1, n. 1), c.c.), anche mediante il richiamo delle risultanze del bilancio precedente. Rimangono ferme tutte le altre disposizioni relative alle informazioni da riportare nella nota integrativa e alla relazione sulla gestione, comprese quelle riguardanti i rischi e le incertezze concernenti gli eventi successivi, nonché alla capacità dell'azienda di continuare a costituire un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito. L'efficacia delle suddette disposizioni dell'art. 38-quater del D.L. 38/2020 è limitata ai soli fini civilistici”*.

Sarà richiesto quindi di calcolare con frequenza il valore degli indici, tale aspetto è già presente in aziende con l'obbligo di sindaco o revisore che verificano l'andamento aziendale durante i controlli periodici²².

Diversamente per le imprese in cui non vi è questo obbligo sarà necessario porre una corretta attenzione rispetto all'andamento futuro, con uno sguardo attento verso la rilevazione di fatti e segnali di una corretta gestione futura.

Il controllo contabile e di gestione è elemento chiave di un controllo costante al fine di valutare l'equilibrio economico e finanziario, prevedendo così l'andamento futuro.

2.10 Gli indici specifici

Il Codice prevede all'art. 13, comma 3 prevede *“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.”*

Inoltre, dovrà essere un professionista indipendente ad attestare l'adeguatezza di tali indici secondo dei criteri specifici elaborati dati dalla specifica dell'impresa e tale scelta dovrà essere motivata nella nota integrativa del bilancio.

Viene prevista un'altra deroga all'utilizzo degli indici per determinate imprese²³, fermo restando l'applicazione delle previsioni in oggetto dell'articolo 14 CCI, ovvero l'obbligo di segnalazione da parte degli organi di controllo.

2.10.1 Le imprese costituite da meno di due anni

Gli indici di settore e il DSCR non trovano applicazione per le imprese costituite da meno di due anni, l'unico indice che si rileva è il patrimonio netto negativo.

In deroga a tale principio vengono applicati tutti gli indici di settore nel caso in cui l'impresa o la società neo costituita sia succeduta ad altra o sia subentrata ad altra nella conduzione o nella titolarità dell'azienda. A titolo esemplificativo si riportano i seguenti casi:

²² L'art. 14, c. 1, lett. b) del d. lgs. 39/2010 richiede al soggetto incaricato della revisione legale di verificare, nel corso dell'esercizio, la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili. Infatti, i principi di revisione prevedono delle verifiche periodiche la cui frequenza è determinata dalla valutazione del rischio di revisione che il revisore farà in sede di pianificazione.

²³ ex art. 13, comma 2 CCI

- società beneficiarie di un complesso o di un ramo aziendale per effetto di una operazione di scissione;
- società incorporanti in una operazione di fusione o risultanti dalla fusione;
- società conferitarie di un complesso o di un ramo aziendale;
- imprese acquirenti un complesso od un ramo aziendale già esistente;
- imprese che conducono in affitto un complesso o un ramo aziendale già esistente.

2.10.2 Le imprese in liquidazione

Per le imprese in liquidazione, a condizione che esse abbiano cessato l'attività, l'indice rilevante della crisi è rappresentato dal rapporto tra il valore di realizzo dell'attivo liquidabile e il debito complessivo della società.

Rilevano comunque la presenza di reiterati e significativi ritardi nei pagamenti o di un DSCR inferiore ad 1.

Non è invece di per sé indicativa la presenza di un patrimonio netto negativo che potrebbe derivare da un minore valore di libro degli assets rispetto a quanto realizzabile dalla loro liquidazione.

2.10.3 Le Start-up innovative

Per le start-up innovative di cui al decreto-legge 18 ottobre 2012, n.179, convertito dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, e le PMI innovative di cui al decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 marzo 2015, n. 33 non possono applicarsi gli indici settoriali, tale scelta è dovuta all' tasso di insuccesso connaturale al profilo di rischio che caratterizza queste imprese²⁴.

Per esse rileva principalmente la capacità di ottenere risorse finanziarie da soci, obbligazionisti, banche, intermediari finanziari che unitamente alle sovvenzioni ed ai contributi pubblici consentano di proseguire nello studio e nello sviluppo dell'iniziativa imprenditoriale.

L'indice di crisi risiede dunque, in presenza di debito attuale o derivante dagli impegni assunti, nella capacità di ottenere le risorse finanziarie per la prosecuzione dell'attività di studio e di

²⁴ Il legislatore vuole applicare una diversa disciplina in quanto intende privilegiare rispetto alla mitigazione del rischio la capacità di intrapresa e la spinta innovativa fondamentale per lo sviluppo del sistema imprenditoriale del Paese.

sviluppo, laddove un momento di criticità è costituito dalla sua sospensione per almeno 12 mesi.

Per la misurazione dell'indice si ricorre pertanto al DSCR, tenendo conto del fabbisogno finanziario minimo per la prosecuzione dell'attività di studio e sviluppo del progetto.

L'assenza di ricavi ed i risultati economici negativi, di converso, non hanno rilevanza determinante al fine di individuare lo stato di crisi.

Il fatto che la natura innovativa dell'impresa dipenda dalla dichiarazione della parte comporta comunque la necessità di una valutazione della sussistenza dei requisiti da parte degli organi di controllo.

2.10.4 I Consorzi e le Cooperative

Il documento del CNDEC per le cooperative, in relazione al prestito sociale, prevede sia rilevante il calcolo dell'indice DSCR a 6 mesi, tenendo conto dei flussi attesi, per versamenti e rimborsi del prestito stesso, secondo una non irragionevole stima, basata sulle evidenze storiche delle relative movimentazioni non precedenti a tre anni.

Per le cooperative, in presenza di prestito sociale, l'indice di adeguatezza patrimoniale potrà essere modificato sulla base di quanto previsto dell'art. 13 comma 3 per tenere conto della incidenza di richieste di rimborso dei prestiti soci sulla base delle evidenze storiche non precedenti a tre anni.

Sempre per le cooperative, nel calcolo dell'*indice di liquidità*, la voce relativa al "passivo a breve termine", in relazione al prestito sociale, deve tener conto delle precisazioni e delle valutazioni effettuate con riferimento al calcolo del DSCR e dell'indice di adeguatezza patrimoniale.

Per le cooperative agricole di conferimento, per le cooperative edilizie di abitazione, per i consorzi e le società consortili, inclusi i consorzi cooperativi, l'indice di adeguatezza patrimoniale potrà essere modificato sulla base di quanto previsto dell'art. 13, comma 3, tenendo conto dei debiti vs soci riferiti allo scambio mutualistico.

CAPITOLO 3. L'analisi empirica

3.1 Il settore dell'abbigliamento e tessile in Veneto

Il presente capitolo vuole analizzare un gruppo di imprese del settore d'abbigliamento e tessile del Veneto, fallite e cessate per liquidazione volontaria o fallimento.

Questo settore è sempre stato uno dei settori trainanti per l'industria del Veneto, in particolare la provincia di Treviso è il centro di questo polo industriale.

Benetton è l'esempio più lampante di come un'azienda familiare sia diventata una multinazionale capace di trainare un intero settore, ma nella provincia di Treviso si ricordano anche imprese come Lotto, Geox, Diadora e Belstaff.

Il settore ha visto una fortissima crescita dagli anni '80 in poi ma anche periodi di crisi dovuti alla maggiore competitività dei mercati orientali e alla internalizzazione dei mercati con l'avvento di internet e delle piattaforme online di vendita dove ogni privato cittadino può acquistare in autonomia e comodamente seduto sulla propria scrivania di casa.

Le grandi imprese trascinano le piccole e medie imprese che operano su commissione e tale legame porta con sé benefici ma anche svantaggi: la crisi infatti ha notevolmente colpito queste ultime che hanno dovuto reinventarsi in parte per sopravvivere al calo di commesse.

Un'indagine di VenetoCongiuntura di Unioncamere regionale ha rilevato nel solo 2020 una contrazione del fatturato del -7,60 per cento su base annua²⁵.

Gli imprenditori per ovviare alla crisi, in molti casi, hanno dovuto trovare vie alternative per sopravvivere e contrastare la crisi continua, da terzisti sono diventate esse stesse produttrici di linee proprie.

In ogni caso, il settore della moda e della produzione tessile e manifatturiera del Veneto rappresenta uno dei tesori più importanti per l'economia della provincia di Treviso, che crea una rete di imprese che trainano l'economia trevigiana.

3.2 Il campione di analisi

La seguente analisi si è concentrata sulle imprese del settore abbigliamento fallite o cessate in Veneto negli ultimi 20 anni tramite l'ausilio della banca dati AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende, la quale è una banca dati di informazioni finanziarie anagrafiche e commerciali su società di capitale, attive o cessate in Italia.

²⁵ https://www.ilgazzettino.it/economia/indagine_veneto_congiuntura_economia_perdite-5390397.html

Il campione di aziende analizzato è stato costruito con i seguenti parametri:

- codice Ateco 2007²⁶ 14.00.00 “Confezione di articoli di abbigliamento, confezioni di articoli in pelle e pelliccia, fabbricazioni di articoli di maglieria”;
- stato giuridico delle imprese: fallita, cessata per fallimento, cessata per liquidazione volontaria, in liquidazione;
- analizzati i bilanci dall’anno n , anno dell’ultimo bilancio disponibile, fino all’anno $n-5$;
- considerate le imprese che congiuntamente, in tutti gli anni analizzati, presentavano i seguenti parametri di bilancio:
 - a. attivo non inferiore a 350.000 €;
 - b. ricavi non inferiori a 175.000 €;
 - c. dipendenti occupati non inferiori a 5.
- la zona geografica selezionata per il campionamento con i parametri sopra descritti è stata la provincia di Treviso in Veneto.

Il campione è così risultato essere di 30 imprese.

Tali parametri di selezione sono stati scelti sia per esigenze di analisi di bilancio sia per motivi personali.

Dal punto di vista di dati bilancio, la scelta di precisi limiti finanziari è dovuta al fatto di non selezionare micro-imprese²⁷, ovvero le società che nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:

- a. totale dell’attivo dello stato patrimoniale: 175.000 euro;
- b. ricavi delle vendite e delle prestazioni: 350.000 euro;
- c. dipendenti occupati in media durante l’esercizio: 5 unità.

La selezione, quindi, ha voluto evitare le imprese che adottano il bilancio redatto in forma di micro-impresa, adottando quindi schemi di redazione del bilancio in forma abbreviata, ovvero adottando i principi contabili dell’OIC 12 in cui *“[...] le voci A e D dell’attivo possono essere comprese nella voce CII; la voce E del passivo può essere compresa nella voce D; nelle voci CII*

²⁶ Il Codice Ateco 2007 è la classificazione che l’Istat, a partire dal 1° gennaio 2008, ha adottato nella classificazione delle attività commerciali, recependo a livello nazionale la nomenclatura europea Nace Rev. 2, pubblicata sull’Office Journal il 20 dicembre 2006 (Regolamento CE n.1893/2006 del PE e del Consiglio del 20/12/2006).

²⁷ ex art. 2435-ter, comma 1, Codice Civile

dell'attivo e D del passivo devono essere separatamente indicati i crediti e i debiti esigibili oltre l'esercizio successivo. Le società che redigono il bilancio in forma abbreviata sono esonerate dalla redazione del rendiconto finanziario".

La scelta geografica della provincia di Treviso è dovuta all'importanza che il settore della produzione di confezioni di articoli di abbigliamento e maglieria ha per la zona di Treviso e tutti i settori ad esso collegati come il commercio, si pensi a Benetton Group S.r.l. e l'impatto economico che ha nel territorio.

La scelta di questo tipo di impresa è stata dettata anche da motivi personali dello scrivente, in quanto la mia famiglia ha sempre lavorato in tale settore, percorrendo varie fasi sia di crescita sia di forte declino attraverso gli anni.

L'analisi vuole verificare se il campione scelto presentava contemporaneamente i 5 indici di settore fuori soglia negli ultimi sei anni, prima della cessazione dell'impresa, e in tal senso avrebbero fatto scattare l'obbligo di segnalazione a causa dello stato di crisi e insolvenza.

Il presente lavoro vuole porre una riflessione nella capacità di prevenzione della crisi e della conseguente insolvenza, analizzando un campione di imprese già fallite, ovvero verificando l'andamento temporale degli indici e il conseguente sistema di allerta e segnalazione previsto dal nuovo Codice.

3.2.1 Le imprese selezionate

Le trenta imprese risultanti della selezione del campione sono state le seguenti.

Tabella 3 - Anagrafica delle imprese campionate

Ragione sociale	Codice fiscale	Partita IVA	Sede legale
PROD S.R.L.	01962480271	03587500269	Montebelluna
GIESSE S.R.L.	02433830268	02433830268	Maserada sul Piave
MAGLIFICIO MORGANO S.P.A. IN LIQUIDAZIONE	00196110266	00196110266	Morgano
MAGLIA CUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	00577240260	00577240260	Susegana
MAGLIFICIO ALESSANDRA - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	01175400264	01175400264	Casale sul Sile
IMPRESA CONFEZIONE ABBIGLIAMENTO TESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	00700980261	00700980261	Caerano di San Marco

CONFEZIONI CROCETTA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE	01143810263	01143810263	Montebelluna
NUOVA ASOLANA SOCIETA' COOPERATIVA	02203540261	02203540261	Maser
MANIFATTURE TESSILI CASTELLANE S.R.L.	02430310264	02430310264	Resana
ROCCA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	01757650260	01757650260	Quinto di Treviso
MARISAMONTI S.R.L.	04318740265	04318740265	Maserada sul Piave
MIND S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	01968750206	01968750206	Zenson di Piave
INDUSTRIA CONFEZIONI TREVISO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	01318340260	01318340260	Quinto di Treviso
INDUSTRIE SPORTIVE S.R.L.	04224440265	04224440265	Castello di Godego
B. & B. 82 S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03314060264	03314060264	Vedelago
ZIPPY GROUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03162070266	03162070266	Spresiano
MAGLIFICIO MIRKA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	02059790267	02059790267	Cornuda
INTERTESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03601580263	03601580263	Carbonera
A.C.S. CONFEZIONI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03058820261	03058820261	Castelfranco Veneto
NEFER - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	01851620268	01851620268	Castelfranco Veneto
QUICK S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03401500263	03401500263	Altivole
TOP & CO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03845780265	03845780265	Asolo
GERLIN LOOK S.R.L.	03686270269	03686270269	Valdobbiadene
RED STAR S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	00505420265	00505420265	Vittorio Veneto
CONFEZIONI CHARMING S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	02405220266	02405220266	Roncade
LOWE ALPINE INTERNATIONAL S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03875410262	03875410262	Nervesa della Battaglia
KAPI LINE S.R.L.	02085370266	02085370266	Paese
ABBIPLAST S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03461030268	03461030268	San Polo di Piave
IL PUNTO TRICOT S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03551910262	03551910262	Mogliano Veneto

PAKI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	03403930260	03403930260	Cornuda
-----------------------------	-------------	-------------	---------

Per completezza si riportano anche le date disponibili dell'ultimo bilancio.

Tabella 4 – Data dell'ultimo bilancio disponibile

Ragione sociale	Chiusura bilancio Ultimo anno disp.
PROD S.R.L.	30/09/2015
GIESSE S.R.L.	31/12/2011
MAGLIFICIO MORGANO S.P.A. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2006
MAGLIA CUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2006
MAGLIFICIO ALESSANDRA - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	30/12/2005
IMPRESA CONFEZIONE ABBIGLIAMENTO TESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2013
CONFEZIONI CROSETTA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2009
NUOVA ASOLANA SOCIETA' COOPERATIVA	31/12/2004
MANIFATTURE TESSILI CASTELLANE S.R.L.	31/03/2009
ROCCA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2007
MARISAMONTI S.R.L.	31/03/2015
MIND S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2008
INDUSTRIA CONFEZIONI TREVISO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2006
INDUSTRIE SPORTIVE S.R.L.	31/12/2012
B. & B. 82 S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2018
ZIPPY GROUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2012
MAGLIFICIO MIRKA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2006
INTERTESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2006

A.C.S. CONFEZIONI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2008
NEFER - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2007
QUICK S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2005
TOP & CO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2015
GERLIN LOOK S.R.L.	31/12/2019
RED STAR SRL IN LIQUIDAZIONE	31/12/2007
CONFEZIONI CHARMING S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2005
LOWE ALPINE INTERNATIONAL S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2012
KAPI LINE S.R.L.	31/12/2004
ABBIPLAST SRL IN LIQUIDAZIONE	31/12/2005
IL PUNTO TRICOT S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	30/09/2010
PAKI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	31/12/2012

3.2.2 La possibile relazione tra i principi di Basilea III e il campione oggetto di analisi

Il dato di chiusura dell'ultimo bilancio disponibile può fungere anche da "confine" per una valutazione soggettiva delle imprese fallite ante e post l'entrata in vigore Basilea III, ovvero gli accordi entrati in vigore nel 2013.

Questo in quanto le linee di credito e finanziamento date alle imprese hanno subito una notevole mutazione nel tempo, a causa delle crisi finanziarie che hanno portato lo shock finanziario del 2008 e il quasi fallimento dei mercati.

Per meglio spiegare questa possibile relazione, risulta utile fare un breve riassunto e spiegazione riguardo agli Accordi di Basilea.

Gli accordi di Basilea sono stati definiti nel 1988 con l'"Accordo sul Capitale minimo delle banche" e l'obiettivo di fondo è quello che ogni operazione di prestito deve corrispondere a

una quota di capitale regolamentare da detenere a scopo precauzionale, ovvero ogni banca deve tenere nel proprio bilancio una riserva per coprirsi dai rischi di non solvibilità.

Queste linee guida dettate alle banche, riguardano quindi linee guida in materia di requisiti patrimoniali da rispettare, per perseguire la stabilità monetaria e finanziaria.

L'evoluzione dei mercati e i limiti che mostrò il primo accordo portò una prima modifica dell'accordo.

Nel 1996 venne stabilito che il capitale minimo da detenere dovesse considerare sia il rischio di credito sia il rischio di mercato, dunque non una mera detenzione di un capitale generico da accantonare per coprirsi dal rischio.

Queste modifiche si resero necessarie soprattutto per l'evoluzione nel tempo dei mercati e per i rischi troppo poco considerati riguardo le inadeguatezze connesse alle procedure concorsuali e a tutti i problemi che intervengono nella normale attività di banca, ovvero introducendo il fattore di rischio operativo, arrivando così agli accordi di Basilea II nel 2004

La crisi finanziaria del 2008 mostrò ancora una volta i limiti di tale sistema e spinse le autorità bancarie sovranazionali a introdurre una completa revisione del sistema regolamentare.

Molte banche rispettavano tutti i requisiti patrimoniali stabiliti da Basilea II, ma la crisi mostrò la fragilità e criticità dei loro bilanci.

In relazione a ciò il Comitato di Basilea ha previsto un completo rafforzamento delle regole riguardanti il capitale e la liquidità con l'obiettivo di rendere il sistema bancario solido, potenzialmente non fallibile e in grado di assorbire gli shock finanziari trasmessi dall'economia reale.

Basilea III fu approvato nel 2010 durante il G20 di Seul ed entrato in vigore nel 2013²⁸, con completo recepimento di tutti gli istituti europei bancari nel 2019.

I pilastri su cui si basa Basilea III sono:

1. **requisito patrimoniale:** viene incrementato il patrimonio di vigilanza che le banche devono detenere, ovvero il capitale minimo che ogni banca deve detenere nel proprio bilancio per soddisfare i requisiti,

²⁸ L'Unione Europea ha ratificato le normative tramite una direttiva (2013/36 EU) e un regolamento (575/2013 CE), definendo i limiti quantitativi previsti negli accordi validi per le banche europee.

2. **controllo prudenziale:** è il controllo che ogni banca deve verificare e prevedere per la sua adeguatezza patrimoniale, l'autorità di vigilanza è l'organo predisposto a tale verifica;
3. **disciplina di mercato:** ogni banca deve periodicamente effettuare una comunicazione riguardo la sua situazione finanziaria, in tal modo di permette una corretta valutazione del rischio da parte degli operatori di mercato.

In aggiunta a tali norme si è previsto che:

1. le banche adottino misure anticicliche, ovvero che nei momenti migliori vengano accumulate scorte di capitale da utilizzare durante eventuali recessioni;
2. prevista una la leva finanziaria per le banche, in tale modo si limita il limite tra il capitale della banca e il volume delle attività²⁹.

Questi nuovi vincoli, molto stringenti rispetto a prima, potrebbero “strozzare” l'accesso al credito soprattutto per le piccole e medie imprese oppure applicare loro quote di interessi maggiori rispetto ad uno stesso finanziamento chiesto da una grande impresa.

Tale motivo, in relazione a quanto detto sopra, è un regolamento molto più stringente riguardo l'accantonamento di riserve in relazione alla valutazione di rischio maggiori che le Pmi hanno, del resto la rischiosità maggiore è intrinseca a questo tipo di imprese.

I nuovi criteri di rilevazione delle perdite attese, dovuti alla riforma di Basilea 3 e l'introduzione dei nuovi principi contabili IFRS 9, prevedono la creazione di un apposito fondo un fondo di copertura delle perdite attese³⁰, facendo così aumentare il costo del capitale delle banche.

²⁹ Bank International Statement – Comitato di Basilea per la vigilanza Bancaria, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, dicembre 2010 (aggiornato al giugno 2011).

³⁰ Si è passati da un modello di rilevazione delle perdite c.d. *incurred* previsto dallo IAS 39 – *Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione* al modello *expected* sancito dall'IFRS 9 – *Strumenti finanziari*. Il modello *incurred* prevedeva la rilevazione delle perdite sui crediti solo nel momento in cui si veniva a conoscenza, con evidenze obbiettive, dell'effettiva perdita di riduzione di valore. Il nuovo IFRS 9 sancisce invece che il credito venga iscritto al costo ammortizzato e valorizzato nel bilancio al netto del rischio di perdita atteso, a prescindere o meno che vi siano già rilevate e concretizzate tali evidenze di rischio di perdita.

Uno studio di Intesa Sanpaolo ha stimato che questo aumento del costo del capitale dell'1% genera un incremento dei tassi su prestiti a 5 anni tra i 10 e 40 punti base, a seconda della tipologia e rischiosità dell'impresa³¹.

Il risultato di questo aumento del costo del capitale, unito ai principi più stringenti sopra descritti dell'IFRS 9, probabilmente avranno un impatto molto negativo sui prestiti non garantiti e i prestiti a medio-lungo termine, che sono le due principali fonti finanziarie delle Pmi.

In base alla data dell'ultimo bilancio disponibile (*tabella 4*) le imprese fallite, cessate, poste in liquidazione prima o dopo gli accordi di Basilea 3 sono così distribuite:



Grafico 1 - Campione di imprese analizzate fallite o cessate post/ante accordi di Basilea III

Come si vede dal grafico a torta sopra riportato le società fallite post accordi di Basilea 3 sono il 20% del campione analizzato.

Le informazioni ricavabili dai singoli bilanci, tuttavia, non sono sufficienti a capire se le imprese analizzate sono entrate in crisi a causa di mancati finanziamenti erogati in quanto sarebbe necessario analizzare le singole imprese e le loro caratteristiche intrinseche finanziarie e di mercato, quali ad esempio le fonti di finanziamento e i relativi contratti stipulati con banche o finanziarie.

³¹ Articolo di Luca Davi, *L'allarme delle banche europee: Basilea 3 un cappio per le Pmi*, Il Sole24Ore del 10 aprile 2019.

In ogni caso risulta necessario ricordare che il problema di accesso al credito delle Pmi, a causa delle norme sempre più stringenti dettate dai bilanci a cui le banche devono sottostare, può avere un impatto fortemente negativo nel nostro sistema economico considerando il fatto che circa due terzi delle imprese italiane sono micro imprese e rappresentano circa il 79,50% del totale³².

3.3 L'analisi degli indici di settore del campione scelto

Il capitolo seguente affronterà l'analisi degli indici di settore del campione prescelto nei 5 anni ante ultimo bilancio disponibile.

In ogni paragrafo verrà descritto l'indice di settore analizzato e come è stato costruito con l'ausilio della banca dati AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende e se le varie soglie di alert previste per questo codice Ateco sono state superate contemporaneamente oppure sono scattati solamente alcuni alert.

Si ricorda che gli alert previsti per questo settore sono:

Tabella 5 - Soglie di allerta previste per il settore manifatturiero

Settore	Oneri finanziari/Ricavi	PN/Debiti totali	Attività a breve/Passività a breve	Cash flow/Attivo	Debiti tributari e previdenziali/Attivo
B. Estrazione C. Tessile D. Produzione energia/gas	3,0%	7,6%	93,7%	0,5%	4,9%

3.3.1 L'indice di sostenibilità degli oneri finanziari

Il primo indice costruito è quello di sostenibilità degli oneri finanziari, definito come rapporto tra interessi ed oneri finanziari di cui alla voce C.17 del conto economico su ricavi netti di cui alla voce A.1 del Conto economico.

Questo indice rappresenta un indicatore economico di performance aziendale, ovvero misura la capacità di assorbimento del debito dell'impresa in riferimento del volume dei ricavi delle vendite.

³² Dati ISTAT su censimento permanente delle imprese del 2019 – data di pubblicazione 7 febbraio 2020.

Un elevato peso degli oneri finanziari rappresenta sicuramente una difficoltà dell'impresa nel poter ripagare il proprio debito e conseguentemente una difficoltà generale nel poter remunerare tutti gli altri fattori di produzione, dai fornitori, ai dipendenti fino ad eventuali noleggi o canoni per l'utilizzo di macchine a noleggio o leasing, e le imposte.

L'elevata incidenza di questo indice, compromettendo la capacità di ripagare il debito, potrebbe generare un meccanismo a catena coinvolgendo l'impresa nella sua totalità di normale funzionamento.

Questo indice può essere messo a confronto col classico indice aziendalistico oneri finanziari di periodo su EBITDA, che è certamente rappresentativo del grado di assorbimento del costo di capitale di debito ma è anche una misura più "grezza" in quanto comprende più voci che possono influenzare l'indice facendolo diventare così meno significativo.

In ogni caso si avrebbe in entrambi i casi una visione di insieme sulla capacità dell'impresa di assorbire gli oneri finanziari attraverso la gestione corrente e creare flussi di cassa per gli investimenti futuri e ripagare il capitale di debito.

Di seguito si riportano il valore percentuale dell'indice di sostenibilità assunto per ogni impresa negli anni oggetto di analisi.

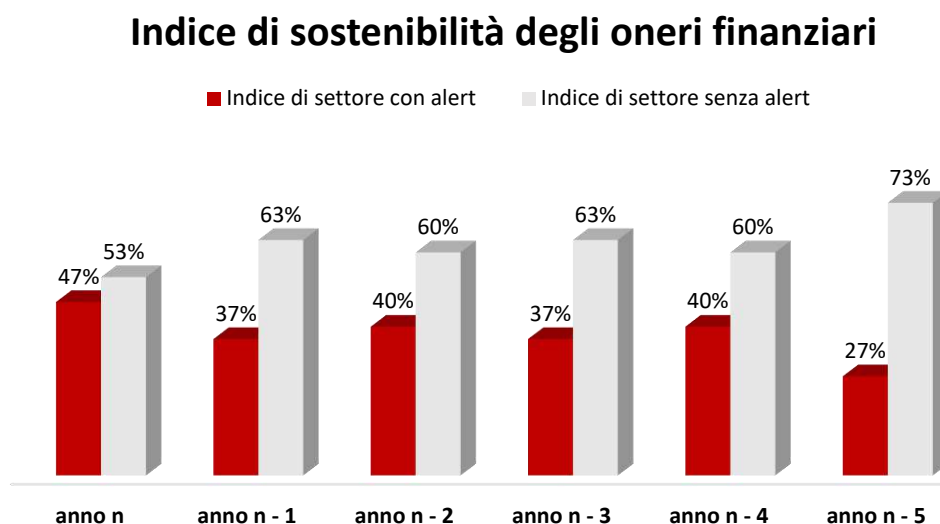
<i>anno di riferimento</i>	<i>n</i>	<i>n - 1</i>	<i>n - 2</i>	<i>n - 3</i>	<i>n - 4</i>	<i>n - 5</i>
<i>PROD S.R.L.</i>	<i>3,060</i>	<i>2,102</i>	<i>2,804</i>	<i>1,679</i>	<i>0,791</i>	<i>0,326</i>
<i>GIESSE S.R.L.</i>	<i>5,204</i>	<i>3,922</i>	<i>3,923</i>	<i>4,572</i>	<i>3,769</i>	<i>2,589</i>
<i>MAGLIFICIO MORGANO S.P.A. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>8,136</i>	<i>7,467</i>	<i>9,610</i>	<i>5,696</i>	<i>4,656</i>	<i>4,072</i>
<i>MAGLIA CUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>2,987</i>	<i>1,239</i>	<i>0,556</i>	<i>0,467</i>	<i>0,707</i>	<i>2,383</i>
<i>MAGLIFICIO ALESSANDRA - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>2,056</i>	<i>1,556</i>	<i>1,848</i>	<i>2,006</i>	<i>2,970</i>	<i>4,137</i>
<i>IMPRESA CONFEZIONE ABBIGLIAMENTO TESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>2,786</i>	<i>2,507</i>	<i>2,741</i>	<i>1,441</i>	<i>1,457</i>	<i>2,117</i>
<i>CONFEZIONI CROCETTA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>8,850</i>	<i>6,205</i>	<i>3,563</i>	<i>4,629</i>	<i>4,242</i>	<i>2,872</i>
<i>NUOVA ASOLANA SOCIETA' COOPERATIVA</i>	<i>0,221</i>	<i>0,022</i>	<i>0,026</i>	<i>0,040</i>	<i>0,084</i>	<i>0,179</i>
<i>MANIFATTURE TESSILI CASTELLANE S.R.L.</i>	<i>3,955</i>	<i>5,244</i>	<i>3,471</i>	<i>5,018</i>	<i>5,251</i>	<i>3,564</i>

ROCCA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	1,889	3,657	2,865	3,967	3,235	2,846
MARISAMONTI S.R.L.	2,392	1,874	1,900	1,572	0,906	0,235
MIND S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	0,015	1,548	0,175	2,237	2,321	2,683
INDUSTRIA CONFEZIONI TREVISO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	1,093	8,919	6,036	7,252	4,860	3,754
INDUSTRIE SPORTIVE S.R.L.	3,730	2,416	2,731	1,754	0,868	n.d.*
B. & B. 82 S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	0,904	0,571	0,638	0,610	0,632	0,928
ZIPPY GROUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	7,511	10,604	9,269	10,516	13,881	7,243
MAGLIFICIO MIRKA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	8,394	4,854	6,007	3,894	4,000	2,830
INTERTESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	0,783	1,343	2,047	0,833	0,915	n.d.*
A.C.S. CONFEZIONI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	0,739	0,325	0,515	0,345	0,298	0,404
NEFER - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2,417	0,885	0,953	0,559	0,848	0,207
QUICK S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	6,108	2,468	2,901	1,701	7,041	6,633
TOP & CO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	1,496	1,097	1,294	0,367	0,376	0,823
GERLIN LOOK S.R.L.	12,451	2,969	3,960	2,538	2,234	1,085
RED STAR SRL IN LIQUIDAZIONE	7,663	1,944	4,177	1,746	1,574	2,251
CONFEZIONI CHARMING S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	0,518	0,074	0,399	0,000	0,135	0,163
LOWE ALPINE INTERNATIONAL S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	1,306	7,932	0,389	8,676	7,619	6,676
KAPI LINE S.R.L.	6,043	2,768	3,793	1,962	1,506	1,357
ABBIPLAST S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	9,905	4,964	4,325	5,350	4,784	n.d.*
IL PUNTO TRICOT S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	1,174	0,668	0,759	0,322	0,382	0,587
PAKI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	7,187	4,055	3,794	5,634	6,150	5,359

* dato non disponibile in quanto la società non esisteva

I valori in rosso sono quelli uguali o maggiori del 3 percento, soglia prevista per questo tipo di settore economico.

Si osserva la seguente distribuzione del valore fuori soglia per la totalità del campione analizzato.



Possiamo osservare come all'avvicinarsi dell'anno n, ovvero l'anno della cessazione dell'impresa, l>alert del superamento della soglia cresce fino al quasi 50 percento del campione analizzato, segnale che, come detto sopra, porta alla considerazione che gli indici finanziari iniziano a pesare e incidere sulla remunerazione del capitale di debito.

3.3.2 L'indice di adeguatezza patrimoniale

Questo indice si determina come rapporto tra il patrimonio netto, diminuito dei crediti verso soci per versamenti ancora dovuti e di dividendi deliberati ma non pagati, su il totale dei debiti, di cui alla voce D dello stato patrimoniale, e dei ratei e risconti passivi, voce E dello stato patrimoniale.

Questo indice rappresenta un indicatore di performance patrimoniale, ovvero vuole misurare il grado di indipendenza patrimoniale delle società, non solo in riferimento al capitale finanziario di debito ma in via generale all'intero debito operativo.

Il risultato dato da questo indice in termini di percentuale rappresenta quindi l'esposizione debitoria strutturale dell'impresa.

Bisogna però fare una premessa rispetto a questo indice: al numeratore vengono considerati tutti i debiti ma tra questi rientra anche la voce "Debiti verso soci per finanziamenti" e ciò potrebbe rendere meno efficaci la misurazione di allerta di tale indice.

Questo in quanto il finanziamento dei soci è un debito espressamente di tipo postergato ai sensi dell'articolo 2467 del Codice Civile³³ in quanto la sua soddisfazione avverrà postuma ai creditori e dunque seppur rappresenta un credito chirografo per gli stessi soci è da considerarsi come un vero e proprio capitale di rischio.

Ingenti finanziamenti dei soci in un'impresa, magari dovuti a specifiche caratteristiche di mercato o investimenti, potrebbero dunque far scattare lo stesso l'indicatore di crisi, in quanto il valore del denominatore cresce.

Tale indice patrimoniale potrebbe essere rettificato ponendo al denominatore il valore dei debiti al netto dei finanziamenti dei soci, così come è stato fatto al numeratore togliendo dal patrimonio netto i dividendi e i crediti dei soci ancora dovuti. Questo in virtù dell'art. 2467 Codice Civile che considera i finanziamenti dei soci alla stregua del capitale di rischio, in ragione soprattutto delle procedure fallimentari.

<i>anno di riferimento</i>	<i>n</i>	<i>n - 1</i>	<i>n - 2</i>	<i>n - 3</i>	<i>n - 4</i>	<i>n - 5</i>
PROD S.R.L.	-42,098	16,164	15,925	15,756	14,514	28,149
GIESSE S.R.L.	35,265	24,651	31,131	30,775	16,255	17,192
MAGLIFICIO MORGANO S.P.A. IN LIQUIDAZIONE	-50,995	5,443	4,060	9,570	20,389	21,521
MAGLIA CUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	1,778	5,230	2,923	2,394	3,086	15,289
MAGLIFICIO ALESSANDRA - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	25,792	28,607	29,206	21,825	22,661	24,098

³³ L'articolo 2467 c.c. cita "Il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori.

Ai fini del precedente comma s'intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento."

IMPRESA CONFEZIONE ABBIGLIAMENTO TESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-65,726	17,318	17,796	18,404	18,856	17,874
CONFEZIONI CROCETTA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE	-13,606	26,465	26,800	21,326	22,794	23,805
NUOVA ASOLANA SOCIETA' COOPERATIVA	5,886	21,035	35,575	94,709	125,642	107,220
MANIFATTURE TESSILI CASTELLANE S.R.L.	48,884	34,031	31,817	12,111	0,329	17,408
ROCCA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-50,624	4,779	24,331	72,286	49,695	47,576
MARISAMONTI S.R.L.	8,969	15,906	16,040	15,663	17,972	7,901
MIND S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	1740,300	112,819	79,032	48,756	40,520	18,060
INDUSTRIA CONFEZIONI TREVISO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-8,767	4,044	3,904	2,952	5,832	4,713
INDUSTRIE SPORTIVE S.R.L.	-55,731	4,673	5,723	6,990	10,361	n.d.*
B. & B. 82 S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-14,277	11,007	22,901	9,747	7,182	5,169
ZIPPY GROUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-16,330	5,343	8,387	9,775	10,950	17,866
MAGLIFICIO MIRKA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-40,364	11,095	4,880	5,693	5,700	5,810
INTERTESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-27,710	-50,799	1,881	6,368	8,547	n.d.*
A.C.S. CONFEZIONI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	1,708	1,243	-2,223	-6,316	-12,013	-11,007
NEFER - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-42,555	1,250	3,126	1,374	0,346	5,797
QUICK S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-36,437	41,832	45,944	84,195	69,270	24,322
TOP & CO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	10,276	9,791	9,056	8,133	5,566	5,319
GERLIN LOOK S.R.L.	-15,581	25,320	21,857	26,303	30,000	26,886
RED STAR SRL IN LIQUIDAZIONE	20,206	19,246	21,679	24,473	28,450	25,102
CONFEZIONI CHARMING S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	46,956	8,978	15,787	23,073	56,920	32,060
LOWE ALPINE INTERNATIONAL S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-54,667	-19,850	-59,009	-45,407	45,762	46,475
KAPI LINE S.R.L.	12,291	20,042	29,900	24,394	16,537	17,772

ABBIPLAST S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-14,943	20,043	19,652	3,062	-18,413	n.d.*
IL PUNTO TRICOT S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	21,401	-3,816	6,373	13,855	17,971	9,546
PAKI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	753,529	10,607	14,929	28,448	9,187	6,214

* dato non disponibile in quanto la società non esisteva

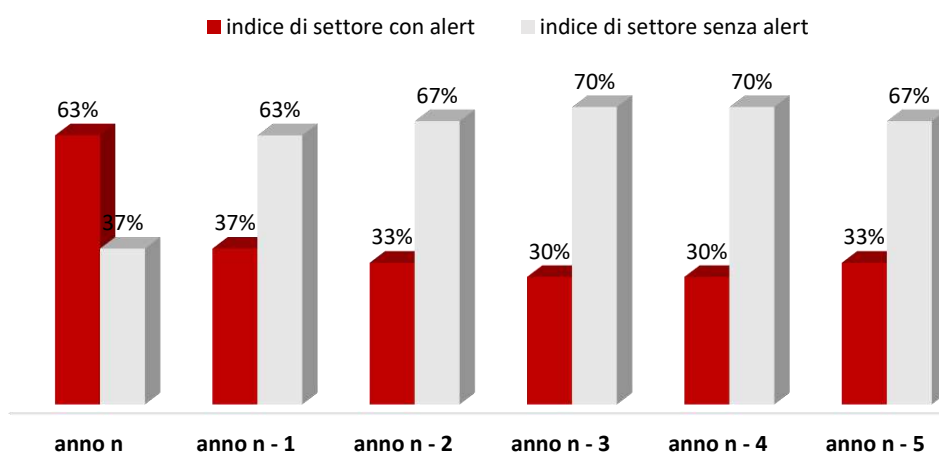
I valori in rosso sono quelli minori o uguali del 7,60 percento, soglia prevista per questo tipo di settore economico.

Possiamo osservare una maggiore presenza di valori fuori soglia nell'ultimo anno di attività e questo dato risulta indicativo in quanto rappresenta un evidente squilibrio finanziario e di adeguatezza patrimoniale protratto nel tempo.

Inoltre, possiamo osservare come molte imprese presentano indici negativi ovvero con patrimonio netto negativo, e questo rappresenta il primo step per una ragionevole presunzione di stato di crisi.

Il 53 percento del campione analizzato nell'ultimo anno presenta un evidente squilibrio patrimoniale e un patrimonio netto negativo che, in applicazione del codice avrebbe fatto attivare la normativa prevista dal nuovo Codice.

Indice di adeguatezza patrimoniale



Dal grafico di distribuzione dell>alert di adeguatezza patrimoniale, sotto illustrato, possiamo osservare come vi è un forte rialzo nell'anno n, dovuto anche alla continua riduzione del patrimonio netto causato dal riporto delle perdite creatasi negli anni precedenti.

3.3.3 L'indice di ritorno liquido dell'attivo

Questo indice rappresenta il rendimento delle attività dell'impresa e la loro capacità di generare flussi di cassa. L'indice è stato costruito come rapporto tra il cash flow e il totale dell'attivo dello stato patrimoniale.

Il cash flow è stato calcolato col metodo indiretto, ovvero partendo dal risultato d'esercizio rimontato di tutti i costi e ricavi non monetari inclusi quindi gli accantonamenti e gli utilizzi dei fondi passivi.

Il valore soglia prescelto è lo 0,50 per cento e l'alert scatta a con valori uguali o inferiori a tale dato.

Dalla tabella di dati sottostante possiamo osservare come nell'ultimo anno molte imprese presentano valori fuori soglia con percentuali molto rilevanti anche oltre il 100 per cento negative, dato che mette in luce la netta difficoltà di creare flussi di cassa.

Dati che possiamo collegare ai valori di patrimonio negativo presentati nel paragrafo precedente, sintomo di imprese non più in grado di generare adeguati flussi di cassa e venir così anche meno all'ottica del *going concern*.

<i>anno di riferimento</i>	<i>n</i>	<i>n - 1</i>	<i>n - 2</i>	<i>n - 3</i>	<i>n - 4</i>	<i>n - 5</i>
PROD S.R.L.	-71,970	3,055	4,495	3,220	4,487	5,418
GIESSE S.R.L.	0,431	1,803	2,305	2,371	1,855	2,064
MAGLIFICIO MORGANO S.P.A. IN LIQUIDAZIONE	-72,112	-5,429	-4,490	-5,682	0,526	1,813
MAGLIA CUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	0,741	1,544	3,760	5,573	1,008	-6,230
MAGLIFICIO ALESSANDRA - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	3,697	5,795	7,378	3,710	5,368	1,646
IMPRESA CONFEZIONE ABBIGLIAMENTO TESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-150,029	5,419	3,214	3,642	4,124	3,967
CONFEZIONI CROCETTA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE	-31,567	1,259	1,642	0,887	1,317	1,473
NUOVA ASOLANA SOCIETA' COOPERATIVA	-4,020	-9,577	-34,270	3,515	20,824	13,353
MANIFATTURE TESSILI CASTELLANE S.R.L.	2,059	2,558	3,772	8,208	-14,295	4,703
ROCCA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-35,319	-6,646	-0,064	9,907	2,736	-11,475

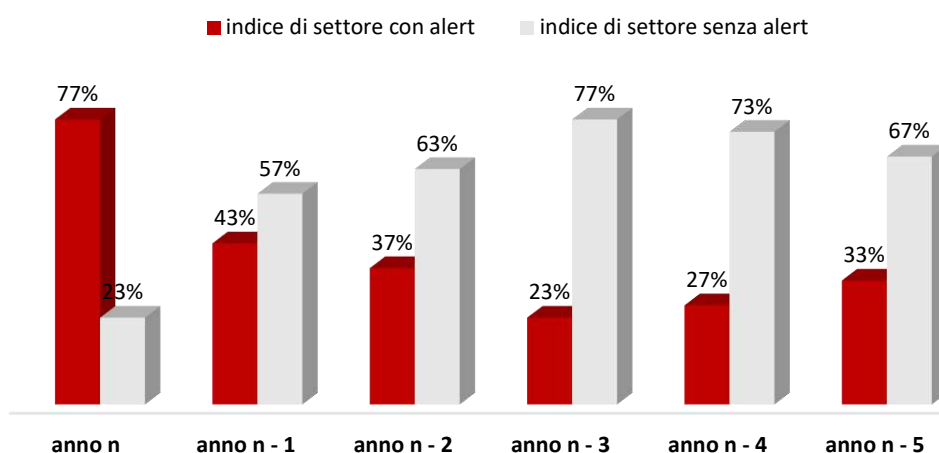
MARISAMONTI S.R.L.	-0,706	1,477	1,707	0,590	1,856	0,122
MIND S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-39,035	19,936	27,900	27,811	46,436	32,619
INDUSTRIA CONFEZIONI TREVISO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-681,027	-9,562	-13,830	-0,671	-0,215	-7,459
INDUSTRIE SPORTIVE S.R.L.	-118,739	0,797	2,171	0,526	-2,320	n.d.*
B. & B. 82 S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-18,563	-2,587	6,113	2,521	3,087	3,075
ZIPPY GROUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-25,246	-1,396	-1,547	-0,901	-0,236	1,042
MAGLIFICIO MIRKA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-97,308	-37,057	1,547	1,302	1,423	1,640
INTERTESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	13,722	-33,260	7,099	4,934	12,250	n.d.*
A.C.S. CONFEZIONI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	2,397	3,672	4,185	4,851	0,106	2,565
NEFER - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-71,989	2,422	-1,461	0,830	-0,216	2,094
QUICK S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-89,973	-1,717	2,530	6,410	14,565	-11,261
TOP & CO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-4,130	0,734	0,314	0,269	1,470	2,335
GERLIN LOOK S.R.L.	-30,081	0,382	0,415	0,813	1,057	8,235
RED STAR SRL IN LIQUIDAZIONE	1,522	0,778	0,584	0,580	8,142	6,687
CONFEZIONI CHARMING S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-10,254	-1,036	0,638	2,764	19,378	12,153
LOWE ALPINE INTERNATIONAL S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-10,580	160,936	-41,986	-178,106	1,595	-0,373
KAPI LINE S.R.L.	-3,722	2,231	5,155	10,222	7,773	7,123
ABBIPLAST S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	1,119	4,378	17,222	-28,222	-16,492	n.d.*
IL PUNTO TRICOT S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-26,320	-5,638	-3,097	2,251	5,840	5,488
PAKI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	-310,117	-49,399	-10,721	-10,092	-6,540	-3,102

* dato non disponibile in quanto la società non esisteva

Come detto precedentemente, e mostrato graficamente nel grafico sottostante, vediamo uno squilibrio di indici molto simile negli ultimi 4 esercizi precedenti la cessazione dell'impresa ma una crescita a partire dall'anno $n - 1$ per poi esponenzialmente salire nell'anno n .

Tale crescita la osserviamo anche nel grafico dell'adeguatezza patrimoniale e, come già precedentemente detto, tali indici sono strettamente collegati a causa dello squilibrio finanziario in corso.

Indice di ritorno liquido dell'attivo



La crescita dell'indice nell'ultimo anno può essere anche dovuta, oltre a flussi di cassa negativi, anche a una diminuzione dell'attivo patrimoniale delle stesse imprese a causa della diminuzione dei ricavi e quindi degli stessi crediti oppure anche alla liquidazione di eventuali immobilizzazioni per cercare di pagare alcune posizioni aperte prima dell'eventuale apertura di procedure fallimentari.

3.3.4 L'indice di liquidità

Il quarto indice analizzato è quello di liquidità che viene espresso come il rapporto tra l'attivo a breve termine, dato dalla somma dell'attivo e dei ratei e risconti, e le passività a breve termine, dato dalla somma dei debiti esigibili entro l'esercizio successivo più i ratei e risconti passivi.

Questo indice misura l'equilibrio finanziario a breve termine dell'impresa e nel caso del settore manifatturiero la soglia limite è per valori minori o uguali al 93,70 per cento.

Tale valore soglia risulta quasi uguale ad 1 anche in relazione alla tipologia di settore, ovvero il commercio e i costi marginali relativo a questa tipologia di imprese.

Essendo un settore molto dinamico ci si attende che le imprese siano in grado di far fronte nel breve periodo alle uscite con le attività correnti.

Questo indice, soprattutto per il settore manifatturiero, può essere fortemente condizionato da limitazioni o impedimenti di trasporti, si pensi al recente caso dei primi mesi di questo anno che hanno visto una nave incagliarsi nel canale di Suez e bloccare la principale via di commercio tra oriente ed occidente, oppure a limitazioni di movimento, come le chiusure forzate dei negozi a causa della pandemia da COVID-19.

È opportuno anche osservare che l'indice di liquidità rappresenta solo una fotografia statica e non sempre è in grado di fornire una rappresentazione affidabile della reale situazione finanziaria delle imprese.

Per esempio, una società potrebbe avere un indice estremamente elevato frutto di crediti difficilmente esigibili in un futuro oppure tale indice potrebbe essere condizionato anche dalla quantità di rimanenze non valorizzate al corretto, in quanto il settore dell'abbigliamento è estremamente condizionato dalla moda e dunque da una estrema dinamicità.

Di seguito si riportano i valori riscontrati nel campione indagato.

<i>anno di riferimento</i>	<i>n</i>	<i>n - 1</i>	<i>n - 2</i>	<i>n - 3</i>	<i>n - 4</i>	<i>n - 5</i>
<i>PROD S.R.L.</i>	63,398	94,637	102,519	97,542	89,216	87,633
<i>GIESSE S.R.L.</i>	83,366	65,325	61,361	53,136	44,658	47,437
<i>MAGLIFICIO MORGANO S.P.A. IN LIQUIDAZIONE</i>	10,564	33,170	27,878	32,827	46,102	56,765
<i>MAGLIA CUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	61,184	75,209	43,347	38,788	46,806	805,407
<i>MAGLIFICIO ALESSANDRA - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	99,279	110,500	82,544	85,345	76,688	69,811
<i>IMPRESA CONFEZIONE ABBIGLIAMENTO TESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	17,468	26,095	35,651	33,934	39,744	33,428
<i>CONFEZIONI CROCETTA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE</i>	63,363	61,379	63,186	83,575	92,912	81,501

NUOVA ASOLANA SOCIETA' COOPERATIVA	126,492	157,630	142,592	156,011	151,793	173,327
MANIFATTURE TESSILI CASTELLANE S.R.L.	68,124	62,275	66,226	57,388	43,967	46,374
ROCCA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	54,468	85,969	97,279	103,169	98,870	98,939
MARISAMONTI S.R.L.	61,258	75,345	73,608	85,972	78,095	83,636
MIND S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	890,282	83,302	65,332	30,878	45,891	69,855
INDUSTRIA CONFEZIONI TREVISO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	150,606	41,405	68,955	57,579	42,926	2,653
INDUSTRIE SPORTIVE S.R.L.	19,680	40,574	34,593	45,388	64,479	n.d.*
B. & B. 82 S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	44,918	72,002	111,631	92,656	95,657	82,709
ZIPPY GROUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	17,944	35,631	34,215	40,469	45,220	26,485
MAGLIFICIO MIRKA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	37,955	33,832	17,068	20,521	15,346	15,329
INTERTESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	67,312	52,817	75,251	61,242	65,151	0,000
A.C.S. CONFEZIONI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	98,401	111,211	118,941	146,037	112,541	98,126
NEFER - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	50,517	115,002	108,145	122,733	117,890	72,946
QUICK S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	51,560	71,200	62,112	78,944	65,978	134,485
TOP & CO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	72,390	36,476	45,310	40,948	51,972	54,540
GERLIN LOOK S.R.L.	34,348	89,947	112,430	127,874	123,504	132,744
RED STAR SRL IN LIQUIDAZIONE	64,286	61,813	84,614	83,287	96,129	84,983
CONFEZIONI CHARMING S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	103,433	122,897	105,342	130,536	106,906	n.d.*
LOWE ALPINE INTERNATIONAL S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	0,042	6,869	12,605	12,157	18,512	17,857
KAPI LINE S.R.L.	48,620	18,187	9,977	12,189	871,358	41,050
ABBIPLAST S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	75,377	136,473	155,218	133,341	50,761	n.d.*
IL PUNTO TRICOT S.R.L. IN LIQUIDAZIONE	416,695	50,428	91,589	113,346	151,027	104,247

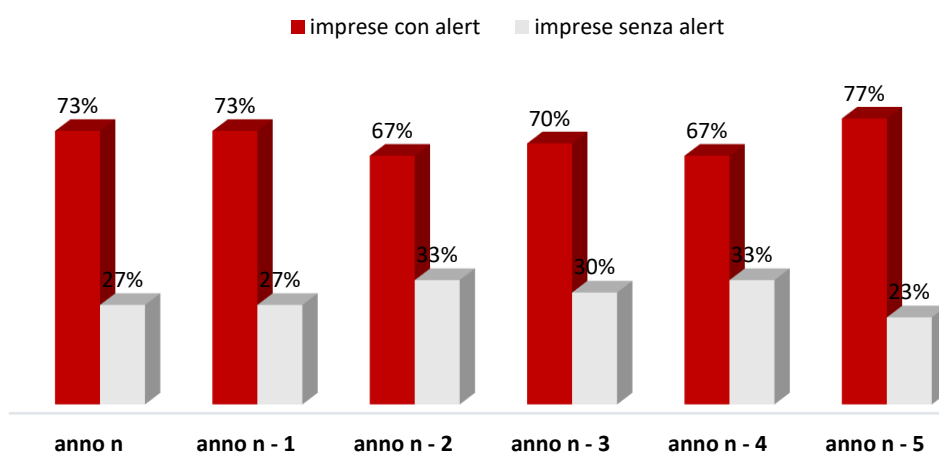
PAKI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE

775,916	94,000	107,154	41,195	33,524	29,757
---------	--------	---------	--------	--------	--------

* dato non disponibile in quanto la società non esisteva

Come possiamo osservare dal grafico le imprese con valori fuori soglia sono costanti nel tempo ma possono essere vari i motivi di tale indice fuori soglia, sia per la ciclicità del prodotto sia per le caratteristiche delle pratiche commerciali del settore, ovvero i tempi e le dilazioni di incassi e pagamenti.

Indice di liquidità



Inoltre, essendo una “fotografia” della situazione al 31/12 di ogni anno, a detta dello scrivente, non può considerarsi una situazione veritiera e piuttosto si dovrebbe analizzare l’andamento di tale indice ciclicamente in tutti i periodi dell’anno in modo da vedere il ritorno di liquidità dell’impresa.

Questo indice non è dunque così significativo come gli altri esposti prima per le ragioni sopra indicate.

3.3.5 L’indice di indebitamento previdenziale e tributario

L’ultimo indice previsto dalla normativa è quello dell’indebitamento previdenziale e tributario che è espresso dal rapporto tra debiti previdenziali e tributari, voce D.12 e D.13 del passivo dello stato patrimoniale sia entro che oltre l’esercizio, e il totale attivo dello stato patrimoniale.

Continui valori oltre soglia sono sintomo di reiterati e significativi ritardi nei pagamenti verso soggetti pubblici.

Per le imprese del settore manifatturiero l'allerta scatta per valori superiori o uguali al 4,90 per cento, il campione analizzato presenta i seguenti valori.

<i>anno di riferimento</i>	<i>n</i>	<i>n - 1</i>	<i>n - 2</i>	<i>n - 3</i>	<i>n - 4</i>	<i>n - 5</i>
<i>PROD S.R.L.</i>	3,326	3,432	2,057	1,991	1,803	4,185
<i>GIESSE S.R.L.</i>	0,668	1,168	0,959	1,143	0,652	0,000
<i>MAGLIFICIO MORGANO S.P.A. IN LIQUIDAZIONE</i>	20,770	8,610	4,212	1,981	2,797	1,890
<i>MAGLIA CUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	2,772	4,746	4,307	0,000	0,000	0,000
<i>MAGLIFICIO ALESSANDRA - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	1,762	2,146	4,342	5,057	1,617	1,562
<i>IMPRESA CONFEZIONE ABBIGLIAMENTO TESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	5,112	2,186	1,791	1,084	1,753	3,174
<i>CONFEZIONI CROCETTA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE</i>	2,259	2,426	1,439	1,966	2,380	0,000
<i>NUOVA ASOLANA SOCIETA' COOPERATIVA</i>	14,375	12,533	11,918	0,000	0,000	0,000
<i>MANIFATTURE TESSILI CASTELLANE S.R.L.</i>	5,035	6,079	8,905	2,891	1,989	3,095
<i>ROCCA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	26,031	15,559	15,130	6,668	11,303	2,021
<i>MARISAMONTI S.R.L.</i>	4,852	3,665	2,245	1,444	1,688	2,659
<i>MIND S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	0,001	2,971	4,809	4,768	0,000	0,000
<i>INDUSTRIA CONFEZIONI TREVISO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	26,892	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>INDUSTRIE SPORTIVE S.R.L.</i>	36,930	17,537	6,660	3,894	2,637	n.d.*
<i>B. & B. 82 S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	4,765	1,990	2,459	1,952	1,519	1,861
<i>ZIPPY GROUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	53,365	31,931	29,044	25,994	21,767	20,335
<i>MAGLIFICIO MIRKA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	1,182	1,397	1,305	1,826	1,303	1,941

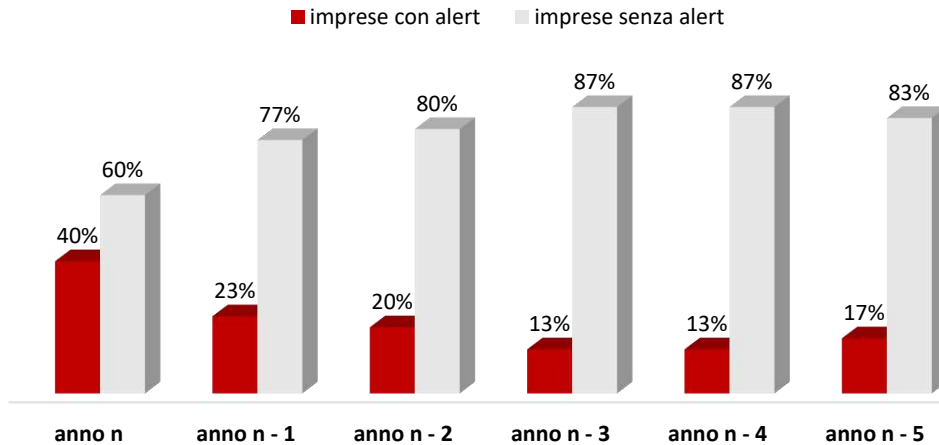
<i>INTERTESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>38,383</i>	<i>36,013</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>
<i>A.C.S. CONFEZIONI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>12,780</i>	<i>18,228</i>
<i>NEFER - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>10,838</i>	<i>2,398</i>	<i>2,323</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>6,842</i>
<i>QUICK S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>6,027</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>
<i>TOP & CO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>52,091</i>	<i>24,257</i>	<i>13,881</i>	<i>8,615</i>	<i>7,977</i>	<i>8,563</i>
<i>GERLIN LOOK S.R.L.</i>	<i>16,886</i>	<i>3,804</i>	<i>3,248</i>	<i>2,974</i>	<i>3,592</i>	<i>8,398</i>
<i>RED STAR SRL IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>0,984</i>	<i>0,665</i>	<i>1,475</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>
<i>CONFEZIONI CHARMING S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>n.d.*</i>
<i>LOWE ALPINE INTERNATIONAL S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>0,000</i>	<i>0,147</i>	<i>0,462</i>	<i>0,923</i>	<i>0,408</i>	<i>0,360</i>
<i>KAPI LINE S.R.L.</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>
<i>ABBIPLAST S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>1,236</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>0,000</i>	<i>n.d.*</i>
<i>IL PUNTO TRICOT S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>1,652</i>	<i>1,587</i>	<i>1,785</i>	<i>1,135</i>	<i>2,047</i>	<i>1,561</i>
<i>PAKI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>0,000</i>	<i>2,358</i>	<i>1,426</i>	<i>2,347</i>	<i>1,483</i>	<i>1,652</i>

** dato non disponibile in quanto la società non esisteva*

Da segnalare campione analizzato presenta molti valori a zero in quanto i bilanci disponibili erano in forma di micro impresa e dunque il dato non era estrapolabile.

Dall'istogramma sottostante possiamo osservare l'andamento di tale indice nel corso dei vari esercizi.

Indice di indebitamento previdenziale e tributario



Possiamo osservare, dunque, come l'indice di indebitamento previdenziale e tributario, non risulta così elevato in tutte le imprese, anche in considerazione del fatto della non disponibilità dei dati.

La poca incidenza dell'indebitamento previdenziale e tributario può essere anche influenzata dal numero dei dipendenti operanti nelle imprese.

	anno di riferimento					
	n	n - 1	n - 2	n - 3	n - 4	n - 5
<i>PROD S.R.L.</i>	72	70	74	68	59	53
<i>GIESSE S.R.L.</i>	33	31	31	31	29	n.d.
<i>MAGLIFICIO MORGANO S.P.A. IN LIQUIDAZIONE</i>	60	58	84	91	94	107
<i>MAGLIA CUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	n.d.	n.d.	n.d.	15	14	7
<i>MAGLIFICIO ALESSANDRA - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	12	10	14	13	10	29
<i>IMPRESA CONFEZIONE ABBIGLIAMENTO TESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	38	45	42	53	45	59
<i>CONFEZIONI CROSETTA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE</i>	18	14	35	18	18	n.d.
<i>NUOVA ASOLANA SOCIETA' COOPERATIVA</i>	n.d.	78	91	81	53	34
<i>MANIFATTURE TESSILI CASTELLANE S.R.L.</i>	n.d.	31	43	43	49	n.d.

<i>ROCCA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	13	35	35	39	41	49
<i>MARISAMONTI S.R.L.</i>	13	13	13	12	14	<i>n.d.</i>
<i>MIND S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	10	13	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
<i>INDUSTRIA CONFEZIONI TREVISO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	18	20
<i>INDUSTRIE SPORTIVE S.R.L.</i>	9	12	18	18	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
<i>B. & B. 82 S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	14	14	18	19	20	20
<i>ZIPPY GROUP S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	9	10	0	8	11	11
<i>MAGLIFICIO MIRKA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	4	8	11	10	9	10
<i>INTERTESSILE S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	28	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	20	17	<i>n.d.</i>
<i>A.C.S. CONFEZIONI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	16	17	17	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
<i>NEFER - S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	28	35	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	31	30
<i>QUICK S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	14	14	13	11
<i>TOP & CO S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	7	7	9	9	7	5
<i>GERLIN LOOK S.R.L.</i>	15	17	17	23	24	24
<i>RED STAR SRL IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	5	5
<i>CONFEZIONI CHARMING S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	21	42	43	7
<i>LOWE ALPINE INTERNATIONAL S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	0	7	13	21	22	22
<i>KAPI LINE S.R.L.</i>	<i>n.d.</i>	9	13	15	14	15
<i>ABBIPLAST S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	0	0	1	4	8	<i>n.d.</i>
<i>IL PUNTO TRICOT S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	2	13	26	28	28	28
<i>PAKI S.R.L. IN LIQUIDAZIONE</i>	2	4	3	4	5	5

La media dei dipendenti risulta in tutti gli anni inferiore a 30 addetti e ciò implica anche minori costi dal punto di vista tributario.

	<i>n</i>	<i>n - 1</i>	<i>n - 2</i>	<i>n - 3</i>	<i>n - 4</i>	<i>n - 5</i>
Media dipendenti	18	23	27	28	26	26

Come detto nel capitolo precedente, questo indicatore potrebbe far scattare segnalazioni esterne da parte dell’Agenzia delle Entrate o dell’Inps.

È opportuno fare anche alcune considerazioni sulla costruzione di tale indice per migliorarne la lettura e i risultati che esso consegna. La prima è che bisognerebbe distinguere tra i debiti di natura previdenziale e tributaria scaduti ma per i quali si sta usufruendo degli strumenti di dilazione e definizioni agevolata del debito, quali le rateizzazioni.

In tal modo si andrebbero a distinguere i debiti scaduti che andranno pagati entro l’esercizio successivo da quelli pagati oltre. In tal modo si potrebbe fare un confronto tra il debito a breve in scadenza con l’attivo a breve, così da valutare, come disposto dall’art. 13 CCI, *“la sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale”*³⁴.

Infine, l’ultima considerazione è quella al dato di eventuali contenziosi tributari in atto, in quanto potrebbero fortemente influenzare il valore reale del debito e sulla probabilità che esso genererà future uscite finanziarie per l’impresa.

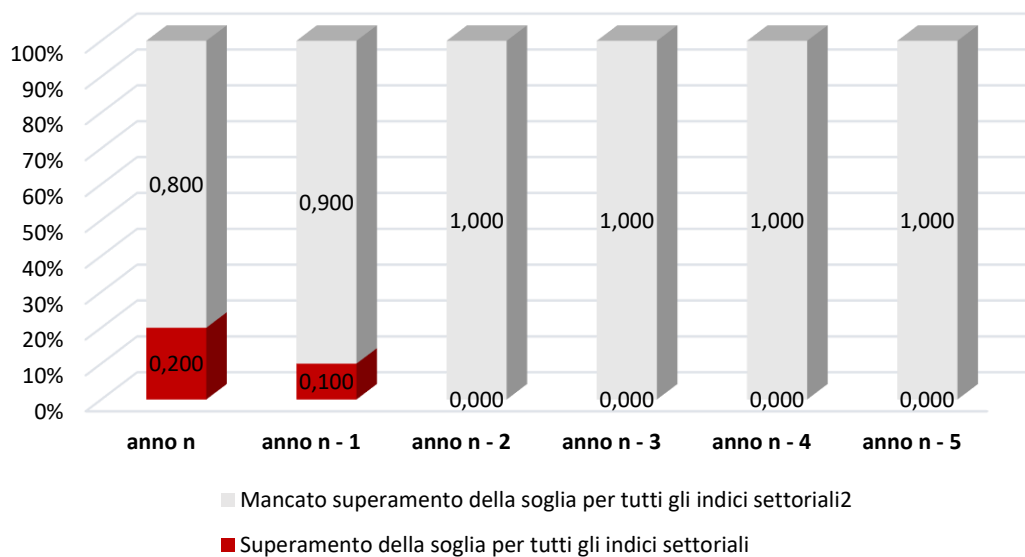
3.4 Osservazioni finali riguardanti il campione analizzato

Il CNDCEC nel suo lavoro ribadisce che gli indici devono essere utilizzati contemporaneamente, in quanto un loro impiego individuale potrebbe fornire solamente una visione parziale della situazione economica patrimoniale dell’impresa.

L’istogramma sottostante riassume il superamento contemporaneo di tutti gli indici divisi per anno analizzato.

³⁴ L’orizzonte temporale di sostenibilità del debito, ovvero la capacità di produrre reddito per un prevedibile arco futuro, dunque non va oltre i 12 mesi così come stabilito dal paragrafo 22 dell’OIC 11.

Superamento contemporaneo di tutti i 5 indici di settore



Al superamento contemporaneo di tutti gli indici di settore scattano le procedure previste dal Codice in quanto si ha una ragionevole presunzione dello stato della crisi.

Il campione analizzato, che si ricorda essere di imprese fallite che mostravano grandi squilibri soprattutto dal punto di vista di flussi di cassa e in molti casi nell'ultimo anno di patrimonio netto negativo, solo per 7 imprese (ovvero il 23 per cento del campione analizzato) per dieci diverse annualità attiva il sistema di allerta a causa di tutti i 5 indici di settore fuori soglia.

Inoltre, in queste nove annualità dove si sarebbero dovute attivare le procedure del Codice, ben 6 sono riferibili all'ultimo anno di attività, dove l'impresa risultava già destinata a cessare o comunque in una difficoltà difficilmente sanabile.

Conclusioni

L'analisi effettuata nel precedente capitolo ha evidenziato una serie di problematiche e criticità dell'utilizzo degli indici di settore previsti dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.

Come più volte citato, gli indici rappresentano una realtà statica di un determinato momento e quindi andrebbero valutati gli andamenti periodici in base alla tipologia di mercato e condizioni contrattuali in cui le imprese operano.

Inoltre, sono costruiti con valori che potrebbero andare ad intaccare la significatività dell'indice, si pensi ad esempio all'indice di adeguatezza patrimoniale che considera i finanziamenti dei soci come debito operativo, che dal punto di vista contabile è corretto ma dal punto di vista di analisi non andrebbe considerato per la natura di credito chirografo postergato degli stessi soci.

Si può quindi costruire un indice di adeguatezza patrimoniale che tenga conto della stessa compagine sociale sottraendo dunque al totale dei debiti e dei ratei e risconti passivi i finanziamenti dei soci.

Viene dunque da riflettere sulla reale efficacia e capacità previsionale degli indicatori, ovvero devono avere la capacità sia predittiva sia segnaletica della crisi con l'obiettivo di risanare l'impresa in una fase precoce dello stato dell'insolvenza.

Uno studio della Banca d'Italia del 2018 è presentato alla Commissione Giustizia del Senato³⁵ ha evidenziato come la scelta di un indice con un parametro grezzo oppure modificato (si pensi al caso citato sopra del debito considerato con o senza finanziamento dei soci) incida in maniera significativa modificando la platea delle imprese in difficoltà.

Lo studio della Banca d'Italia ha analizzato una popolazione di riferimento costituita da società di capitali che risultavano attive al 2016 e i loro bilanci erano soggetti ad organo di controllo.

Per le s.r.l. sono stati utilizzati i nuovi parametri introdotti dalla riforma, ma, in ragione dei dati disponibili, non si è tenuto conto dei criteri di cui all'art. 2477, comma 3, lett. a) e lett. b), ovvero che non hanno redatto i bilanci consolidati e che siano controllate da una società obbligata alla revisione legale dei conti.

³⁵ Schema di decreto legislativo recante Codice della crisi di impresa dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155, Commissione Giustizia del Senato, Roma, 26 novembre 2018

Tabella 6 - Fonte dati CERVED e INPS

Indicatore di rischio	Imprese potenzialmente soggette a procedura	Numero imprese a rischio in base all'indicatore	% sul totale imprese potenzialmente soggette a procedura
<i>EBIT coverage</i> < 1	181.482	31.788	17,52
<i>EBITDA coverage</i> < 1	181.482	21.216	11,69
Attivo prontamente liquidabile < Passivo a breve	181.359	47.220	26,04
<i>EBIT coverage</i> < 1 & Attivo prontamente liquidabile < Passivo a breve	181.359	12.730	7,02
<i>EBITDA coverage</i> < 1 & Attivo prontamente liquidabile < Passivo a breve	181.359	8.141	4,49

Si è osservato come la semplice modifica di un indicatore di riferimento o l'utilizzo di due indicatori combinati assieme incida notevolmente sulla platea di imprese potenzialmente a rischio fallimento.

La Commissione Giustizia ha però considerato gli indicatori significativi ai fini della crisi e al tempo stesso ha affermato che essi risulterebbero inattendibili, proponendo delle modifiche di questi ultimi di cui all'art. 13 CCI.

Le proposte di modifica dell'art. 13 da parte della Commissione Giustizia riguardavano la sostituzione del rapporto "flusso di cassa/attivo" con quello "flussi di cassa/indebitamento finanziario netto", il rapporto "patrimonio netto/passivo" con quello "patrimonio netto/indebitamento finanziario netto" e infine il rapporto "oneri finanziari/ricavi" con quello "oneri finanziari/margine operativo lordo".

Tale modifica permetterebbe di mettere a confronto l'attitudine dell'impresa a produrre flussi di cassa dalla gestione operativa con l'indebitamento finanziario, ovvero assicurare la sostenibilità dei debiti ma in ottica di una continuità aziendale grazie ai flussi di cassa generati. Per ultimo, il calcolo del DSCR previsto dalla normativa non è un dato facile da calcolare, tanto è vero che non è uno dei dati obbligatori, ma rappresenta uno dei migliori indicatori per valutare la sostenibilità finanziaria del debito. Il DSCR impone una valutazione a livello

prospettivo e quindi richiede la costruzione di un business plan, ovvero di un budget di tesoreria.

Le caratteristiche delle imprese italiane, costituite per la maggior parte da Pmi o micro imprese, non aiuta nella costruzione di tale indicatore anche dovuto al fatto che spesso la governance di queste ultime è affidata ad un numero ristrettissimo di persone oppure al nucleo familiare, i quali non sempre sono in grado di costruire coerentemente tale previsioni.

La riforma del Codice, dunque, impone la riorganizzazione dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile³⁶ che impone all'imprenditore di *"istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale"*.

La gestione dell'impresa dunque richiede una evoluzione, dovuta anche ai contesti dinamici e alla internalizzazione dei mercati, per permettere all'imprenditore di avere a disposizione molteplici informazioni e indicatori per essere consapevole nella gestione corrente e poter essere razionale in ottica di gestione futura.

³⁶ Modifica imposta dall'art. 375 del Decreto Legislativo n.14/2019 che ha riformulato l'art. 2086, secondo comma Codice Civile

Bibliografia

Antonio Caiafa, *Il nuovo codice della crisi e dell'insolvenza dell'impresa – Alla luce delle ultime modifiche introdotte dal Decreto Crescita (D.L. 30 aprile 2019 n. 34), come convertito dalle L. 28 giugno 2019, n. 58*, DIKE Giuridica Editrice, Roma, 2019

Antonio Caiafa, *La riforma della crisi di impresa e dell'insolvenza: le novità delle procedure di allerta*, in *Il fallimento e le società*, Osservatorio di diritto societario e fallimentare del Triveneto, 2019

Bank International Statement – Comitato di Basilea per la vigilanza Bancaria, *Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*, dicembre 2010 (aggiornato al giugno 2011)

Brealy Richard A., Irwin Stewart C. Myers e Franklin Allen, 2006, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York

Codice Civile

Codice della Crisi d'Impresa e dell'insolvenza

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *CRISI D'IMPRESA GLI INDICI DELL'ALLERTA*, documento del 20 ottobre 2019

D.L. 14/2019

D.L. 34/2020

D.lgs. 14/2019

D.lgs. 39/2010

D.lgs. 462/1997

Direttiva EU 2013/36

Domenichelli Oscar, *Le determinanti della struttura finanziaria dell'impresa – Profili teorici ed empirici*, Giapichelli Editore, Torino, 2013

Edward Altman, *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. Journal of Finance*, 1984, vol. 39, issue 4, 1067-89

Il Sole24Ore, *Crisi d'impresa le novità del Codice* a cura di Nicola Soldani, febbraio 2019

Luigi Guatri, a cura di Giuseppe Savioli; *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè Editore, Milano, 2019

Marcello Pollio, *Il nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, La riforma del Fallimento*, Italia Oggi in collaborazione con IT Auction, 2019

Massimo Fabiani, *Il codice della crisi tra conflitti ed aspettative nell'attesa di ferragosto 2020*, in www.ilcaso.it 4 aprile 2019

Michele Sandulli, *Il presupposto oggettivo*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, diretto da Jorio e Sassani, Milano, 2014

Pellegrino Capaldo, *Scritti Sparsi cit. Bilancio di esercizio e informazione esterna*, pag. 197 e seguenti, Giuffrè Editore, Milano, 1995

Schema di decreto legislativo recante Codice della crisi di impresa dell'insolvenza in attuazione della legge 19 ottobre 2017, n. 155, Commissione Giustizia del Senato, Roma, 26 novembre 2018

Sergio Della Rocca, Francesco Grieco, *Il codice della crisi d'impresa. primo commento al d.lgs. n. 14/2019*, Milano, 2019

Sitografia

Andrea Luppini, Unigiro.org, 19 settembre 2019, <https://unigiro.org/it/articoli/crisi-di-impresa-adequatezza-patrimoniale-o-leverage-effettivo.html>

Daniele Virgillito, Ipsoa.it, 21 ottobre 2020, <https://www.ipsoa.it/documents/impresa/fallimento-e-procedure-concorsuali/quotidiano/2020/10/21/crisi-impresa-indicatori-indici-allerta-base-scelte-strategiche-aziendali>

Fabrizio Di Marzio, Giustizia Civile.com, 25 maggio 2020, <https://giustiziacivile.com/crisi-di-impresa/approfondimenti/linsolvenza-nel-codice-della-crisi-e-dellinsolvenza-0>

Federico Lozzi, Ipsoa.it, 2 gennaio 2019, <https://www.ipsoa.it/documents/impresa/fallimento-e-procedure-concorsuali/quotidiano/2019/01/02/crisi-impresa-indicatori-presunta-capacita-predittiva>

IlGazzettino.it, 6 agosto 2020, https://www.ilgazzettino.it/economia/indagine_veneto_congiuntura_economia_perdite-5390397.html

Luca Davi, Il Sole24Ore, 10 aprile 2019, https://www.ilsole24ore.com/art/l-allarme-banche-europee-basilea-3-cappio-le-pmi-ABT5lkmB?refresh_ce=1