



Dipartimento di
Impresa e management

Cattedra di Matematica finanziaria

La crisi d'impresa: dalla riforma fallimentare all'analisi di modelli previsionali.

Prof.ssa Paola Fersini

RELATRICE

Matr. 216471 Riccardo Giannella

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

INDICE.....	3
-------------	---

INTRODUZIONE	6
--------------------	---

CAPITOLO 1

L'incidenza della prevenzione nell'ottica normativa.	9
--	----------

1.1 Premessa: L'iter delle procedure concorsuali "salva azienda".	9
1.2 L'evoluzione della normativa fallimentare.....	13
1.3 L'influenza culturale e politica dietro la riforma.	19
1.4 Il nuovo Codice della crisi d'impresa.....	24

CAPITOLO 2

Gli indicatori dello stato di crisi.	28
--	-----------

2.1 Il carattere reddituale, patrimoniale e finanziario.	28
2.2 Gli indicatori scelti dal CNDCEC.	33

CAPITOLO 3

Il merito creditizio dell'impresa.	44
--	-----------

3.1 Il rischio di credito. Gli accordi di Basilea.	44
3.2 La valutazione del merito creditizio.....	50
3.3 I modelli previsionali. Lo Z-score di Altman.	54

CAPITOLO 4

Analisi di bilancio tramite modelli previsionali: Rummo, De Cecco e Barilla.

.....	62
4.1 La scelta delle imprese e il contesto industriale.	62
4.2 Analisi di Bilancio (2016) della RUMMO S.p.A.....	65
4.3 Analisi di bilancio consolidato (2017) del gruppo DE CECCO.....	72
4.4 Analisi di bilancio consolidato (2017) del gruppo BARILLA.....	76
CONCLUSIONI	81
BIBLIOGRAFIA	83
SITOGRAFIA	86

INTRODUZIONE

“La crisi è la più grande benedizione per le persone e le nazioni, perché la crisi porta progressi. La creatività nasce dall’angoscia come il giorno nasce dalla notte oscura. È nella crisi che sorge l’invenzione, le scoperte e le grandi strategie. Chi supera la crisi supera sé stesso senza essere superato.” - A. Einstein (1931). Il mondo come lo vedo io.

A conclusione dei tre anni più stimolanti della mia vita, ho maturato una profonda convinzione: il ragionamento economico è applicabile nei più svariati contesti, persino quelli più lontani dalla disciplina stessa. Esiste infatti, ed è sempre esistita, una connessione profonda tra i comportamenti consueti legati alla nostra quotidianità e la logica economica pura.

Nonostante le mie scelte quotidiane vengano filtrate da rigidi canoni razionali, l’errore è sempre dietro l’angolo: in un mondo dove il post-modernismo è il regno dell’effimero, dove i cambiamenti sono all’ordine del giorno e le nostre sicurezze vengono costantemente bombardate da incertezza e ambiguità, risulta verosimile ritrovarsi su un sentiero poco battuto. A seguito di questa analisi, ho maturato così la volontà di esporre in questo elaborato il momento di incertezza che più è ricorrente nel campo economico: la crisi dell’impresa. Le parole di Einstein sono a tal proposito assolutamente illuminanti: al sorgere di un qualsiasi momento di crisi, la razza umana si erge e dispiega i suoi migliori talenti per trovare soluzioni innovative alle problematiche esistenti, gettando le basi per lo sviluppo economico, tecnologico, umano e produttivo della società nella quale viviamo. Ma in questo contesto, cosa si intende davvero con la parola “sviluppo”?

In generale, possiamo distinguere due tipi di sviluppo: il primo verrà denominato *sviluppo naturale*; la seconda interpretazione verrà classificata come *sviluppo per necessità*. Lo sviluppo naturale si ottiene quando una persona, un’azienda, un ente o uno Stato sovrano alimenta il benessere dei cittadini grazie ad un qualsiasi mezzo innovativo, a seguito di un processo di ricerca spontanea.

Lo sviluppo per necessità, al contrario, persegue lo stesso fine tramite un procedimento differente; non è lo spirito di cambiamento ed innovazione che guida l'uomo verso il progresso, ma la nascita di una problematica impellente (crisi) alla quale deve porre rimedio. Se lo sviluppo naturale crea sempre un beneficio aggiunto per i cittadini (in quanto non deriva da una situazione di crisi), stessa cosa non si può dire dello sviluppo per necessità, il quale, se terminato con successo, porta ad una riduzione marginale degli effetti della crisi, non necessariamente determinando la creazione di valore aggiunto per l'economia.

È vero, la crisi porta progresso in riferimento al suo tempo, ma si può dire lo stesso anche in riferimento ai livelli precrisi? Possiamo essere davvero certi che ogni crisi si risolverà in un progresso sistematico della società? L'incertezza delle risposte ha fatto crescere in me la convinzione che le crisi, per quanto possibile, vadano limitate. Proprio in materia di prevenzione il D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza in attuazione della Legge 19 ottobre 2017, n. 155", presenta finalmente un cambio di tendenza in materia fallimentare e prefallimentare. Nello specifico, il cambiamento è stato frutto di un'accurata analisi che ha portato un rinnovamento strutturale della concezione di crisi di impresa: l'approccio di un'ottica *forward looking*. Questo approccio innovativo determina il tramonto dell'epoca liquidatoria, dando inizio ad una serie di interventi *ad hoc* per contrastare la crisi aziendale sul nascere. Per comprendere al meglio il carattere rivoluzionario che ha apportato la riforma, nel corso dell'elaborato verrà analizzata l'evoluzione normativa in materia fallimentare. Si studieranno nel dettaglio le misure previste per diagnosticare preventivamente lo stato di crisi, il loro legame con la valutazione del merito creditizio e verranno infine messe empiricamente in relazione con lo Z-score di Altman nel settore della produzione di pasta, andando dettagliatamente ad analizzare i bilanci di Rummo S.p.A. e dei gruppi De Cecco e Barilla.

CAPITOLO 1

L'incidenza della prevenzione nell'ottica normativa.

1.1 Premessa: L'iter delle procedure concorsuali "salva azienda".

*"La moderna evoluzione della prassi e della teoria del fallimento è caratterizzata dal crescente interesse per le soluzioni e per gli strumenti che consentano d'evitare la disintegrazione dell'azienda e la cessazione dell'impresa."*¹

È con queste parole che Rivolta, nel suo celebre scritto del 1973, si indirizzava all'allora disciplina fallimentare, evidenziando la corrente di pensiero dominante nella giurisprudenza dell'epoca. Nonostante il Legislatore sia notoriamente caratterizzato da tempi lunghi, mai si sarebbe pensato di dover aspettare quasi cinquant'anni per vedere pubblicato in Gazzetta Ufficiale ciò che la dottrina aveva già messo a fuoco dai primi anni '70. La necessità di un rinnovamento è sempre esistita fin dal 1942, anno in cui con il regio decreto n. 267 venne introdotta la disciplina del fallimento e delle varie procedure concorsuali. Da allora la "Legge Fallimentare" ha subito diversi cambiamenti strutturali e contenutistici, attraversando tortuosi iter giudiziari fino ad arrivare al D.lgs. n.14, 12 gennaio 2019, che sancisce un distacco normativo tra passato e futuro.

Ripercorriamo le tappe salienti nell'evoluzione della "Legge Fallimentare", attraverso un rapido excursus focalizzato sulle procedure concorsuali più rilevanti ai fini di questa tesi, per ottenere un quadro ampio e approfondito del pensiero prevalente che ha modellato la dottrina nel corso degli anni.

¹ Rivolta, G.C.M. (1973). *L'affitto e la vendita dell'azienda nel fallimento*. A. Giuffrè Editore.

La disciplina fallimentare affonda le proprie radici negli statuti comunali medioevali, ove i possedimenti del mercante insolvente venivano sottoposti ad esecuzione, ottemperando alla necessità di risanamento delle ragioni creditorie². Questo impianto sistematico trova le ragioni in un contesto di “*societas mercatorum*”: il mercante che non riusciva a fronteggiare i propri debiti veniva considerato alla stregua di un ladro.³ La ratio di fondo che contraddistingue l’istituto e che attraverserà indenne svariati secoli è chiara: le ragioni creditorie vengono soddisfatte tramite la liquidazione e successiva ripartizione dei beni del debitore inadempiente.

Fin dalla sua emanazione nel 1942, la Legge Fallimentare ha mostrato una prospettiva decisamente sanzionatoria nei confronti dell’imprenditore inadempiente, scaturita sia dalla necessità di sradicare dal mercato imprese non profittevoli, sia dall’esigenza di impedire la diffusione dello stato di crisi ai vari interlocutori economici, arrecando così danno all’economia generale. In caso la vicenda riguardasse grandi imprese infatti, verrebbero coinvolti interessi collettivi ulteriori e talvolta confliggenti con quelli dei creditori.⁴ È necessario però tenere conto del periodo in cui tale legge venne formulata: essendo stata introdotta in pieno regime fascista, la crisi non poteva essere concepita come una potenziale eventualità, e il fallimento doveva rappresentare un’onta di cui si sarebbe macchiato l’imprenditore in caso di insolvenza. Proprio in relazione a quest’ottica sanzionatoria si avranno i maggiori dibattiti all’interno della disciplina; in concordanza con i principi di diritto internazionale infatti, l’ordinamento italiano ha voluto rimpiazzare la ratio preesistente dell’istituto. Se

² Jorio, A. (2014). *Trattato delle procedure concorsuali*, Giuffrè Editore

³ Per meglio comprendere la mentalità del tempo, cfr. Baldo degli Ubaldi “*decoctor ergo fraudator*”.

⁴ Campobasso, G.F. (2017). *Manuale di Diritto Commerciale*. Milano: UTET Giuridica Editore.

nel 1942 il nocciolo della questione si incentrava sulla distribuzione del danno derivante dal mancato assolvimento dei crediti alla luce della *par condicio creditorum*, nel 2019 si sposta finalmente sul recupero dell'azienda nel tessuto economico della società.⁵ Il Legislatore si è curato di modificare il concetto di "fallimento" eliminandone la dicitura nella formulazione di legge e sostituendola con l'espressione più neutra "liquidazione giudiziale", che certamente non presenta quello stigma negativo che risulta avere nel linguaggio comune il termine "fallito".

Sebbene l'antica Legge Fallimentare presentasse per l'imprenditore "onesto ma sfortunato"⁶, una possibilità di prevenire od evitare il fallimento tramite diversi istituti, uno su tutti il concordato preventivo, essi furono raramente utilizzati. A tal proposito è necessaria una precisazione di carattere tecnico: questa eventualità era concessa solo agli imprenditori che non fossero già caduti in stato d'insolvenza, presupposto oggettivo e quindi innegabile del fallimento. È utile ricordare che lo stato di insolvenza si manifesta quando l'imprenditore "non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni"⁷. Nonostante ciò, era concesso all'imprenditore, dopo aver fornito una serie di garanzie patrimoniali, di pagare integralmente i creditori privilegiati e in percentuale del 40% del valore del credito, i chirografari. Il progetto doveva essere accolto dalla maggioranza dei creditori votanti che rappresentavano almeno i due terzi dei crediti ammessi al voto, evenienza che solo di rado si presentava.⁸ Risulta evidente infatti che, con la normativa allora vigente, i creditori avrebbero potuto

⁵ Chiricosta G. *La riforma del Fallimento è legge*, in "diritto.it". Disponibile su <https://www.diritto.it/la-riforma-del-fallimento-legge/>

⁶ Relazione alla Maestà del Re Imperatore del Ministro Guardasigilli, riguardante la *Disciplina del fallimento, del concordato preventivo, dell'amministrazione controllata e della liquidazione coatta amministrativa*. Paragrafo 37, *Del concordato preventivo*.

⁷ Art. 5 Legge Fallimentare, R.D. n 267 del 1942.

⁸ Cfr. Pasetto, L. (2017). *Stato di crisi e stato di insolvenza: i fondamenti della disciplina concorsuale italiana*.

accaparrarsi molto più della somma a loro riservata dal concordato preventivo, rivalendosi sui beni del debitore tramite un concordato fallimentare (ove questo fosse stato possibile).

Il fallimento, il concordato preventivo e la liquidazione coatta amministrativa (che per motivi di attinenza non tratterò in questa sede) sono procedure concorsuali che di regola conducono alla disgregazione del complesso aziendale con conseguente perdita di posto di lavoro e dissesti finanziari per i dipendenti.⁹ Da qui l'esigenza di conciliare in una sola procedura, l'Amministrazione Controllata, il salvataggio del complesso produttivo di grandi aziende in crisi e la conservazione dei numerosi posti di lavoro. L'imprenditore che non si fosse trovato in stato d'insolvenza ma che fosse in "temporanea difficoltà di adempiere le proprie obbligazioni"¹⁰, avrebbe potuto beneficiare della procedura introdotta con il D.L. 30 gennaio 1979, n. 26 (denominata per via del suo promotore "Legge Prodi").¹¹ L'ammissione alla procedura era disposta direttamente dal Tribunale¹² e doveva essere approvata dalla maggioranza dei creditori che rappresentavano anche la maggioranza dei crediti. I vaghi contorni del presupposto oggettivo tuttavia, resero l'istituto un comodo rifugio per gli imprenditori che avessero voluto tardare il proprio fallimento. Solo successivamente, attraverso il D.lgs. 8 luglio 1999, vi fu l'introduzione di ulteriori e più stringenti condizioni di sussistenza necessarie all'utilizzo dell'istituto; come il numero di dipendenti minimo, il valore del rapporto massimo consentito debiti/ricavi, la presenza di "concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico".

⁹ Campobasso, G.F. (2017). *Manuale di Diritto Commerciale*. Milano: UTET Giuridica Editore.

¹⁰ Presupposto oggettivo necessario per l'accesso alla procedura. Colussi, V. (1998). Voce *Amministrazione controllata*. Roma, Enciclopedia Treccani.

¹¹ Gianesini, N. (2016). *Il rischio penale nella gestione della crisi di impresa*. Torino: G. Giappichelli

¹² A differenza della precedente procedura analizzata, il concordato preventivo, ove l'ammissione alla procedura solleva avviarsi per la volontà del debitore di tutelarsi contro i creditori.

1.2 L'evoluzione della normativa fallimentare.

Volendo sintetizzare quanto fino a questo momento esposto, possiamo concludere che l'unica soluzione alla crisi d'impresa consisteva nella soddisfazione delle pretese creditorie, con conseguente liquidazione dei beni del debitore. L'alta percentuale di crediti di cui si rendeva necessaria la soddisfazione in fase di concordato preventivo o amministrazione controllata, ne procurava di fatto lo scarso utilizzo. Potremmo definirli istituti ispirati alla "logica darwiniana", il cui risultato consisteva nell'eliminazione dal mercato degli individui deboli e la successiva liquidazione dell'attivo patrimoniale.

Tuttavia, le esigenze nate dalle profonde innovazioni del tessuto economico-sociale che investirono l'Italia a partire dal dopoguerra, costrinsero gli osservatori giuridici ad affrontare il problema della crisi di impresa con occhi più attenti alle nuove necessità.¹³ Il dato chiave fu sicuramente rappresentato da una attenta disamina delle possibili conseguenze negative che la dissoluzione del complesso aziendale avrebbe comportato, sia a livello economico sia sociale. Ciò indusse a riconsiderare la questione secondo parametri differenti. Risultava evidente che un *"moderno ordinamento ... non potesse, [come invece previsto nella legge fallimentare] fronteggiare e tentare di risolvere i fenomeni della crisi dell'impresa semplicemente preoccupandosi di espellere dal mercato l'imprenditore che ne era a capo e di regolare esecutivamente tutti i suoi rapporti pregressi"*¹⁴

Con lo scoppio della crisi petrolifera negli anni Settanta e la conseguente crisi economica, senza misure di contenimento adeguate, si sarebbero ampliati inesorabilmente gli effetti della recessione a livello micro e macroeconomico. Il

¹³ Cfr. Gianesini, N. (2016). *Il rischio penale nella gestione della crisi di impresa*. Torino: G. Giappichelli

¹⁴ Vassalli, Luiso, Gabrielli (2014). *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*. Torino. Giappichelli Editore.

legislatore a riguardo, decise di perseguire un approccio più costituzionalmente adeguato, accelerando il processo di obsolescenza della Legge Fallimentare.¹⁵

In un primo momento, l'unica risposta che il sistema seppe dare fu la forzatura del dato normativo attraverso il cosiddetto "uso alternativo delle procedure". In tale contesto va segnalato il ricorso con sempre maggiore frequenza agli accordi stragiudiziali. La gestione stragiudiziale dell'insolvenza si risolveva in un *pactum de non petendo*, ove i creditori rinunciavano a parte del credito vantato, consentendo una "onorevole" uscita di scena dell'imprenditore in crisi.¹⁶ Tuttavia, gli evidenti aspetti positivi degli accordi stragiudiziali erano pesantemente controbilanciati da una totale assenza di protezione normativa in caso di insuccesso.

Invero, come risposta alla crisi, gli unici cambiamenti rilevanti in materia normativa si ebbero attraverso l'introduzione della Legge 24 luglio 1978 n. 391 e la menzionata "Legge Prodi" del 1979. Entrambe le disposizioni erano finalizzate alla regolazione della procedura di amministrazione controllata, reputata all'epoca come unico strumento idoneo a fronteggiare le crisi delle grandi imprese. Tramite la legge n. 391 del 1978 venne introdotto il tratto delle *comprovate possibilità di risanamento dell'impresa* come requisito necessario per l'ammissione alla procedura, il che contribuiva a meglio specificare quella valutazione di merito che il tribunale doveva svolgere.

La disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, introdotta con la "Legge Prodi", ha rappresentato la prima risposta di carattere innovativo alla crescente necessità di coniugare l'intervento sulla crisi aziendale con la tutela di interessi collettivi.¹⁷ Il risanamento dell'impresa infatti, "non

¹⁵ Pasetto, L. (2017). *Stato di crisi e stato di insolvenza: i fondamenti della disciplina concorsuale italiana*.

¹⁶ Cfr. Stanghellini, L. (2007). *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*. Il Mulino Editore

¹⁷ Cfr. Gianesini, N. (2016). *Il rischio penale nella gestione della crisi di impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore

veniva più concepito come una ragionevole possibilità derivante dalle capacità proprie dell'impresa e dalla verifica giurisdizionale del carattere temporaneo e contingente della sopravvenuta impossibilità a adempiere le obbligazioni, bensì diveniva una vera e propria finalità da perseguire per il tramite degli specifici interventi normativi."¹⁸ La dimensione quantitativa della crisi, la potenziale esposizione debitoria e la minaccia di ripercussioni sui perimetri occupazionali, furono automatici promotori dell'intervento sanatorio attuato dal Legislatore. La procedura veniva avviata con decreto del Ministero dell'Industria e successivamente affidata a dei commissari che avrebbero dovuto predisporre un piano di risanamento coerente con gli interessi generali di politica industriale e, al contempo, con gli interessi dei creditori.¹⁹ Il passaggio innovativo risiedeva nel dare una sostanziale priorità alla conservazione dei valori produttivi, facendo così scivolare l'idea di liquidazione dei beni in secondo piano.²⁰ Ciò portò alla considerazione che la tutela della grande impresa dovesse risolversi sempre con un tentativo di risanamento anche qualora insolvente.²¹ Le piccole e medie imprese, nonostante ciò, restarono ancorate all'antica Legge Fallimentare, senza poter beneficiare di questo nuovo orientamento legislativo.

L'eccessivo sbilanciamento verso la finalità di tamponamento debitorio rispetto alla considerazione delle pretese creditorie, unitamente all'incompatibilità sorta

¹⁸ Vassalli, Luiso, Gabrielli (2014). *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*. Torino. Giappichelli Editore.

¹⁹ Cfr. Ganesini, N. (2016). *Il rischio penale nella gestione della crisi di impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore

²⁰ Vassalli, Castiello D'Antonio, (1996). *Amministrazione straordinaria di grandi imprese in crisi*. In "Enciclopedia giuridica Treccani, Roma.

²¹ Audino, A. (1981). Commento sub articolo 187, in A. Maffei Alberti, *Commentario breve alla Legge Fallimentare*. Padova, Cedam Editore. Questa interpretazione invero, causò numerosi problemi negli anni avvenire; varie aziende strategiche per l'economia nazionale furono ripetutamente salvate senza alcun prospetto di miglioramento, prediligendo l'orientamento *too big to fail*.

con l'Unione Europea in tema di aiuti di Stato alle imprese²², portò alla correzione dell'istituto tramite il D. lgs. n. 270 dell'8 luglio 1999 (c.d. "Prodi bis", che abrogò il testo della precedente "Legge Prodi"). Il nuovo ordine della procedura era finalizzato a consentirne una drastica riduzione della durata, ad orientare la celere individuazione di un nuovo assetto imprenditoriale, potenziando gli strumenti di tutela dei creditori.

Con l'avvenire del nuovo millennio, l'apparato normativo della crisi è soggetto ad un ulteriore rinnovamento contenutistico e strutturale, reso necessario dalla crisi economica nata in seno a diverse aziende del Paese. Sulla disciplina generale dell'amministrazione straordinaria si innesterà la procedura speciale di ammissione immediata all'istituto, introdotta dal D.lg. n.347 del 2003 (Legge Marzano). L'obiettivo della legge restava fedele al progetto Prodi in quanto è manifesta la volontà di arginamento di ogni possibile "contagio" da parte dell'impresa malata, ai danni di altri operatori economici. In questo contesto di rinnovamento, vi è finalmente il superamento (almeno ideale) della matrice darwiniana che caratterizzava le varie procedure concorsuali: la sopravvivenza dell'impresa in crisi, la salvaguardia dell'occupazione e la tutela verso gli altri attori economici divengono così la prima preoccupazione per il Legislatore, degradando la rilevanza delle varie situazioni debitorie in capo all'azienda. In tale prospettiva, non solo il fallimento non risulta più l'unica strada da percorrere, ma anzi è da scongiurarsi ad ogni costo, in considerazione delle possibili ricadute economiche che potrebbero subire l'imprenditore e tutto il

²² Si ricordi, a tal proposito, il processo di *deregulation* che ebbe luogo in Italia nel corso di tutti gli anni '90. In concordanza con il Trattato di Maastricht, che imponeva il divieto agli S.M. di scoperti di conto ad enti ed imprese pubbliche, il Legislatore si ritrovò costretto ad elaborare una conversione della natura delle suddette imprese, in quanto operavano costantemente in deficit. È utile ricordare, tra le varie, la legge 5 dicembre 1991, n. 386 "*Trasformazione degli enti pubblici economici, dismissione delle partecipazioni statali ed alienazione di beni patrimoniali suscettibili di gestione economica*", e la finale legge n. 474 del 1994. "*Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni.*"

tessuto sociale attorno a lui cementato.²³ Ed ancora, è in questo contesto che con il decreto ministeriale 28 novembre 2001 viene istituita una “Commissione per l’elaborazione di principi e criteri direttivi di uno schema di disegno di legge delega al Governo, relativo all’emanazione della nuova legge fallimentare ed alla revisione delle norme concernenti gli istituti connessi”, meglio nota come “Commissione Trevisanato” dal nome del suo presidente. Frutto del lavoro della Commissione fu la caratterizzazione delle linee portanti della riforma, in particolare la riduzione del complesso delle procedure a due sole: la prima, accessibile dall’imprenditore e consistente nell’accordo tra creditori e debitore; l’altra, ad iniziativa del debitore, del creditore o dell’autorità giudiziaria, nel condono dei debiti al ricorrere di determinate circostanze.²⁴ Fu necessaria la “seconda Commissione Trevisanato” per veder attuato il progetto, dando vita alle procedure di composizione concordata della crisi e di liquidazione concorsuale. Fu inoltre importato dal sistema statunitense l’istituto dell’esdebitazione (*discharge*), con l’obiettivo di alleggerire l’equilibrio finanziario dell’azienda in difficoltà donandole un “fresh start”, in caso avesse soddisfatto in misura del 25% i propri creditori chirografari.

Il lavoro svolto dalle due commissioni, sfociato poi nella “stagione delle riforme fallimentari”, ha donato all’ordinamento italiano una maggiore considerazione del futuro delle nostre aziende, rimediando a quell’impostazione così gravosa per il debitore che era presente nella più antica versione del 1942, nonché apportando organicità ai vari istituti fallimentari.

Nonostante il pregio dell’organicità, il lavoro del Legislatore di certo non si è sviluppato sui binari dell’unitarietà. Durante la stagione delle riforme fallimentari (2005-2007) questa discrepanza venne accentuata a causa dei vari provvedimenti “tappabuchi” adottati frettolosamente, senza tenere in

²³ Ganesini, N. (2016). *Il rischio penale nella gestione della crisi di impresa*. Torino: G. Giappichelli

²⁴ Ganesini, N. (2016). *Il rischio penale nella gestione della crisi di impresa*. Torino: G. Giappichelli

considerazione l'idea di un quadro normativo generale. I numerosi decreti susseguitisi nel corso del triennio verranno raccolti nel D. lgs. 12 settembre 2007, n. 169 *“Disposizioni integrative e correttive al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, nonché al decreto legislativo 9 gennaio 2006, n. 5, in materia di disciplina del fallimento, del concordato preventivo e della liquidazione coatta amministrativa, ai sensi dell’articolo 1, commi 5, 5-bis e 6, della legge 14 maggio 2005, n. 80”*. I provvedimenti adottati tra il 2005 e il 2007 incisero profondamente sul R.D. 16 marzo 1942, n. 267, abrogandone ed innovandone molte sue parti; venne eliminata la procedura dell’amministrazione controllata, ridefinita la figura del piccolo imprenditore, introdotto l’accordo per la ristrutturazione dei debiti e profondamente modificate la ratio e la procedura del concordato preventivo. I vari interventi del Legislatore gratificano così il lavoro della Commissione Trevisanato, plasmando le norme di cui la stessa aveva stilato i principi ispiratrici pochi anni prima. Tuttavia, nonostante le varie modifiche contenutistiche non si riuscì a dare unicità al testo di legge.

La storia della Legge Fallimentare italiana è stata giuridicamente tortuosa e sofferta, ma è innegabile doverla qualificare come una storia ormai *“matura”*. Settantasette anni dopo il R.D. n. 267, il sistema normativo italiano si arricchisce di un unico Codice non solo *“compatibile con la legislazione europea, ma (ispirato) ad una nuova prospettiva di recupero delle capacità produttive dell’impresa, nelle quali non è più individuabile un esclusivo interesse dell’imprenditore”*²⁵, il nuovo Codice della Crisi di impresa, introdotto con il D.lgs. n. 14, 12 gennaio 2019.

²⁵ Relazione Ministeriale Illustrativa Riforma Procedure Concorsuali (2007).

1.3 L'influenza culturale e politica dietro la riforma.

"It's ok to fail".

L'etimologia della parola *"crisi"* affonda le radici nel greco *krísis*, "scelta". Il termine, sovente utilizzato con accezione negativa, racchiude in realtà un significato ben più profondo: una situazione di difficoltà, gestita in maniera intelligente, può rappresentare una grande opportunità di crescita.

Si tende ad immaginare il Legislatore come unico ente incorruttibile ed astratto, pantocratore del sistema normativo e custode della giustizia più pura. Ciò che si dimentica però, è che esso non è altro che immagine del volere collettivo, filtrata dal sistema democratico tramite il meccanismo della rappresentanza. Essendo dunque plasmato dal volere di più individui umani, il suo giudizio è corruttibile e soggetto a cambiamenti volubili nel tempo, dipendenti in toto dalle ideologie prevalenti e dalla mentalità dominante in un determinato contesto sociale. Nel corso degli anni infatti, il Legislatore si è ispirato a correnti di principio e politiche differenti tra loro, alle volte imposte o suggerite da variabili esogene da lui non governabili. Sicuramente la filosofia fallimentare made in USA ha rappresentato, negli ultimi trent'anni, una delle variabili più incisive nella nuova formulazione della corrispondente normativa italiana. L'approccio *fail to win* è da sempre radicato nella mentalità americana, ed ha rappresentato la discriminante di successo di alcuni tra i CEO più influenti di sempre, come Henry Ford, Steve Jobs, Jeff Bezos e Elon Musk.²⁶ Sarebbe errato però limitarne l'esposizione ricorrendo solo a queste quattro figure. Questa mentalità è infatti radicata nel tessuto sociale americano e facilmente riscontrabile. Nell'indagine U.S. Bureau of Labor Statistics *"Number of Jobs, Labor Market Experience, and Earnings Growth: Results*

²⁶ A tal proposito, si prendano in considerazioni le famose citazioni:

"Failure is simply the opportunity to begin again, this time more intelligently." - H. Ford

"If things are not failing you are not innovating." - E. Musk

"Failure and innovation are inseparable twins" - Jeff Bezos

"It's impossible to fail if you learn from your mistakes." - Steve Jobs

From a National Longitudinal Survey”, è stato riscontrato che durante la propria carriera, un cittadino statunitense cambia in media 12.3 lavori²⁷, attestando la capacità del popolo americano di saper adattarsi a situazioni nuove con facilità. Questo marcato orientamento non può che essere riflesso nel sistema normativo statunitense, di cui la “corporate reorganization” è il fulcro. Volendo esemplificarne la veridicità, si prenda in considerazione che l’azione fallimentare, descritta nel Chapter 7 dello “*United States Code*”, avviene solitamente su base volontaria, promossa dal debitore per ottenere una tutela legale nei confronti dei creditori. La procedura di *bankruptcy*²⁸, che dona all’imprenditore una “fresh start” liberandolo da tutte le obbligazioni precedenti (rendendola di fatto una procedura molto ambita), è riservata esclusivamente a chi risulta impossibilitato nel pagamento dei propri debiti.²⁹ La risposta allo stato di crisi più flessibile ed efficiente proposta dal modello procedurale USA, risiede nei Chapter 11 e 13, attinenti alla riorganizzazione del debito per aziende di grandi e piccole dimensioni. Queste procedure, esplicitamente ideate per prevenire lo stato di difficoltà delle imprese, hanno come fine la riammissione delle stesse nel circuito economico. Esse sono largamente utilizzate negli USA, a testimonianza della loro affidabilità: nel 2017 sono state riportate più di 740mila richieste di dichiarazione di fallimento, risultate in proporzione del 61% nell’applicazione del Chapter 7, e in proporzione del 39% nell’applicazione dei Chapters 11-13.³⁰ Confrontando i dati sull’impiego delle varie procedure concorsuali del sistema normativo italiano nello stesso periodo, notiamo sotto il profilo numerico, l’assoluta

²⁷ Dato disponibile su <https://www.bls.gov/news.release/pdf/nlsoy.pdf>

²⁸ Nelle normative anglofone, il processo giudiziale che porta alla liquidazione dei beni.

²⁹ Cara O’Neil, “*Differences between Chapter 7 and Chapter 13 bankruptcy*”, in NOLO. <https://www.nolo.com/legal-encyclopedia/what-is-the-difference-between-chapter-7-chapter-13-bankruptcy.html>

³⁰ BAPCPA Report – 2017. Indagine svolta per conto della US COURTS. Dati riscontrabili su <https://www.uscourts.gov/statistics-reports/bapcpa-report-2017>

prevalenza nell'attuazione della procedura fallimentare; il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione al contrario, sono assai meno utilizzati.³¹ Possiamo apprezzare come la ripartizione delle varie procedure fallimentari sia sostanzialmente differente tra i due Paesi; gli imprenditori statunitensi ricorrono fino a quattro volte più frequentemente al concordato preventivo rispetto ai colleghi italiani, avendo così tutorato legale per la ricostruzione del proprio business, prevenendo la clausola d'insolvenza.

A seguito dello sviluppo della crisi si è assistito ad un incremento nell'utilizzo di procedure concorsuali alternative al fallimento, registrando in pochi anni un aumento del 70% nei casi di ammissione agli istituti prefallimentari.

	Fallimenti(1)	Concordato preventivo (2)	Accordi di ristrutturazione	Indice di utilizzo procedure concorsuali alternative
2007	6159	423	0	6,43%
2008	7504	566	0	7,01%
2009	9381	957	0	9,26%
2010	11232	1027	76	8,94%
2011	12153	975	137	8,38%
2012	12543	1119	165	9,29%
2013	14128	2279	246	15,16%
2014	15685	1828	314	12,02%

Tabella 1.

Fonte: Infocamere

Note: (1) fallimenti dichiarati; (2) concordati ammessi

Le cause possono essere ricercate sia nella congiuntura economica, sia negli svariati interventi normativi effettuati *ad hoc* tra il 2008 ed il 2012 che hanno consentito un più largo utilizzo di queste procedure. Ciò nonostante, possiamo affermare che il *forward looking* si è manifestato non solo come modello ispiratore, ma anche come risposta concreta alla precaria situazione che le aziende italiane hanno vissuto durante la crisi.

Nella riforma del Codice della Crisi di Impresa, l'Unione Europea ha svolto un ruolo chiave. Essa, come ben noto, sta intensificando il proprio ruolo promotore

³¹ Per approfondimenti: Danovi; Giacomelli, Riva, Rodano, (2018). *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*. Documento reso disponibile da Banca D'Italia.

armonizzando le diverse procedure nazionali, perseguendo l'istituzione di un unico diritto fallimentare europeo. La globalizzazione e l'istituzione del Mercato Unico hanno evidenziato come i rapporti economici si siano spinti ben oltre la dimensione nazionale, rendendo necessario il superamento delle reciproche diffidenze attraverso l'istituzione di un coordinamento tra le diverse legislazioni fallimentari.³² Per rispondere all'esigenza di una disciplina omogenea, nel 2010 è stato presentato dalla "Commissione sugli affari legali" uno studio che riportasse le differenze tra le normative fallimentari degli Stati Membri.³³ È risultato subito evidente come in molti Paesi vi fosse un'apertura verso processi di salvataggio alternativi alle procedure di liquidazione. Questi garantivano un regime fallimentare dotato di trasparenza informativa e possibilità di previsione di periodi di crisi. Nella Comunicazione della Commissione Europea del 12 dicembre 2012, l'Europa si mostra sensibile nei confronti dei temi appena menzionati, affermando che *"la volontà di dare agli imprenditori una seconda opportunità per rilanciare attività imprenditoriali redditizie e conservare l'occupazione rappresenta una delle caratteristiche fondamentali del nuovo approccio europeo al fallimento delle imprese e all'insolvenza"*.³⁴

La Comunicazione della Commissione fu affiancata da una proposta di regolamento volta alla modifica del precedente 1346/2000, attinente alle risoluzioni dei casi di insolvenza transfrontalieri, ponendo come obiettivo quello di *"migliorare l'efficienza del quadro europeo per la risoluzione dei casi transfrontalieri d'insolvenza, [...] promuovere la ripresa economica e la crescita sostenibile, un tasso di investimento più elevato e la conservazione dei posti di lavoro."*³⁵ In relazione

³² Pasetto, L. (2017). *Stato di crisi e stato di insolvenza: i fondamenti della disciplina concorsuale italiana*.

³⁴ Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio e al Comitato economico e sociale europeo, *Un nuovo approccio europeo al fallimento delle imprese e all'insolvenza*, in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52012DC0742&from=IT>

³⁵ Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1346/2000 del Consiglio relativo alle procedure d'insolvenza. Disponibile su

all'estensione del campo di applicazione del regolamento, la Commissione decise di includervi anche le procedure di pre-insolvenza e le procedure ibride. Nello specifico, in ricerca di procedure sostanzialmente più flessibili e pragmatiche come la normativa dei piani di ristrutturazione, si rese necessario l'introduzione di uniformità per le norme asserenti a questo ambito. Fu osservata inoltre la presenza di discrepanze tra i vari ordinamenti sia nelle tempistiche dell'avvio delle procedure, sia nei requisiti richiesti per l'accesso alle stesse. In questo panorama, i Paesi più efficienti risultarono quelli ove la procedura fallimentare veniva affiancata da meccanismi di allarme che consentissero la segnalazione di un possibile stato di crisi.

Fondato sulla raccomandazione UE 2014/135 e sulla precedente proposta, il Regolamento 2015/848 rafforza questa corrente di pensiero enunciando come sia *“opportuno estendere l'ambito di applicazione del presente regolamento a procedure che promuovono il salvataggio della società [...] che si trovano in difficoltà economica e che danno una seconda opportunità agli imprenditori”*.³⁶ Risulta evidente come il nuovo Regolamento esprima la volontà del legislatore europeo di privilegiare soluzioni che prevengano l'insolvenza e la conseguente inevitabile liquidazione.³⁷

A seguito delle varie introduzioni nella normativa europea e della considerazione dei principi ispiratori del diritto internazionale, il Legislatore italiano ha ritenuto opportuno lo sviluppo organico della disciplina fallimentare nazionale. In data 28 gennaio 2015 il Ministro della Giustizia Andrea Orlando ha dunque formato una Commissione di studio, nominandone a presidenza Renato

[https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com\(2012\)0744_/com_com\(2012\)0744_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2012)0744_/com_com(2012)0744_it.pdf)

³⁶ REGOLAMENTO (UE) 2015/848 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 20 maggio 2015 relativo alle procedure di insolvenza. Disponibile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0848&from=it>

³⁷ De Cesari, P. (2016). *Il nuovo diritto europeo per la crisi d'impresa: il regolamento (UE) 2015/848 relativo alle procedure di insolvenza*. Torino, Giappichelli Editore.

Rordorf, ponendo come obiettivo la riforma organica delle procedure concorsuali, che sfocerà nell'emanazione, nel gennaio 2019, del nuovo Codice della Crisi di impresa.³⁸

1.4 Il nuovo Codice della crisi d'impresa.

Con il D.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019 viene ufficializzata l'adozione del nuovo Codice della crisi d'impresa. Le novità più innovative sarebbero dovute entrare in vigore il 15 agosto 2020, ma, a causa degli sviluppi del Covid-19, il governo ne ha sancito il differimento al 01/09/2021 attraverso il D.lg. 8 aprile 2020 *“recante disposizioni urgenti per il sostegno alla liquidità delle imprese e all'esportazione”*.

Frutto del lavoro incessante dello schema Rordorf, il Codice rappresenta lo sforzo che il Legislatore ha attuato per stabilire i nuovi principi ispiratori della normativa fallimentare ed organizzarne le procedure in modo organico. Obiettivo primario del decreto consiste sicuramente nell'attribuire una maggiore rilevanza alla fase che precede la crisi, introducendo l'obbligo di redazione, per alcune categorie di imprese, di indici matematici che possano consentire una diagnosi precoce dello stato di difficoltà dell'azienda. Il mutamento radicale del pensiero del Legislatore è riscontrabile nella sostituzione del termine *“fallimento”* con l'espressione *“liquidazione giudiziale”*. Il Legislatore ha inoltre provveduto all'eliminazione del termine *“fallito”* dal corpo del Codice, strappando la connotazione negativa che automaticamente si traslava all'imprenditore caduto in disgrazia. Non è inverosimile pensare che il dato

³⁸ Didone, A. (2019). *Breve storia della Riforma Rordorf*, in dirittobancario.it.
<https://www.dirittobancario.it/editoriali/antonio-didone/breve-storia-della-riforma-rordorf>

preoccupante sugli imprenditori suicidi, a seguito della crisi economica del 2008, abbia giocato un ruolo importante nell'abolizione del termine.³⁹

In termini qualitativi, viene introdotto un sistema di allerta che possa consentire la celere individuazione di una sorgente crisi, nella prospettiva del risanamento dell'impresa e del principio OIC 11 della continuità aziendale, favorendo proposte che comportino il superamento della crisi. In merito al suddetto principio, per continuità aziendale viene intesa quella capacità di costruire un complesso economico destinato alla produzione di reddito futuro.⁴⁰ In caso in cui la valutazione prospettica a dodici mesi individui incertezze in merito a tale capacità, vengono attivate le procedure di salvataggio. La riforma inoltre, alleggerirà le procedure concorsuali tramite la riduzione dei tempi e dei costi della giustizia. Nello specifico contesto normativo, lo stato di crisi viene inteso come *“lo stato di difficoltà economico finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate”*.⁴¹

Ai fini di questa tesi, il Titolo II *“Procedure di allerta e di composizione assistita della crisi”* assumerà particolare rilevanza. In termini di ambito di applicazione, l'articolo 12 comma 4 del citato decreto stabilisce l'esonero di redazione degli strumenti di prevenzione per le grandi imprese, i gruppi di imprese di rilevante dimensione, le società con azioni quotate regolarmente, e per tutte le imprese appartenenti ai rami finanziari menzionati nel comma 5 sottoposte alla vigilanza prioritaria della Banca d'Italia, della Consob, o di altri istituti di controllo.

³⁹ In particolare, secondo una ricerca dell'Osservatorio della Link Campus University (Roma), dal 2012 sono 988 le persone che in Italia si sono tolte la vita per motivazioni economiche, il 41,8% di esse è rappresentato da imprenditori.

⁴⁰ OIC 11, *Finalità e postulati del bilancio d'esercizio*, paragrafi 21-23. Disponibile su <https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2018-03-OIC-11.pdf>

⁴¹ Art. 2 comma 1: Definizioni. In *D.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019*

Sarebbe stato ridondante appesantire la già densa normativa che disciplina il funzionamento di tali istituti.⁴² In tale ottica, il Legislatore ha individuato come *target* le imprese sprovviste di copertura normativa, volendo assicurare alle molte PMI italiane un meccanismo di sorveglianza capillare, includendo anche le imprese minori⁴³ e agricole ai sensi dell'articolo 7.

La forza rivoluzionaria del decreto nasce però dall'individuazione, e successiva applicazione, dei vari indicatori di crisi. In particolare, il sistema di allerta è azionato quando si presenta un qualsiasi squilibrio di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario *"rilevabili attraverso appositi indici che diano evidenza della sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o, quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a sei mesi, per i sei mesi successivi"*.⁴⁴ Tali indici inoltre non sono assoluti, ma si adattano agevolmente a seconda delle specifiche caratteristiche dell'industria e dell'impresa.

Il nuovo sistema normativo consente di evitare pesanti sanzioni ai danni dell'imprenditore nel caso in cui comunichi lui stesso (o il collegio sindacale) in maniera tempestiva, all'OCRI⁴⁵, la presenza dello stato di crisi.⁴⁶ Il testo della

⁴² Si pensi alle norme dettate dal Testo Unico Bancario, Testo Unico della Finanza, e tutte le normative comunitarie in materia finanziaria, assicurativa, pensionistica e di risparmio, tra cui il Reg. UE n. 1024/2013 *"che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi"* e il Reg. BCE n. 468/2014 *"che istituisce il quadro di cooperazione nell'ambito del Meccanismo di vigilanza unico tra la Banca centrale europea e le autorità nazionali competenti e con le autorità nazionali designate (Regolamento quadro sull'MVU)"*.

⁴³ Con l'espressione "imprese minori", si considerano le imprese che presentano i requisiti specificati nell'articolo 2, comma 1, lettera d in *D.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019*

⁴⁴ Art. 13 comma 1: Indicatori di crisi. In *D.lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019*

⁴⁵ Organismo di Composizione della Crisi

⁴⁶ Ai sensi dell'articolo 25 del Codice "Misure premiali", all'imprenditore che abbia presentato tempestivamente l'istanza all'OCRI vengono riconosciuti diversi benefici tributari. Si rimanda al testo dell'articolo per ulteriori approfondimenti.

riforma prevede inoltre benefici penali in caso di bancarotta, sia semplice sia fraudolenta, nelle casistiche dettate dall'articolo 324 del Codice. In conclusione, l'imprenditore beneficia di una causa di non punibilità se, in buona fede, agisce tempestivamente per scongiurare la crisi di impresa. Tramite la riduzione della pressione penale per eventi di modesta entità, il Legislatore conferma la sua ottica volta a favorire la ripresa dell'attività imprenditoriale.⁴⁷

⁴⁷ *"Riforma e crisi di impresa, cosa cambia per l'imprenditore?"*, in Cerved Know. Disponibile su <https://know.cerved.com/tool-educational/riforma-criisi-dimpresa-cosa-cambia/>

CAPITOLO 2

Gli indicatori dello stato di crisi.

2.1 Il carattere reddituale, patrimoniale e finanziario.

L'articolo 13 comma 2 del Codice della crisi di impresa prevede che *“Il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili [...] elabor(i) con cadenza almeno triennale [...] gli indici [...] che, valutati unitariamente, fa(cciano) ragionevolmente presumere la sussistenza di uno stato di crisi dell'impresa”*. Gli indicatori di crisi ricoprono il vero fulcro del nuovo sistema d'allerta previsto dall'ordinamento italiano; grazie ai loro tratti sintetici e quantitativi viene infatti eliminata ogni possibilità di interpretazione del dato normativo, rendendolo inoppugnabile.

In caso di individuazione di uno squilibrio reddituale, patrimoniale o finanziario che possa portare a *“fondati indizi della crisi”*,⁴⁸ l'organo di controllo, il revisore contabile o la società di revisione hanno l'obbligo di segnalare tale dato all'organo amministrativo, così da poter riformulare la strategia aziendale e scongiurare lo stato di insolvenza.⁴⁹ Nel caso in cui la strategia proposta per evitare la crisi non si riveli adatta per lo scopo previsto, la tempestiva segnalazione all' OCRI costituisce causa di esonero di responsabilità per gli organi di controllo. Il Legislatore inoltre, al fine di rafforzare il sistema di allerta, si avvarrà anche delle segnalazioni rilevate dai creditori pubblici qualificati,⁵⁰ così da poter controllare la regolarità fiscale dell'impresa.

⁴⁸ Art. 14, comma 1. D.lgs. n. 14, 12 gennaio 2019

⁴⁹ Ai sensi dell'art. 14 comma 2, il termine per l'individuazione di una soluzione congrua è fissato a 30 giorni.

⁵⁰ In particolare, il testo di legge menziona l'Agenzia delle entrate e l'Istituto Nazionale Previdenza Sociale in merito all'obbligo di segnalazione di dissesti fiscali.

Nella prospettiva di una crisi, lo squilibrio reddituale è solitamente il primo segnale a manifestarsi;⁵¹ esso si verifica quando l'impresa non riesce più a conseguire adeguati margini di guadagno per coprire i costi di gestione. In un'ottica contabile, il concetto è esplicitato dalla presenza di un reddito operativo (EBIT)⁵² negativo. L'EBIT infatti, indica la capacità dell'impresa di creare un surplus grazie al proprio *core business*, surplus che viene calcolato non detraendo né interessi passivi su debiti né tasse.⁵³

$$EBIT = Ricavi di vendita - Costi operativi$$

Uno squilibrio di carattere reddituale è di certo il più gravoso tra i tre, in quanto segnala l'incapacità dell'azienda di creare reddito tramite il proprio *core-business*, denotando dunque la presenza di costi operativi troppo elevati, ricavati di vendita insufficienti o di una strategia operativa inadeguata. Il calcolo periodico di indici di profittabilità (relativi all'EBIT) può aiutare la prevenzione di un tale dissesto, poiché questi esplicitano quantitativamente il risultato delle decisioni operative dell'azienda.

Nel computo dei costi operativi rientrano anche ammortamenti e svalutazioni, entrambe operazioni contabili ispirate al principio di competenza economica.

Sebbene la presenza di elevati costi di gestione possa sfociare in un dissesto reddituale, non sempre la situazione si tramuta in un dissesto finanziario: per dimostrarlo, valutiamo il conto economico di due imprese, A e B, aventi stessi

⁵¹ Napolitano, N. (2019). *Il codice della crisi e dell'insolvenza e gli indici di allerta*. In "Fiscoetasse.com" Disponibile su <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/13326-il-codice-della-crisi-e-insolvenza-e-le-misure-per-il-rilevamento-della-crisi.html#paragrafo2>

⁵² Nella notazione internazionale: Earnings Before Interest and Taxes.

⁵³ Brigham, Houston. (2009). *Fundamentals of financial management*. South-Western Cengage Learning.

ricavi, stesso interesse da liquidare, ma spese di ammortamento diverse. L'impresa A presenta spese di ammortamento per 500 € e la seconda per 200 €.

Impresa A		Impresa B	
Valore della produzione	1.000,00 €	Valore della produzione	1.000,00 €
Costo produzione	1.050,00 €	Costo produzione	700,00 €
EBIT	- 50,00 €	EBIT	300,00 €
Interessi e oneri	100,00 €	Interessi e oneri	100,00 €
EBT	- 150,00 €	EBT	200,00 €
Imposte	- €	Imposte	50,00 €
Perdita	- 150,00 €	Utile	150,00 €
Net Cash flow	350,00 €	Net Cash flow	350,00 €

Tabella 2.

Nonostante l'impresa A abbia subito una perdita contabile di 150 €, è riuscita ad ottenere lo stesso cash flow (positivo) dell'impresa B, che aveva registrato un utile di 150 €. ⁵⁴ Questo fenomeno è dovuto alla presenza dei più elevati costi di ammortamento che l'impresa A ha dovuto iscrivere a bilancio: essendo l'ammortamento un'operazione strettamente contabile, non avvalorata da alcuna transazione reale, il flusso di cassa si è mantenuto inalterato a seguito di tale detrazione. Notiamo come un dissesto finanziario possa essere soggetto ad una molteplicità di variabili e causato da un'innumerabile quantità di fattori.

Nonostante ciò possiamo affermare che, di regola, alla perdita di redditività si associa un calo dei flussi di cassa, che ha come conseguenza l'aumento del rischio di default finanziario. ⁵⁵ Infatti, fondi liquidi insufficienti non riuscirebbero a garantire l'adempimento obbligativo alle scadenze di breve termine. I primi sintomi di difficoltà finanziaria vengono rilevati da un rallentamento dei

⁵⁴ Dove il flusso di cassa netto (net cash flow) è dato dalla somma $FCN = utile + costi\ non\ monetari$

⁵⁵ Racugno, G. (2019). *Gli indicatori della crisi di impresa* in "il diritto fallimentare e delle società commerciali". Disponibile su <http://www.dirittofallimentaresocieta.it/indicatori-della-crisi-di-impresa>

pagamenti nei confronti dei fornitori e da una maggiore richiesta di credito, traducendosi in un incremento delle obbligazioni a breve termine, riducendo il *current ratio*, l'indicatore di liquidità più affidabile.⁵⁶

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{attività correnti}}{\text{passività correnti}}^{57}$$

Il valore di 1 rappresenta il *benchmark* dell'indicatore. Vengono restituiti valori superiori ad uno quando l'impresa presenta un livello di liquidità soddisfacente; per valori inferiori all'unità l'impresa versa verosimilmente in situazione di difficoltà.

Pur indicando una solida posizione finanziaria, un alto indice di liquidità potrebbe segnalare un'eccessiva quantità di rimanenze di magazzino (notoriamente, l'attività meno liquida tra le correnti), che potrebbero essere sorte da un'annata di vendita non brillante. Questa tesi sarebbe ancor di più avvalorata dalla presenza di ricavi in flessione rispetto a quelli degli anni precedenti. Per ovviare alla variabile delle rimanenze, le imprese possono tenere in considerazione un secondo indice di liquidità, il *quick ratio*.

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{attività correnti} - \text{rimanenze}}{\text{passività correnti}}$$

In questo modo viene misurata la capacità dell'azienda di adempiere alle proprie obbligazioni di breve periodo senza fare affidamento sulla vendita di rimanenze.⁵⁸ I problemi di natura finanziaria derivano spesso dal mancato conseguimento di strategie di crescita aggressive (*high risk - high pay-out*)

⁵⁶ Brigham, Houston. (2009). *Fundamentals of financial management*. South-Western Cengage Learning.

⁵⁷ Con *attività correnti* si intendono gli impieghi finanziari destinati ad un rapido consumo o ad essere riscossi a breve. Sotto tale voce troviamo le attività presenti nell'*attivo circolante*, ai sensi dell'ex articolo 2424 C.c.

Con *passività correnti* si intendono quei debiti, sia la loro natura operativa o finanziaria, che dovranno essere rimborsati entro l'anno.

⁵⁸ Brigham, Houston. (2009). *Fundamentals of financial management*. South-Western Cengage Learning.

richiedenti finanziamenti a breve termine. Di fatto, la performance scadente del piano operativo potrebbe rendere l'impresa incapace di fronteggiare pagamenti nell'immediato, creando una flessione nei cash flows. Assume dunque importanza lo sfasamento temporale tra i flussi di liquidità in entrata e in uscita.⁵⁹

Il Legislatore indica la presenza di squilibri di carattere patrimoniale come possibili premonitori di una crisi. Tali dissesti presentano una duplice natura; possono sorgere a causa dell'eccedenza del passivo sull'attivo, ovvero nascere in seno al passivo stesso, un utilizzo smodato della leva finanziaria. Uno squilibrio patrimoniale potrebbe portare problemi di liquidità, mancati adempimenti obbligativi, possibile necessità di ricapitalizzazione e svariati dissesti aziendali, come la ricomposizione dell'attivo dell'impresa. A causa della serietà del rischio, è consigliata la redazione periodica del Margine di Struttura, dedito al calcolo della capacità di finanziare investimenti patrimoniali (immobilizzazioni) tramite capitale proprio (patrimonio netto).⁶⁰

Le aziende di grandi dimensioni ricorrono con frequenza alla leva finanziaria per via degli innumerevoli benefici che essa può portare (se ben utilizzata), uno su tutti l'azione da scudo fiscale e un ROE più elevato. Nello specifico, un massiccio ricorso al debito si traduce in un maggiore pagamento di interessi. Poiché l'imposizione fiscale agisce sul reddito ante-imposta (EBT), e gli interessi vengono decurtati direttamente dal margine operativo netto (EBIT), la somma sborsata sottoforma di interessi passivi non sarà soggetta a tassazione. Inoltre, a parità di utile, l'azienda con una leva finanziaria più pronunciata potrà vantare un ROE più elevato a causa del minor ricorso effettuato al proprio capitale. In caso di perdite tuttavia, i soci dovranno reintegrare il patrimonio in misura maggiore.

⁵⁹ Racugno, G. (2019). *Gli indicatori della crisi di impresa* in "il diritto fallimentare e delle società commerciali". Disponibile su <http://www.dirittofallimentaresocieta.it/indicatori-della-crisi-di-impresa>

⁶⁰ *Margine di struttura = patrimonio netto – immobilizzazioni*

Lo squilibrio patrimoniale può inoltre verificarsi a seguito di una impropria registrazione delle voci nell'attivo dello stato patrimoniale. In questo senso, si determina un annacquamento di capitale se il credito viene iscritto in bilancio tramite una valutazione inesatta che registra un valore più elevato del *possibile valore di realizzo*.⁶¹

2.2 Gli indicatori scelti dal CNDCEC.

Ai sensi dell'art. 13 co. 2 del Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza, è stato assegnato al Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili il compito di elaborare gli indici di prevenzione preposti dal decreto. Il Consiglio, a seguito di lunghe consultazioni con i principali *stakeholders*, ha reso pubblico in data 19 ottobre 2019 il documento "*Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*". Nel documento, si anticipa l'adozione di una struttura definita "ad albero" per gli indici suggeriti, attraverso la quale si forma la valutazione del rischio d'impresa tramite un *iter* prestabilito, deviando all'occorrenza per bloccare sul nascere la formazione di una crisi. In tale contesto, la presenza di dissesti patrimoniali, reddituali o finanziari, in relazione alle specifiche caratteristiche dell'azienda e dell'industria, avviano la preliminare diagnosi di un possibile stato di crisi.⁶² Le condizioni di elaborazione degli indicatori, vincolanti ai fini della loro individuazione, sono due: la prima consiste nella suscettibilità della valutazione, ovvero nella possibilità di dedurre da essa la sussistenza reale di un indizio di crisi. La seconda prevede che tali indicatori soddisfino le richieste definite dal Legislatore al comma 1 dell'art. 13, in materia di sostenibilità degli oneri tramite propri flussi di cassa e di organizzazione

⁶¹ Ai sensi dell'art. 2426 c.c. comma 8: "*i crediti sono rilevati in bilancio secondo il criterio del costo ammortizzato [...] del valore di presumibile realizzo*". cfr. Fiori, Tiscini. (2017). *Economia aziendale*. Milano. Egea Editore.

⁶² Introduzione elaborata dal documento CNDCEC. (2019). *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*.

patrimoniale. Una ulteriore finalità disposta dal Consiglio, coerentemente alla natura delle imprese coinvolte,⁶³ è quella di fornire agli imprenditori strumenti dotati di una spiccata semplicità d'uso, ovvero necessitanti di una limitata quantità di risorse, escludendo modelli di previsione tecnologicamente troppo avanzati che richiedano conoscenze esaustive. A causa della mancanza di un indicatore unico che potesse con certezza prevedere un futuro stato d'insolvenza, il Consiglio, in accordo con il partner scientifico Cerved, ha deciso di dotare il sistema di allerta di un gruppo di indici, i quali, attraverso l'elaborazione e successiva correlazione dei propri dati, potessero segnalare preventivamente la manifestazione di uno stato di crisi. Inoltre, molti esperti hanno ritenuto che l'impostazione *backward looking* dei più tradizionali indici di bilancio non consentisse un'adeguata informazione in visione prospettica, ma che potesse fornire dati solo sul passato aziendale, rivelandone pochi e insufficienti sul suo futuro.⁶⁴

Alla luce di tali considerazioni, il CNDCEC ha affidato agli indici di bilancio un ruolo del tutto secondario rispetto alle misure sequenziali elaborate: il primo *step* consiste nell'analisi del patrimonio netto (PN); in caso di valore negativo (o al di sotto dei limiti di legge per le società di capitali) si presume l'esistenza di uno stato di crisi. Uno squilibrio patrimoniale di questa gravità richiede l'immediata ricapitalizzazione della perdita subita da parte dei soci. Se il PN è positivo invece, si prosegue tramite la valutazione del *Debt Service Coverage Ratio*. Il DSCR rappresenta il perno del nuovo sistema di indicatori, fornendo dati sulla solvibilità del debito aziendale nei successivi sei mesi tramite la valutazione dei flussi di cassa previsti. Nello specifico, il DSCR è calcolabile come il quoziente tra le disponibilità liquide di cui l'azienda disporrà nei prossimi sei mesi (liquidità

⁶³ Si rimanda al paragrafo 1.4. *Il nuovo Codice della crisi di impresa* per l'ambito applicativo della norma.

⁶⁴ cfr. *Rapporto Cerved PMI 2019*, Istituto Cerved. Disponibile su https://know.cerved.com/wp-content/uploads/2019/11/Rapporto-PMI_2019_web.pdf

iniziale, crediti riscuotibili nell'orizzonte temporale e i free cash flows [FCF]⁶⁵) e le spese debitorie che dovrà fronteggiare nello stesso arco di tempo.

$$DSCR = \frac{\text{Disponibilità liquide semestrali}}{\text{Debiti con scadenza inferiore a sei mesi}}$$

Ne consegue che se l'indice risulta maggiore di 1, le disponibilità liquide risulteranno sufficienti per coprire il costo dell'indebitamento a breve termine, non creando il presupposto di crisi. Solo nel caso l'indicatore presenti una valutazione inferiore ad 1 si prosegue l'indagine attraverso l'utilizzo di cinque indici di bilancio. Qual è stato il sistema di analisi che ha portato alla scelta di determinati indici e, necessariamente, all'esclusione di altri?

*“L'analisi è stata indirizzata a selezionare gli indici di bilancio che opportunamente [...] combinati tra loro identificassero al meglio un cluster di imprese prossime all'insolvenza.”*⁶⁶ A tal fine, si è voluta dare maggiore rilevanza ai segnali che quotidianamente vengono utilizzati nel mondo aziendalistico con buona capacità di previsione, in ambito di:

- sostenibilità degli oneri finanziari e dell'indebitamento
- grado di adeguatezza patrimoniale
- equilibrio finanziario
- redditività
- sviluppo
- indicatori di specifici ritardi nei pagamenti.⁶⁷

⁶⁵ Da intendersi come “il flusso di cassa disponibile per l'azienda ed è dato dalla differenza tra il flusso di cassa dalle attività operative e il flusso di cassa per investimenti in capitale fisso”. Glossario finanziario – borsaitaliana.it

⁶⁶ CNDCEC. (2019). *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*. Paragrafo 2.3. *La selezione degli indici*.

⁶⁷ Dato riscontrabile nel *Rapporto Cerved PMI 2019*, Istituto Cerved. Disponibile su https://know.cerved.com/wp-content/uploads/2019/11/Rapporto-PMI_2019_web.pdf

Nonostante ciò, l'accurata formulazione degli indicatori non ha evitato la nascita di un *trade-off* in merito al loro campo di affidabilità statistica, in particolare nel processo di determinazione delle soglie numeriche che collocano l'impresa in una specifica fattispecie economica.⁶⁸ La decisione di fissare soglie più stringenti comporterebbe sicuramente un minor numero di segnalazioni all'OCRI (sebbene tutte di una consistente urgenza), con conseguente incremento nella possibilità di riscontrare falsi-negativi. Al contrario, a soglie più inclusive si accosterebbero un maggior numero di segnalazioni, con probabilità di includervi imprese che non si trovano in un vero e proprio stato di difficoltà, aumentando il numero di falsi-positivi.

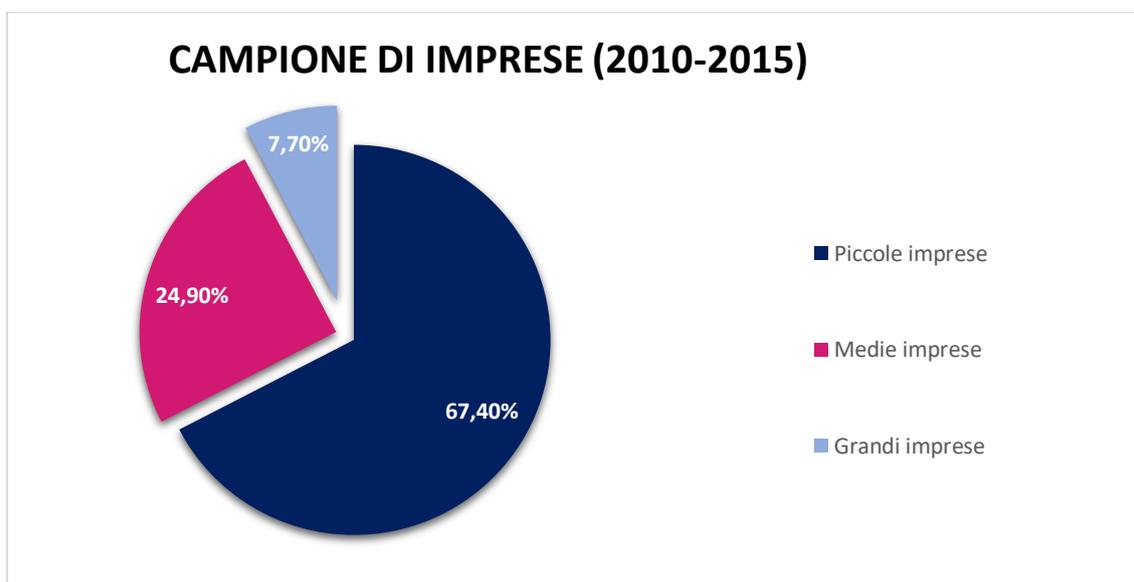


Grafico 1. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2019

⁶⁸ Nel dettaglio, in base al *Rapporto Cerved PMI 2019*, sono individuabili cinque fasi di crisi, elencate in ordine di gravità crescente: *l'incubazione della crisi, la maturazione della crisi, la crisi conclamata reversibile, l'insolvenza reversibile, l'insolvenza conclamata*. Ad ogni fase aziendale corrisponde uno specifico intervento (possibilmente preventivo), che possa garantire la continuità aziendale.

L'indagine condotta da Cerved e il CNDCEC ha coinvolto più di 181.000 imprese *in bonis* nel quinquennio 2010-2015, e più del 90% di esse sono PMI, come riscontrabile dal grafico 1.⁶⁹

Nel tentativo di trovare gli indicatori più adatti alle istruzioni del nuovo Codice, si è proceduto tramite un'analisi statistica univariata e multivariata. L'analisi univariata ha consentito di individuare la prima *short list* per ogni specifica area gestionale (elencate nella pagina precedente), basandosi sulle condizioni di affidabilità e potere deduttivo elaborate nelle pagg. 31-32. In particolare, l'analisi è stata condotta al fine di individuare quegli indici che esibissero una capacità previsionale soddisfacente, che si basasse su tre criteri:

- *Accuracy ratio*
- Comparazione tra le mediane degli indici di imprese insolventi e non insolventi.
- Dividendo la popolazione in due quantili ne è stato studiato il tasso di default, verificando l'affidabilità dell'indicatore nelle aree a rischio.⁷⁰

In un'indagine simile è condivisibile il largo utilizzo della mediana, difatti essa "è quel valore che minimizza la somma degli scarti in valore assoluto",⁷¹ risultando un indicatore di posizione eccellente e molto stabile.

$$\sum_{i=1}^n |x_i - med| = \min \sum_{i=1}^n |x_i - \alpha|$$

L'indice di posizione è inoltre resistente al possibile riscontro di valori anomali e dunque poco sensibile rispetto a ciò che accade nelle code estreme della distribuzione. Poiché la popolazione del campione non è uniforme (sono

⁶⁹ Il *Rapporto Cerved PMI 2019* non presenta dati numerici, indicando la suddivisione orientativa. "Circa due terzi del campione è costituito da piccole imprese, un quarto da medie aziende". Dal momento che il campione non presenta microimprese, si conclude che le grandi aziende ne rappresentano 1/12.

⁷⁰ CNDCEC. (2019). *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*. Paragrafo 3.3.

⁷¹ Monti, A. (2008). *Introduzione alla statistica*. Napoli. Edizioni Scientifiche Italiane.

considerate imprese dalle micro alle grandi dimensioni, con valori patrimoniali, finanziari e reddituali estremamente distanti tra loro), l'utilizzo della mediana è preferibile rispetto ad altri indici di posizione.

Grazie all'analisi multivariata infine, sono stati selezionati quegli indici che, quando opportunamente combinati, consentissero di limitare drasticamente l'incidenza di falsi-positivi e presentassero una buona attendibilità. Dopo una serie di studi riguardanti il loro grado di correlazione, si è deciso di individuare come soglia limite la mediana del sottoinsieme delle imprese insolventi (per ogni area gestionale).

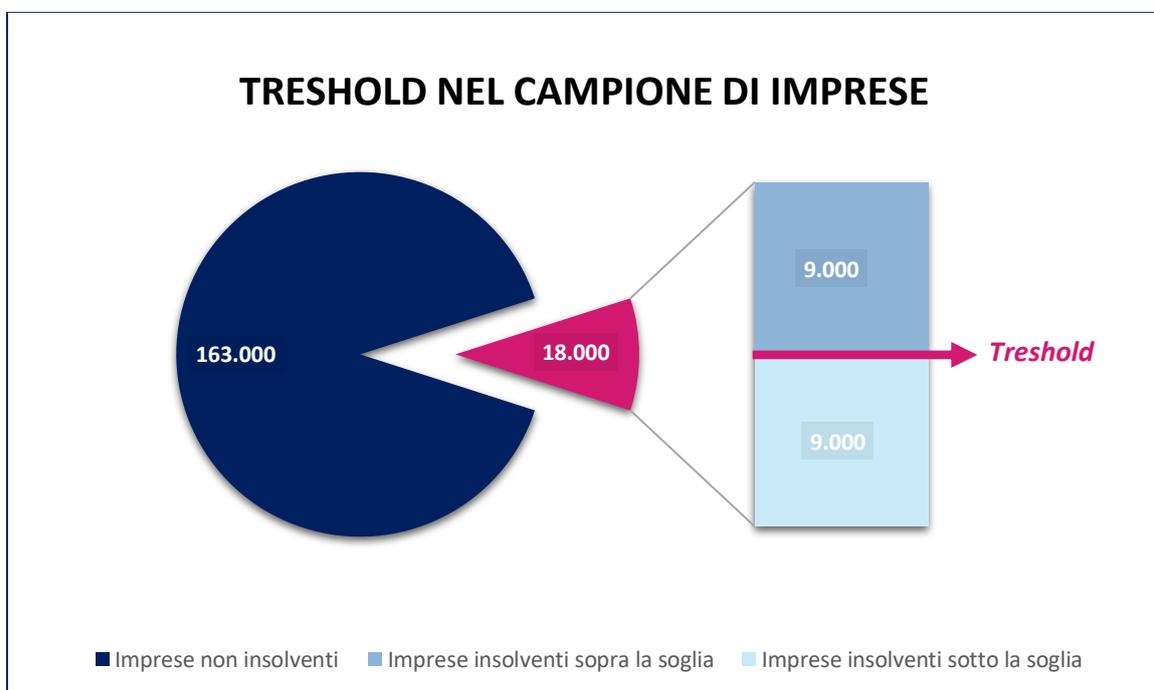


Grafico 2. Rappresentazione della soglia limite individuata. Fonte CNDCEC. Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta.

La mediana risulta ancora una volta il miglior indice di posizione per la determinazione della soglia di allarme. Se si fosse aumentata la soglia al terzo quartile ad esempio, a livello univariato si sarebbe registrato una maggiore intensità di segnalazioni, ma a livello multivariato la coesistenza di tali segnali sarebbe stata rilevata con una frequenza notevolmente minore. Una soglia al

primo quartile, al contrario, avrebbe creato l'effetto opposto, aumentando il numero di segnalazioni e con esso la probabilità di riscontrarvi falsi positivi.⁷²

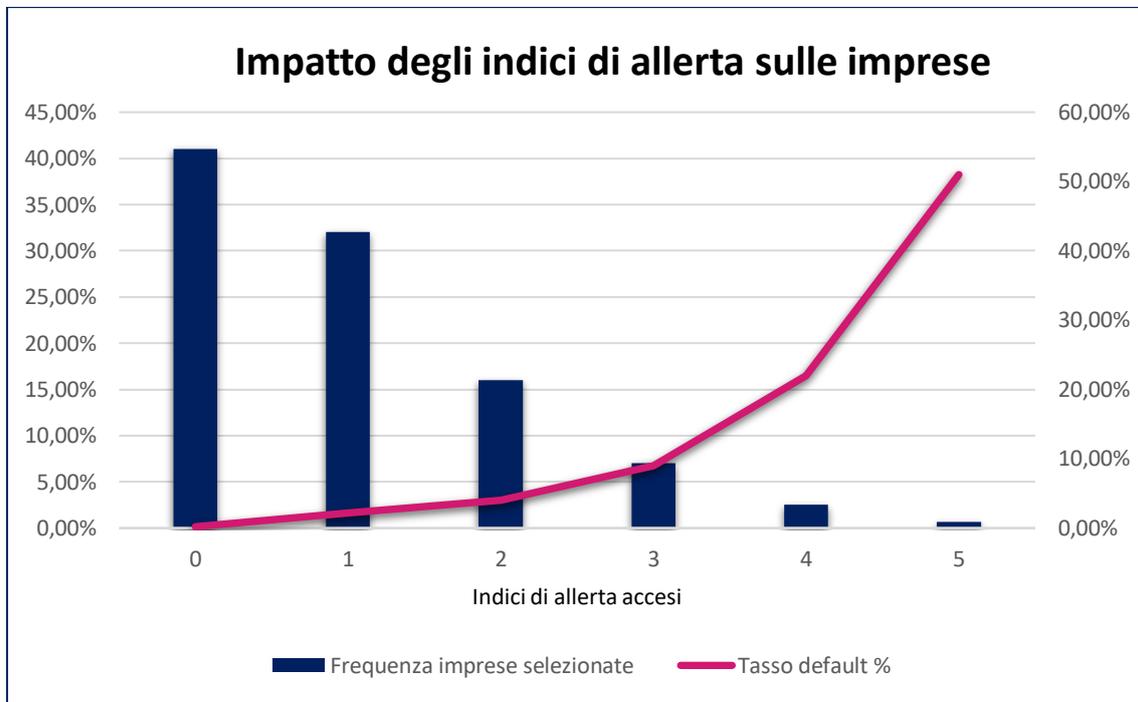


Grafico 3. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2019

Come si evince dal grafico, la performance degli indicatori (rappresentata dal tasso di default del campione) è tanto più accurata tanto più è elevato il numero degli indici di allerta accesi. Dunque, tanto più l'azienda riscontra situazioni problematiche in diverse aree gestionali (verificabile dal numero di indici accesi), tante più sono probabilità di un suo default. Il sistema creato riesce così a risolvere il *trade-off*, minimizzando i falsi positivi: *“la metà delle società segnalate hanno aperto una procedura di default nei tre anni successivi [alla segnalazione ndr.]; il 44% dei ‘falsi positivi’ escono comunque dal mercato, nel periodo di riferimento, contro una percentuale fisiologica del 12,4% della rimanente parte del campione non*

⁷² CNDCEC. (2019). *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*.

*segnalato.*⁷³ Per l'appunto, le soglie così stringenti consentono una diminuzione di falsi-positivi, riducendo però l'efficacia di intercettazione tempestiva dello stato di crisi. La scelta si è resa necessaria per le conseguenze economiche che si sarebbero verificate se il *trade-off* si fosse risolto in modo inverso: la grande quantità di falsi-positivi avrebbe portato alla numerosa presenza di crediti *unlikely to pay* (UTC) nei bilanci delle banche,⁷⁴ creando un dissesto contabile (e dunque un calo di redditività) per gli intermediari finanziari, riflettendosi necessariamente sull'economia reale. Studiando più approfonditamente la relazione tra i soggetti falsi positivi e la quantità dei loro debiti finanziari (che verrebbero conseguentemente classificati come UTC), le ragioni del Consiglio si comprendono più agilmente: se tutti e cinque gli indici esprimessero un risultato di possibile crisi, la probabilità di ottenere falsi positivi all'interno del campione sarebbe praticamente nulla (0.3%). Un margine di errore così ridotto fa sì che i debiti finanziari UTC delle imprese non realmente insolventi siano anch'essi contenuti, costituendo in questo caso solo 1.5 miliardi di euro.

⁷³Rapporto Cerved PMI 2019, Istituto Cerved.

⁷⁴ Nonostante le norme di riservatezza previste, le banche devono necessariamente classificare i crediti dell'impresa insolvente come UTC. Si noti che *"Gli enti dovrebbero stabilire eventi automatici predefiniti, ove possibile, ed eventi manuali. I primi comportano l'identificazione automatica dell'esposizione come deteriorata senza ulteriori interventi manuali o senza la necessità di una conferma manuale. Ne costituiscono degli esempi il fallimento del debitore, che può essere accertato sulla base dei dati contenuti nei registri fallimentari, ovvero l'appostazione di rettifiche di valore specifiche su crediti."* - Linee guida per le banche sui crediti deteriorati. Documento della BCE.

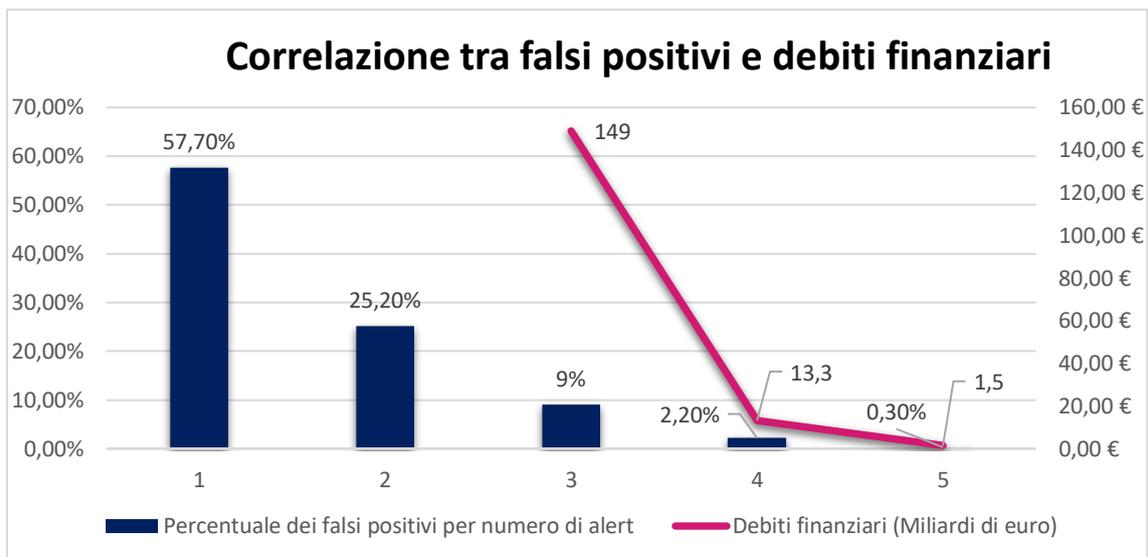


Grafico 4. Fonte: Rapporto Cerved PMI 2019

Al contrario, la stima riportata da Cerved prevede che se fossero verificati solo quattro indici, dunque avendo un numero maggiore di falsi positivi, il volume dei debiti finanziari classificati come UTC salirebbe a 13.3 miliardi; se gli indicatori verificati fossero solo tre la cifra ammonterebbe a 149 miliardi di euro.⁷⁵ È comprensibile dunque la scelta del Consiglio di limitare il più possibile il numero di falsi positivi; il danno arrecato al sistema di intermediari sarebbe altrimenti incalcolabile.

Il processo fino ad ora esposto ha portato alla formulazione dei seguenti indicatori, ognuno nella sua particolare area gestionale.

- Sostenibilità degli oneri finanziari e dell'indebitamento

Si è deciso di ricorrere al seguente indicatore per verificare l'adeguatezza strutturale dell'azienda ed analizzarne la capacità di assorbimento degli oneri. È auspicabile un risultato contenuto, il più lontano possibile dall'unità.

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

⁷⁵ Rapporto Cerved PMI 2019, Istituto Cerved.

- Grado di adeguatezza patrimoniale

Il seguente indicatore misura la ripartizione delle fonti di finanziamento e il grado di leva finanziaria all'interno dell'azienda. Sebbene la leva possa avere indubbi vantaggi in sede di divisione dell'utile⁷⁶ è bene non farne ricorso in modo smodato per non essere sopraffatti da interessi passivi.

$$\text{Grado di adeguatezza patrimoniale} = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Debiti totali}}$$

- Equilibrio finanziario

Il *Current Ratio* è l'indicatore individuato dal Consiglio per questa particolare area gestionale. Si rimanda al paragrafo 2.1 pagg. 29-30 per una trattazione più articolata e approfondita.

- redditività

L'indicatore scelto valuta quantitativamente l'efficienza dell'impresa. In particolare, mette in relazione il volume di flussi di cassa che gli *assets* riescono a generare.

$$\text{Indicatore di redditività} = \frac{\text{Cash flows}}{\text{Totale dell'attivo}}^{77}$$

- Altri indici di indebitamento

L'ultimo indicatore vuole stimare la misura d'incidenza dei debiti previdenziali e tributari sull'attivo patrimoniale.

⁷⁶ cfr. Paragrafo 2.1 pagg. 30-31.

⁷⁷ Da notare le somiglianze con $ROA = \frac{\text{Utile}}{\text{Totale dell'attivo}}$. L'indicatore è infatti scomponibile come:

$$\text{Indicatore di redditività} = \frac{(\text{Utile} + \text{ammortamenti e svalutazioni})}{\text{Totale dell'attivo}} = \frac{\text{Cash flows}}{\text{Totale dell'attivo}}$$

$$\text{indice di indebitamento} = \frac{\text{indebitamento previdenziale + tributario}}{\text{Totale dell'attivo}}^{78}$$

Soffermandosi infine sulla performance del sistema di allerta, possiamo ammirarne l'efficacia: sui 18 mila eventi di insolvenza verificatisi nel periodo selezionato (2010-2018), gli indicatori hanno evidenziato possibili situazioni d'insolvenza in 3900 casi. Il 50.4% (1965 casi) di essi si è risolta in uno stato di insolvenza nell'arco di tre anni dalla data di segnalazione. Inoltre, nel restante 49.6% delle imprese selezionate, il 44% di esse affrontano ad oggi un processo di liquidazione volontaria o di scioglimento. Complessivamente, si ha un tasso di individuazione dell'11% (1965 su 18mila totali), contro un tasso di imprese *in bonis* del 0.35%.⁷⁹

PERFORMANCE DEGLI INDICATORI

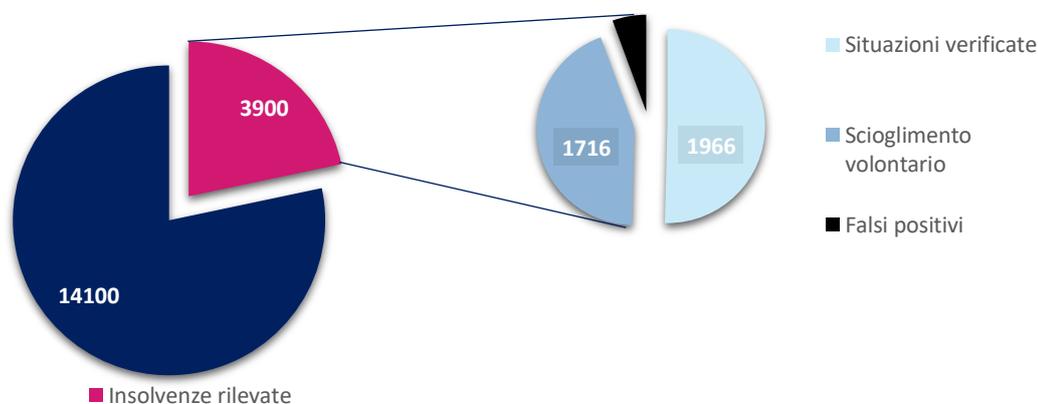


Grafico 5. Rielaborazione grafica dei dati CNDCEC. Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta.

⁷⁸ Tutti gli indicatori menzionati sono stati valutati e utilizzati a partire dal documento CNDCEC. (2019). *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta.*

⁷⁹ CNDCEC. (2019). *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta. Paragrafo 4.2*

CAPITOLO 3

Il merito creditizio dell'impresa.

3.1 Il rischio di credito. Gli accordi di Basilea.

*“Gli Stati membri provvedono affinché, prima della conclusione di un contratto di credito, il creditore svolga una valutazione approfondita del merito creditizio del consumatore. Tale valutazione tiene adeguatamente conto dei fattori pertinenti ai fini della verifica delle prospettive di adempimento da parte del consumatore degli obblighi stabiliti dal contratto di credito”.*⁸⁰

La classificazione di un credito in base alla sua esigibilità si è rivelata una delle caratteristiche perno nel nuovo sistema degli intermediari finanziari; il rischio di credito non viene più erroneamente valutato a livello microeconomico, circoscrivendo i problemi attorno a banche e istituti di credito, ma piuttosto come il principio di una possibile crisi sistemica. Questo nuovo orientamento è in parte stato accelerato dall'esplosione della crisi dei mutui *subprime* negli USA: a seguito della concessione “lasca” di crediti a soggetti non meritevoli, il sistema di intermediari si trovò in una situazione di squilibrio patrimoniale enorme, riscontrando un disavanzo nell'attivo da 686.3 miliardi di dollari⁸¹. La crisi economica ha irreversibilmente intaccato il grado di rischio dei prestiti concessi a fronte di un'impennata nella domanda di finanziamenti per le necessarie

⁸⁰ Direttiva 2014/17 UE del Parlamento Europeo e del Consiglio. *In merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 1093/2010.* Capo VI. Articolo 18.

⁸¹ Federal Deposit Insurance Corporation. *Crisis and response.* Disponibile su <https://www.fdic.gov/bank/historical/crisis/crisis-complete.pdf>. Il dato in questione fa riferimento ad un orizzonte temporale di cinque anni, dal 2008 al 2013.

procedure di ristrutturazione delle esposizioni debitorie.⁸² Il crescente scetticismo nei confronti della solvibilità del debitore ha decretato l'introduzione di strumenti e modelli sempre più sofisticati per poterne valutare il rischio di credito. Il concetto però non si ferma alla sola possibilità di insolvenza (*credit default risk*), ma viene declinato tenendo conto delle caratteristiche tipiche del processo di deterioramento del credito: il fenomeno del *downgrading* ad esempio avviene quando il merito creditizio della controparte debitoria viene declassato e ciò apporta un rischio inatteso verso l'istituto di credito. Il negozio di strumenti derivati *Over The Counter* rappresenta un rischio naturale di credito a causa della scarsa informazione e della possibilità di trasferimento del rischio di credito da un soggetto ad un altro tramite i derivati creditizi. L'esposizione creditizia potrebbe mutare anche a seguito di una errata iscrizione a bilancio che non rispecchi il *fair value*, soprattutto per attività non liquide.⁸³ Va tenuto presente anche il rischio di mercato, che è legato alla possibilità di variazioni del mercato di riferimento per cause indipendenti dalle proprie strategie di management. Esso può essere definito come *"il rischio relativo agli effetti imprevisi sul valore di mercato di attività e passività prodotti da variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio e da altri prezzi delle attività"*⁸⁴

Nonostante la disciplina si sia sviluppata in maniera molto repentina nel corso degli ultimi dieci anni, sarebbe errato non considerare il processo internazionale che ha reso il *risk management*⁸⁵ il cardine della solidità patrimoniale degli istituti di credito. In questa accezione, gli Accordi di Basilea tracciano le linee guida da seguire per assicurare la stabilità patrimoniale delle banche, disciplinandone la

⁸² De Laurentis G. (2011). *Il credito alle imprese dopo la crisi*. Roma, Bancaria Editrice.

⁸³ Salzano M. (2015). *Misurazione del rischio di credito: applicazione del modello Logit*. Università Luiss.

⁸⁴ Glossario finanziario, www.borsaitaliana.it.

⁸⁵ Con il termine, ci si riferisce a *"l'insieme di attività, metodologie e risorse coordinate per guidare e tenere sotto controllo un'organizzazione con riferimento ai rischi"*. UNI 11230. Vocabolario, 2007.

riduzione dell'azzardo morale, l'aumento di controlli, della trasparenza del *rating* finanziario e il maggior controllo della liquidità.

Nel dettaglio, nel 1988 venne redatto dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria l'Accordo sul capitale (detto Basilea 1), ove veniva prevista l'imposizione di requisiti patrimoniali minimi per far fronte ai rischi derivanti dall'azzardo morale degli istituti finanziari.⁸⁶ In merito al rischio di credito, con Basilea 1 venne introdotta la prima vera misura di contenimento per le banche attraverso l'adozione di una soglia minima di riserva, il coefficiente di solvibilità.

$$\text{Coefficiente di solvibilità} = \frac{\text{Patrimonio di vigilanza}}{\sum A_i r_i} \geq 8\%$$

Il patrimonio di vigilanza esprimeva l'aggregato tra patrimonio di base (*tier 1*) e patrimonio supplementare (*tier 2*), mentre a denominatore si aveva la somma tra i *Risk Weighted Assets*, ovvero la sommatoria tra gli elementi dell'attivo (A_i) ponderati per la relativa quota di rischio (r_i).⁸⁷ Un istituto bancario veniva ritenuto patrimonialmente solido qualora il coefficiente di solvibilità avesse presentato un valore superiore od eguale all'8%, rendendo la *ratio* dell'accordo chiara; se adeguatamente patrimonializzata, una banca poteva assumere i rischi che desiderava.⁸⁸

L'accordo, originariamente concepito per le banche internazionali, fu rapidamente adottato nella maggior parte dei Paesi OCSE ed esteso anche alle banche di più modeste dimensioni. Sebbene Basilea 1 abbia rappresentato il primo passo verso la stabilizzazione del sistema finanziario, il suo approccio

⁸⁶ Mishkin, Eakins, Beccali. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano, Pearson Italia.

⁸⁷ Nel particolare, vigevano le seguenti ponderazioni:

- 0% - Rischio nullo. Per cassa, crediti verso banche centrali e governi dei paesi OCSE.
- 20% - Rischio basso. Per crediti verso banche ed enti pubblici OCSE.
- 50% - Rischio medio. Per mutui garantiti da ipoteca.
- 100% - Rischio alto. Per crediti verso privati e banche non OCSE. (Fonte: Banca d'Italia)

⁸⁸ Mishkin, Eakins, Beccali. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano, Pearson Italia.

semplificistico dovuto alle mancate differenziazioni tra le varie classi di ponderazione risultò fin dai primi anni '90 insufficiente per il conseguimento del fine preposto.⁸⁹ Pensare che un'impresa con un fatturato milionario ed una con pochi dipendenti potessero essere assegnate alla stessa quota di rischio sembrava inverosimile, eppure ciò finì per favorire quel *moral hazard* che si voleva eliminare. Risulta evidente infatti, che a parità di coefficiente, la banca preferisca erogare credito verso l'impresa che ritiene più rischiosa per poterle applicare un maggior tasso d'interesse e capitalizzare il massimo guadagno. Per queste ragioni nel 2007 il meccanismo di sicurezza venne implementato grazie all'adozione dell'accordo di Basilea 2, il quale si fonda su tre pilastri:

1. Nuovi requisiti patrimoniali minimi, con obbligo di riferimento per le banche internazionali, in sede di erogazione di credito, a tre tipi di rischio effettivo: di mercato, di credito ed operativo. Grazie ai nuovi requisiti introdotti, gli istituti bancari sono costretti a valutare una pluralità di elementi, quali il rischio-paese, la storicità dell'impresa, la sua natura e le sue condizioni di mercato, arricchendo così il sistema di ponderazione del rischio tramite il cosiddetto approccio standard.⁹⁰ Il metodo standard prevede l'applicazione di undici diverse classi di rischio e la determinazione del rischio di credito tramite l'*Internal-Rating Based Approach (IRB)*.
2. Tramite il controllo diretto delle banche centrali viene potenziato il sistema di sorveglianza bancario; grazie ad una maggiore discrezionalità nella valutazione della stabilità patrimoniale degli istituti e un controllo

⁸⁹ Mishkin, Eakins, Beccali. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano, Pearson Italia.

⁹⁰ Salzano, M. (2015). *Misurazione del rischio di credito: applicazione del modello Logit*. Luiss Guido Carli.

costante degli istituti di vigilanza, i sistemi di *risk management* bancari vengono potenziati ulteriormente.⁹¹

3. Il terzo pilastro prevede una maggiore trasparenza nei confronti degli investitori, al fine di migliorare la disciplina del mercato. Questo processo porta necessariamente ad una valutazione sull'adeguata capitalizzazione delle banche, rendendo possibile la discriminazione tra "banche performanti" e "banche non performanti".

Tuttavia, le stringenti clausole previste dall'accordo di Basilea 2 non sono bastate per prevenire il fenomeno del *credit crunch* del 2008, il quale ha messo in luce ulteriori punti deboli della normativa bancaria. Le misure di adeguatezza patrimoniale sono apparse ancora troppo fragili per contrastare shock esogeni di elevata portata, così come la stretta dipendenza tra ponderazioni e *rating* creditizi è risultata inefficace a causa dell'inaffidabilità di questi ultimi.⁹² L'accordo inoltre, ha determinato una naturale stretta creditizia nel periodo di crisi, elevando di fatto la probabilità di insolvenza di piccole e medie imprese che non hanno più potuto contare su prestiti bancari per far fronte ai loro problemi di liquidità.

A causa dei limiti appena esposti, il Comitato di Basilea approvò un rinnovo dell'accordo, entrato in vigore nel gennaio del 2014 sotto il nome di Basilea 3. Il principale obiettivo del nuovo accordo consistette nell'adeguata ricomposizione dello squilibrio patrimoniale presente nei bilanci delle banche tramite una migliore gestione della liquidità. In estrema sintesi, le principali misure consistono:

⁹¹ *Basilea II. Standard per la gestione del credito delle banche*. In "borsaitaliana.it". Disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/basileaii.htm>

⁹² Mishkin, Eakins, Beccali. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano, Pearson Italia.

- Nel rafforzamento della qualità e quantità del patrimonio di vigilanza grazie all'adozione di misure minime: il *core tier ratio*, parte di capitale costituita dal *common equity*, dovrà assumere valori superiori al 4.5%.⁹³ Il valore minimo del *tier 1 ratio*, patrimonio formato dal *common equity* e dalle riserve di capitale, oltre che al sovrapprezzo azionario, è fissato al 6%.
- Nell'introduzione di un "cuscinetto patrimoniale" (*capital conservation buffer*) del 2.5%. Questo ulteriore mezzo di salvaguardia deve essere esclusivamente composto da *common equity*, sicché il *core tier ratio* assumerà valori superiori al 7%.
- Nella definizione di misure macroprudenziali atte ad evitare la futura emersione di crisi finanziarie sistemiche. È in questo contesto che si inseriscono i *buffer patrimoniali*: è previsto che nelle fasi di espansione economica le banche possano accantonare un cuscinetto patrimoniale aggiuntivo da utilizzare in caso di contrazione sistemica (*buffer anticiclici*).
- Infine, nell'introduzione di due *liquidity buffer*: il *liquidity coverage ratio* (a breve termine) e il *net stable funding ratio* (riguardante l'adeguatezza strutturale). Entrambe le misure prudenziali sono state adottate per garantire la solvibilità delle istituzioni finanziarie in potenziali situazioni di crisi od incertezza.⁹⁴

⁹³ Per l'Italia tuttavia, il valore è stato fissato al 10.5%. Fonte: Ceccolin, E. (2018). *Gli Accordi di Basilea*. In "financecue.it". Disponibile su <https://financecue.it/gli-accordi-di-basilea/12734/>

⁹⁴ Le misure elencate sono state ricavate dalla sintesi dei seguenti elaborati: Ceccolin, E. (2018). *Gli Accordi di Basilea*. In "financecue.it". Mishkin, Eakins, Beccali. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano, Pearson Italia. Annese, G. (2015). *Valutazione del merito creditizio*. LUISS Guido Carli.

3.2 La valutazione del merito creditizio.

Avendo analizzato la normativa bancaria internazionale facendo riferimento agli Accordi di Basilea si sono evidenziate le misure restrittive di conservazione patrimoniale che un istituto finanziario deve rispettare in sede di concessione di credito. Potremmo definire questi provvedimenti come “interni” al circuito bancario. Esaminando invece tali istituti come soggetti economici dinamici inseriti in una realtà macroeconomica complessa, risulta necessario studiarne i rapporti in relazione agli altri attori economici, in particolare le imprese alle quali si eroga credito. Le misure prudenziali in materia patrimoniale delineate dagli Accordi di Basilea vanno interpretate come procedure generali di rafforzamento del sistema bancario a livello strutturale, e non come un insieme di interventi sui singoli istituti. La valutazione del merito creditizio è quello strumento che consente alle singole banche di valutare la capacità di rimborso di quei debitori che richiedono l’accesso al credito. Nell’ambito del processo istruttorio, importante è l’analisi circa l’effettiva capacità dei soggetti interessati di produrre e destinare adeguati flussi al servizio dell’obbligazione contratta. Il debitore viene per tanto classificato attraverso una scala di valore predeterminata. Questa scala di valore, o classe di *rating*, prevede la suddivisione delle imprese in funzione del livello di rischio associato alla loro solvibilità, a seguito delle varie introduzioni normative degli ultimi anni.⁹⁵

⁹⁵ Cfr. Bana, M. (2020). *Il merito creditizio dell’impresa*, in “michelebana.it”. Disponibile su <http://www.michelebana.it/il-merito-creditizio-dellimpresa/> A tal proposito, si veda art. 124bis T.U.B. (D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385) comma 1: “Prima della conclusione del contratto di credito, il finanziatore valuta il merito creditizio del consumatore sulla base di informazioni adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenute consultando una banca dati pertinente”. Anche l’Unione Europea si è dimostrata sensibile verso tale argomento, in primis con la Direttiva 2008/48 CE, abrogata dalla successiva 87/102/CE “relativa ai contratti di credito ai consumatori”, ove nell’art. 8 comma 1 viene sancito che “gli Stati membri provvedono affinché, prima della conclusione del contratto di credito, il creditore valuti il merito creditizio del consumatore sulla base di informazioni adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenute consultando la banca dati pertinente”.

In particolare, gli istituti di credito utilizzano i modelli di rating per semplificare notevolmente il processo di determinazione del valore delle imprese; il pregio principale di questi modelli risiede nella loro natura sintetica ma esaustiva. Tramite un risultato numerico il processo di rating esprime la “posizione” dell’azienda in ambito di solvibilità, basandosi su tre principali indicatori: vengono infatti condotte analisi di tipo quantitativo, andamentale e qualitativo.⁹⁶

L’analisi quantitativa consiste in una valutazione puntuale dei più significativi indicatori di bilancio, i quali possono assumere rilevanza differente rispetto alla dimensione dell’impresa contraente, e di conseguenza in relazione allo schema di bilancio utilizzato. Se la società richiedente è una società di capitali di dimensioni rilevanti, e dunque costretta nella formulazione del bilancio in forma standard, il reperimento delle informazioni necessarie alla compilazione dei vari indici risulterà agevole. Al contrario, se il richiedente possiede i requisiti per la formulazione del bilancio in forma abbreviata⁹⁷, il minor livello di dettaglio del documento può costituire un elemento ostativo naturale al reperimento dei dati. La valutazione viene scomposta in tre fasi: raccolta della documentazione contabile, riclassificazione dello stato patrimoniale e del conto economico, ottenimento dei dati per il calcolo degli indici di bilancio. Per avere un quadro completo del grado di affidabilità del contraente, gli istituti di credito si affidano ad indicatori specifici che ricoprono ogni aspetto della gestione. Non a caso, molti degli indicatori utilizzati sono stati scelti anche dal CNDCEC in ottemperanza del D. lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019. Anche se le finalità sono molto diverse tra di loro, in entrambe le situazioni si cerca di prevedere la solvibilità dell’azienda

⁹⁶ Bana, M. (2020). *Il merito creditizio dell’impresa*, in “michelebana.it”. Disponibile su <http://www.michelebana.it/il-merito-creditizio-dellimpresa/>

⁹⁷ Ai sensi dell’articolo 2435bis c.c., le società che non superino due dei seguenti limiti dimensionali nel corso di due esercizi consecutivi sono abilitate alla redazione del bilancio in forma abbreviata:

1. Totale dell’attivo patrimoniale: 400.000 euro.
2. Ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro
3. Dipendenti occupati in media durante l’esercizio: 50.

nel lungo termine facendo affidamento a degli indici di bilancio. Il fulcro della determinazione del merito creditizio risiede proprio nella capillarità delle misure di valutazione; i sistemi di calcolo delle banche⁹⁸ prendono in considerazione ogni indicatore di adeguatezza patrimoniale, stabilità finanziaria e profittabilità al fine di concludere l'analisi con un giudizio sintetico tramite una comparazione rispetto al *benchmark* dell'industria.

Molti degli indicatori sono stati già analizzati nel precedente capitolo 2, in quanto, va ripetuto, il CNDCEC si è di certo avvalso di alcuni tra gli indici di bilancio più largamente utilizzati dagli intermediari per la determinazione del merito di credito. In questo contesto la procedura seguita dagli intermediari è parallela, se non analoga, alla procedura vagliata dal Consiglio.

In particolare:

- per l'equilibrio economico si pone sotto la lente di ingrandimento il risultato di esercizio rapportato ai ricavi, alle attività o alle passività dell'azienda. Ciò viene rappresentato numericamente tramite la valutazione di indici come il ROA, ROE, ROS.

$$ROA = \frac{Net\ income}{Total\ assets} \quad ROE = \frac{Net\ income}{Equity} \quad ROS = \frac{Net\ income}{Sales}$$

- in merito all'equilibrio finanziario vengono presi in considerazione due aspetti fondamentali, ovvero l'influenza della leva finanziaria all'interno dello schema patrimoniale e la solvibilità a breve termine dell'impresa.

Emerge inoltre che *“la valutazione finanziaria dev'essere coordinata con quella reddituale e con quella patrimoniale, secondo la logica di scomposizione del ROE, per*

⁹⁸ Poiché, è importante sottolinearlo, la procedura di determinazione del merito creditizio è ad oggi attuata esclusivamente tramite software specializzati. Una volta inseriti tutti i dati gli algoritmi delle macchine restituiscono la classe di rating corrispondente agli input presentati.

verificare l'impatto della leva finanziaria in termini di confronto con la redditività del capitale investito e il costo del capitale di debito"⁹⁹. Nell'ottica di una valutazione coordinata va inserito il calcolo della rotazione dei crediti, dei debiti e del magazzino. Con questi indicatori infatti si comprende la durata del ciclo operativo dell'azienda. Sebbene considerati come indicatori minori rispetto ad altri, ricoprono la funzione di "ago della bilancia" in presenze di forti anomalie.¹⁰⁰ La stima dei futuri flussi di cassa rimane una componente decisiva nella valutazione del merito creditizio. Per l'analisi dell'andamento dei flussi di cassa liquidi si rimanda a pagg. 29-30 per una più ampia e dettagliata trattazione.

Lo step successivo verso la determinazione del merito creditizio risiede nell'analisi andamentale. La valutazione, desumibile dall'ACR (Attestato della Centrale dei Rischi), studia e sintetizza i rapporti intercorsi tra il sistema creditizio e l'impresa, cosicché la banca possa anticipare e prevedere un comportamento sospetto ed associarlo ad una possibilità di insolvenza. Oggetto del documento sono, tra gli altri, sconfinamenti di conto corrente, regolarità nei pagamenti degli impegni chirografari ed ipotecari ed eventuali sofferenze, percentuale di insoluti e numero di istituti segnalanti.¹⁰¹

L'analisi qualitativa infine, pur risultando la meno oggettiva delle tre, ricopre un ruolo considerevole. Lo studio infatti si incentra sulla valutazione qualitativa dei singoli aspetti aziendali utilizzando un questionario standardizzato riguardante nello specifico tutte le variabili interne ed esterne non quantificabili, tra cui:¹⁰²

⁹⁹ De Laurentis, Caselli. (2004). *Miti e verità di Basilea 2: guida alle decisioni*. Milano, Egea Editore.

¹⁰⁰ Costa, G. (2019). *La valutazione del merito creditizio*, in "commercialistatelematico.it". Disponibile su <https://www.commercialistatelematico.com/articoli/2019/03/la-valutazione-del-merito-creditizio.html>

¹⁰¹ Tratto da Bana, M. (2020). *Il merito creditizio dell'impresa*, in "michelebana.it". Disponibile su <http://www.michelebana.it/il-merito-creditizio-dellimpresa/> e Michieletto, A. (2013). *Il rating nella valutazione del rischio delle PMI: un possibile aiuto nell'accesso al credito*. Università Ca' Foscari Venezia.

¹⁰² Cfr. Felisari, G. (2008). *Valutazione strategica e previsione finanziaria nel rating interno delle imprese. Un sistema di supporto decisionale per l'istruttoria del credito secondo Basilea 2*. Milano. Franco Angeli Editore.

- La natura dell'industria, il settore, la competizione e il relativo rischio di default dovuto ai *competitors*.
- L'analisi della filiera, il rapporto con i fornitori e con eventuali canali di distribuzione.
- La struttura manageriale, in riferimento a possibili turbolenze o rivoluzioni strategiche a livello *corporate* o *business*.
- La strategia aziendale; in particolare la possibilità di acquisire un vantaggio competitivo basato su una leadership di prodotto e non di costo, che risulta più vulnerabile.
- Eventuali procedure giudiziali a carico dell'impresa.
- La storicità dell'impresa e l'area geografica. I fattori sociali infatti possono influire notevolmente sulla decisione finale presa dagli istituti di credito, specialmente in caso non sia un computer ad avere l'ultima parola tramite lo score. I rapporti interpersonali, l'affidabilità dell'imprenditore, i prospetti di continuità ed il *brand* sono tutte caratteristiche che possono risultare determinanti in sede di erogazione di credito.

Poiché i vari modelli statistici (che verranno trattati nel prossimo paragrafo) non possono esprimere sinteticamente tali indicatori, l'analisi qualitativa avviene spesso "a valle" del processo di rating come correzione necessaria a seguito del risultato quantitativo-andamentale fornito dal modello.¹⁰³

3.3 I modelli previsionali. Lo Z-score di Altman.

Come si è precedentemente discusso la valutazione del merito creditizio è basata sia sulla ricerca storica dei dati aziendali sia su una possibile inferenza sul futuro

¹⁰³ Gai, L. (2008). *Il rating delle PMI: un approccio metodologico per banche, confidi e intermediari finanziari*. Milano, Franco Angeli Editore.

dell'impresa. In tale ottica, l'insolvenza del debitore è l'avvenimento a cui ogni banchiere non vorrebbe assistere. La probabilità d'insolvenza (che da ora in avanti chiameremo PD, *Probability of Default*) rappresenta la minaccia più temuta e allo stesso tempo più imprevedibile che gli istituti di credito devono fronteggiare quotidianamente. Nel tentativo di ricerca di una maggiore efficienza previsionale della PD si è affermato sempre di più, nel campo del *risk management*, il ricorso a modelli statistici. Questi modelli sono noti come "modelli di scoring", poiché a partire da diversi indicatori di bilancio che derivano sintetizzano un valore numerico che è rappresentativo sia della valutazione del merito creditizio sia della probabilità di insolvenza.¹⁰⁴ Nel corso degli anni hanno visto la luce centinaia se non migliaia di modelli statistici diversi, sempre più complessi e articolati. Per il largo uso che se ne fa ancora oggi e per la valenza economica si è deciso di approfondire all'interno del paragrafo lo *Z-score* di Altman.

Il modello *Z-scoring*, grazie al suo approccio multivariato e nonostante la sua semplicità e diretta applicabilità, è in grado di prevedere un possibile stato di insolvenza fino a due anni in anticipo. Basti pensare alle parole che Altman pronunciò nel 1985 in merito alla semplicità di analisi del modello: "*sono sufficienti circa trenta minuti per valutare lo stato d'insolvenza di un'impresa, utilizzando semplicemente una calcolatrice tascabile e un bilancio già riclassificato*". Il lavoro di Altman, collocato tra il 1968 e il 1977, proponeva una risposta innovativa al fine di individuare la PD delle imprese manifatturiere (e quotate) negli Stati Uniti. All'epoca fu accolto con clamore per via della sua efficienza predittiva e per la sua percentuale di errore, stimata tra il 15% e il 25%. Tuttavia, come precedentemente discusso nelle pagg. 38-39, per il CNDCEC tale percentuale di insuccesso non risultava finanziariamente sostenibile. Se

¹⁰⁴ Cfr. Sironi, Resti. (2008). *Rischio e valore nelle banche*. Milano, EGEA Editore. Inoltre, Annese, G. (2016). *Valutazione del merito creditizio*. Università LUISS.

L'applicazione del modello di scoring di Altman infatti non prevede grandi ripercussioni in quanto spesso sono le stesse aziende a sottoporvisi, è visibile dal Grafico 4 (pag. 39) che al contrario, la procedura di allerta formulata dal Consiglio movimentata la valutazione dei crediti aziendali tramite un *downgrading* che risulta in un'ingente quantità di crediti degradati. Se il Rapporto Cerved sulle PMI del 2019 prevedeva che per una percentuale di falsi-positivi del 9% gli istituti di credito si sarebbero trovati con un disavanzo nell'attivo da 149 miliardi causato da crediti UTC, è facile comprendere le motivazioni che hanno spinto il CNDCEC ad accantonare il modello di Altman visto che denota un margine di errore medio doppio.

La funzione discriminante studiata da Altman prende forma grazie alla sommatoria di alcuni indicatori di bilancio (x_i) ponderati per degli specifici pesi (a_i).

$$Z = \sum_{i=1}^n a_i x_i$$

Poiché si parla di un indicatore di *scoring* multivariato, i valori di bilancio devono essere necessariamente scelti tenendo in considerazione che una loro modifica non andrà ad alterare direttamente solo lo score (Z) ma, indirettamente, anche gli altri indicatori scelti attraverso correlazioni e colinearità.¹⁰⁵ Ciò giustifica l'accurato processo di selezione dei *ratios* utilizzati. Forse il vantaggio primario dell'approccio multivariato risiede proprio nella simultanea analisi dei dati, rispetto alla sequenzialità richiesta da uno studio di variabili indipendenti.¹⁰⁶ Lo studio condotto ha portato ad una lista di ventidue potenziali *ratios*, scelti in base alla loro facilità di utilizzo, popolarità nella letteratura economica e la rilevanza potenziale in cinque differenti ambiti della gestione aziendale:

¹⁰⁵ Pierucci, M. (2015). *Crisi d'impresa e modelli predittivi: lo Z-score di Altman*. Università di Pisa.

¹⁰⁶ Altman, E. (2000). *Predicting financial distress of companies: revising the Z-score and Zeta models*. Paper adattato dai due lavori di Altman pubblicati sul Journal of Finance nel 1968 e nel 1977.

1. Liquidità
2. Leva finanziaria
3. Redditività
4. Attività
5. Solvibilità

Successivamente, Altman condusse test sperimentali per ogni combinazione possibile così da scremare il gruppo iniziale di ventidue indici fino a cinque, considerando prioritaria la migliore capacità di previsione d'insolvenza. Sorprendentemente, il campione scelto non conteneva nessuno dei più efficaci indicatori misurati indipendentemente; ciò prova quanto il rapporto di correlazione giochi un ruolo fondamentale all'interno dell'analisi. La formula grezza fu rappresentata come:

$$Z = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5$$

successivamente modificata in una forma più conveniente, scrivendo i primi quattro termini come valori dalla percentuale di riferimento (0.1 diventa 10%) e arrotondando l'ultimo termine ad uno:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1X_5$$

Le diverse X_n raffigurano gli indicatori selezionati dallo studioso che verranno brevemente esposti.

$$X_1 = \frac{\textit{Capitale circolante netto}}{\textit{Totale dell'attivo}}$$

X_1) Questo indicatore, largamente utilizzato nelle pratiche aziendali, misura la liquidità netta nel breve periodo rapportata al totale dell'attivo. Il capitale circolante infatti è definito come la differenza tra le attività e passività di breve periodo. L'indicatore è rilevante in quanto, di solito, un'impresa che incorre in costanti perdite operative avrà un attivo circolante notevolmente ridotto in relazione al totale dell'attivo patrimoniale. Nonostante ne abbia elencato i

numerosi pregi più volte nel corso di questo elaborato, il *current ratio* e il *quick ratio* sono stati testati da Altman ma considerati meno efficaci nelle code più estreme della distribuzione. Un risultato ridotto potrebbe essere sintomo di difficoltà nei pagamenti a breve termine.¹⁰⁷

$$X_2 = \frac{\text{Utile a riserva}}{\text{Totale dell'attivo}}$$

X₂) Questo indice in qualche modo riesce ad esplicitare numericamente l'influenza della longevità dell'impresa sulla probabilità di insolvenza. Dati empirici comprovano come nei primi tempi dall'avvio dell'attività sia complicato accantonare utili, mentre per le imprese mature ciò risulta più semplice. Queste somme d'altra parte garantiscono una fonte accessoria di stabilità in caso di crisi. Nella formulazione in lingua originale "*retained earnings*" a numeratore, è stato inteso come ogni forma di riserva creata dall'azienda accantonando utili (dunque le riserve legali, straordinarie, altre riserve e utili/perdite portati a nuovo). Il risultato è che le imprese con una minor storia alle spalle vengano "punite" dallo score di Altman in quanto più esposte a crisi finanziarie o patrimoniali. Questo in realtà è proprio ciò che succede nell'ambiente economico; nel 1993 circa il 50% delle imprese fallite avevano meno di cinque anni di vita (Dun & Bradstreet, 1994).

$$X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Totale dell'attivo}}$$

X₃) L'indicatore, noto nella letteratura anglofona come *Basic Earning Power*, non rappresenta propriamente un margine di profittabilità. Ricordando l'EBIT come risultato operativo d'esercizio, l'indicatore esprime la capacità di guadagno grezza dell'attivo patrimoniale prima dell'influenza di tasse ed interessi.¹⁰⁸ La scelta di non includere le due forze non è casuale: se si fosse considerato un

¹⁰⁷ Altman, E. (2000). *Predicting financial distress of companies: revising the Z-score and Zeta models*. Paper adattato dai due lavori di Altman pubblicati sul Journal of Finance nel 1968 e nel 1977.

¹⁰⁸ Brigham, Houston. (2009). *Fundamentals of financial management*. South-Western Cengage Learning.

indicatore come il ROA, ove al numeratore si trova l'utile d'esercizio, la correlazione tra X_2 ed X_3 aumenterebbe vertiginosamente, compromettendo parzialmente l'affidabilità dello scoring.

$$X_4 = \frac{\text{Valore di mercato delle azioni}}{\text{Valore totale dei debiti}}$$

X_4) Posto che $\text{Attività} = \text{Passività (BCDE)} + \text{Patrimonio netto (A)}$ ¹⁰⁹, l'indicatore misura di quanto l'attivo patrimoniale può dissipare il proprio valore prima che l'impresa diventi insolvente. A tal proposito, Altman nel 1968 scriveva che se un'impresa ha un valore di mercato pari a €1.000 e un debito di €500, prima di arrivare alla condizione di insolvenza (in virtù della relazione precedentemente esposta), sarà in grado di sostenere cali di valore dell'attivo fino a due terzi del valore patrimoniale. Tuttavia, se la stessa impresa con un azionariato da €250 sperimentasse un calo dell'attivo per un terzo del valore patrimoniale, cadrebbe immediatamente in stato di insolvenza.¹¹⁰

$$X_5 = \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Totale dell'attivo}}$$

X_5) L'ultimo indicatore va a segnalare la capacità di creare ricavi a partire dall'attivo patrimoniale dell'impresa. Nonostante sia l'indicatore meno efficace e significativo a livello univariato, a causa delle relazioni uniche con gli altri *ratios* si classifica come secondo per apporto fornito nelle abilità restrittive del modello.

¹⁰⁹ Si fa riferimento, tra parentesi, alle classi dello Stato Patrimoniale classificate tramite lettere, dove:

- A = Patrimonio Netto
- B = Fondo per rischi e oneri
- C = Trattamento di fine rapporto
- D = Debiti
- E = Ratei e risconti

¹¹⁰ Altman, E. (2000). *Predicting financial distress of companies: revising the Z-score and Zeta models*. Paper adattato dai due lavori di Altman pubblicati sul Journal of Finance nel 1968 e nel 1977.

Più è alto il risultato dello *Z-score* e minori saranno le probabilità di insolvenza e le possibilità di fallimento dell'impresa. In particolare, vengono distinte da Altman tre classi di rischio:

1. Per $Z < 1.81$ il rischio di insolvenza è considerato alto;
2. Per $1.81 < Z < 2.99$ il rischio è intermedio;
3. Per $Z > 2.99$ il rischio è considerato basso.

Capiamo subito che le sole tre categorie di rischio rappresentano un limite strutturale dello score, semplificando notevolmente la complessità del problema.

I vari coefficienti a_i sono stati calcolati come ponderazione per rendere il modello più efficiente nell'industria di partenza; prendendo le mosse dallo studio del campione di aziende selezionato, Altman condusse una serie di prove empiriche che lo portarono a identificare le più efficienti ponderazioni per ogni indice. Posto che questi pesi sono strettamente collegati al campione di partenza, negli anni si capì come il punteggio fosse accurato se testato in situazioni simili a quelle previste dallo studioso. Altman perciò ricostruì varie formulazioni che potessero funzionare in industrie diverse, ad esempio per imprese non manifatturiere o in mercati emergenti.

Nel corso degli anni la formula ha subito svariate modifiche in modo da poter essere utilizzata in contesti differenti. Come vedremo nel prossimo capitolo, una rielaborazione chiave è rappresentata nell'ipotesi di imprese manifatturiere non quotate. A causa della loro natura "privata", nella variabile X_4 si è dovuto sostituire il valore del patrimonio netto al valore di mercato delle azioni. A seguito della variazione delle ipotesi del modello si sono dovuti adattare tutti i coefficienti numerici delle variabili, in modo tale da aumentare la capacità di previsione sul nuovo campione di imprese. La formula quindi diventa:

$$Z = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

1. Per $Z < 1.23$ il rischio di insolvenza è considerato alto;
2. Per $1.23 < Z < 2.67$ il rischio è intermedio;
3. Per $Z > 2.67$ il rischio è considerato basso.

Nella rielaborazione del 1995, Altman, Hatzell e Peck hanno stabilito una nuova formulazione che potesse minimizzare l'effetto-industria¹¹¹, che ha una maggiore probabilità di essere riscontrato quando si include una variabile sensibile al cambio di settore come l'*Asset Turnover Ratio* (X_5).¹¹² Riformulando i pesi ed eliminando la variabile più sensibile, si è dunque arrivati alla formula per le industrie non manifatturiere:

$$Z = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4$$

La nuova formula è particolarmente rilevante anche nel caso in cui i metodi di finanziamento delle aziende differiscano enormemente tra di loro. Con l'aggiunta del termine noto +3.25 viene standardizzato lo score anche per includere i mercati emergenti:

$$Z = 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4 + 3.25$$

Possiamo concludere affermando che la valutazione del merito creditizio non è altro che uno studio approfondito della solidità finanziaria e patrimoniale dell'impresa. Non sorprende che gli argomenti fino ad ora trattati abbiano come elemento comune il tentativo di prevedere la crisi di impresa e la sua potenziale formazione, la cui importanza è sempre più evidente nell'ambito del *risk management*.

¹¹¹ Con *effetto industria* si vuole indicare quell'effetto studiato già da Schmalensee (1985) e poi perfezionato da Porter e McGahan (1997), che contribuisce alla variazione percentuale dei ricavi fino al 20%, e alla varianza osservata fra le industrie in misura vicina al 100%. Fonte McGahan, Porter. (1997). *How much does industry matter, really?* Strategic Management Journal. Harvard University, Boston, Massachusetts, U.S.A.

¹¹²Altman, E. (2000). *Predicting financial distress of companies: revising the Z-score and Zeta models*. Paper adattato dai due lavori di Altman pubblicati sul Journal of Finance nel 1968 e nel 1977.

CAPITOLO 4

Analisi di bilancio tramite modelli previsionali:

Rummo, De Cecco e Barilla.

4.1 La scelta delle imprese e il contesto industriale.

A seguito dell'esposizione dei vari modelli teorici nei capitoli 2 e 3, si è deciso di sperimentarne l'efficacia pratica e, per quanto possibile, la sovrapponibilità. Sebbene l'articolo 12 del nuovo Codice della crisi di impresa preveda l'esenzione dalla procedura di controllo per le grandi imprese e per i gruppi di imprese di rilevante dimensione, il CNDCEC ha ritenuto di attingere ai loro bilanci in misura del 10% del campione totale per poter stilare gli indicatori prescelti e le relative soglie di allerta. Ciò rende legittima la decisione di analizzare bilanci di grandi imprese¹¹³ (scelta in realtà resa necessaria dalla scarsa trasparenza informativa richiesta alle PMI). Per armonizzare il campione con le ipotesi di Altman, si è deciso di concentrare l'attenzione su imprese manifatturiere non quotate. Per ottemperare a tale proposito ci si è affidati al codice ATECO, limitando la ricerca alla categoria "C - attività manifatturiere" della classificazione. Successivamente si è esaminata la migliore industria per reperibilità, attendibilità e trasparenza dei dati; si è poi ristretto il cerchio ai settori di cui il Made in Italy è il cuore pulsante, riscontrando in merito a quei settori alcune problematiche. Le imprese maggiori dell'industria automobilistica e della moda ad esempio, sono tutte quotate in borsa sotto il proprio titolo o soggette a controllo di holding multinazionali. Si è manifestata dunque la

¹¹³ Ai sensi dell'art. 2 comma 1 lettera v) del D. lgs. 4 luglio 2014, n. 102, la grande impresa è la "impresa che occupa più di 250 persone, il cui fatturato annuo supera i 50 milioni di euro o il cui totale di bilancio annuo supera i 43 milioni di euro".

necessità di ricercare un settore storicamente legato alla tradizione familiare in cui l'Italia fosse leader mondiale, dove i maggiori attori economici non fossero quotati in borsa e che rispettassero la classificazione della grande impresa. Il settore della produzione di pasta soddisfa tutte le condizioni poste, e per questo è stato scelto. Nelle pagine che seguono si analizzeranno dati di bilancio del biennio 2016-2017. In particolare il bilancio Rummo del 2016 (per motivi che si spiegheranno nel corso della trattazione) e il bilancio dei gruppi De Cecco e Barilla del 2017. Si vuole precisare che tutti i dati sono stati tratti dai seguenti documenti: la "Relazione sulla Gestione al bilancio di esercizio al 31/12/2017" di RUMMO S.p.A. Il "Bilancio consolidato al 31 dicembre 2018" per la F.lli De Cecco di Filippo – Fara San Martino – S.p.A. e il "Bilancio 2017" del gruppo Barilla. Il clima macroeconomico nel quale si svolge l'analisi non è stato di certo tra i più favorevoli per un'auspicabile crescita aziendale. Il biennio 2016-2017 ha visto l'incremento della domanda aggregata per valori medi dell'1.2% (ISTAT, 2018). Si pensi che ad oggi l'Italia è l'unico grande Stato europeo a registrare valori del PIL inferiori (di 250 miliardi di euro) ai livelli del 2007, l'anno precedente allo scoppio della crisi finanziaria.¹¹⁴ Nonostante lo scarso livello di consumi ed investimenti dovuto all'incertezza causata dalla crisi, la componente delle esportazioni segnala un netto rialzo negli anni menzionati, con crescite dell'1.1% nel 2016 e del 7.4% nel 2017 (ISTAT, 2018). La tendenza è rispecchiata anche nell'export di pasta italiana, come afferma Stefano Galli, Global Business Partner di Nielsen: *"Stiamo assistendo ad un incremento delle vendite globali della pasta, pari al +2,3%, in quanto i consumatori cercano prodotti green e bio e come la pasta biologica, che sta crescendo a due zeri in alcuni Paesi"*.¹¹⁵

¹¹⁴ Dati World Bank, disponibili su <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2018&locations=IT&start=1986>.

¹¹⁵ Relazione sulla Gestione al bilancio di esercizio al 31/12/2017. Rummo S.p.A.

In questa previsione, l'Italia si conferma leader dell'export mondiale di pasta, detenendo oltre il 50% della produzione nazionale (valore complessivo di 4.5 miliardi di euro) venduta in mercati esteri. Il dato è sicuramente avvalorato dal fascino del Made in Italy e da un sempre più ampio ricorso alla dieta mediterranea. Dal 2010 infatti, anno in cui la dieta mediterranea è entrata a far parte del patrimonio immateriale dell'UNESCO, il volume dei consumi di pasta è salito da 9 milioni a 15 milioni di tonnellate nel 2020, segnalando un incremento del 60% contro l'incremento decennale della popolazione mondiale del 10%.

Avendo un quadro generale del settore, possiamo iniziare la nostra analisi. Nelle successive pagine si andranno ad approfondire i bilanci di esercizio delle tre aziende produttrici di pasta con lo scopo di mettere in relazione lo Z-score di Altman con le procedure di allerta elaborate dal CNDCEC. Si rende necessaria a questo punto una piccola precisazione: sebbene lo Z-score sia una metodologia che consenta rapidamente di valutare le possibilità di rimborso di un credito da parte di un'azienda, esso è basato sul concetto di rischio di default, proprio come il sistema di allerta civilistico. È logico che ad una maggiore possibilità di default è collegata un'alta probabilità di mancato rimborso del credito erogato. Si viene così a creare un sottile filo tra le due metodologie che, con le dovute cautele, le rende comparabili.

Nel corso dello studio si rispetterà la seguente tabella ai fini della valutazione dei vari indici segnalati dal CNDCEC.

Settore	Soglie di allerta				
	Sostenibilità oneri finanziari	Adeguatezza patrimoniale	Equilibrio finanziario	Redditività	Altri indici indebitamento
PRODUZIONE DI PASTE, DI CUSCUS E DI PRODOTTI FARINACEI	$x > 3,00\%$	$x < 7,60\%$	$x < 93,70\%$	$x < 0,50\%$	$x > 4,90\%$

Tabella 3. Valori della tabella estrapolati dal documento CNDCEC. (2019). Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta.

Si vuole ricordare che il sistema di allerta civilistico segue un rigoroso schema sequenziale nella valutazione delle imprese in presunto stato di crisi, esaminando in principio il valore assoluto del patrimonio netto e la situazione di liquidità nei sei mesi successivi all'analisi, ricorrendo solo in ultima istanza al calcolo degli indici di bilancio. Per la complessità che il soddisfacimento integrale delle ipotesi avrebbe portato nella ricerca del campione aziendale, si sono trascurati volontariamente i primi due passaggi metodologici.

Per ciò che riguarda lo score di Altman, il campione aziendale è perfettamente compatibile con le ipotesi del modello, non richiedendo perciò particolari introduzioni. Si utilizzerà la riformulazione studiata per le aziende manifatturiere non quotate con i relativi scaglioni associati al rischio di default.

$$Z = 0.717X_1 + 0.847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4 + 0.998X_5$$

1. Per $Z < 1.23$ il rischio di insolvenza è considerato alto;
2. Per $1.23 < Z < 2.67$ il rischio è intermedio;
3. Per $Z > 2.67$ il rischio è considerato basso.

4.2 Analisi di Bilancio (2016) della RUMMO S.p.A.

A seguito della disastrosa alluvione che ha colpito gli stabilimenti dell'azienda il 15 ottobre 2015, vi fu la distruzione di alcune linee produttive e del magazzino, corrispondente ad un danno da circa 40 milioni di euro.¹¹⁶ L'impresa si vide costretta a presentare la domanda di ammissione al concordato preventivo, non perdendo mai la speranza di trovare un accordo con i creditori. Accordo che di fatto si concretizzò nel dicembre del 2017 con la messa a punto del piano di

¹¹⁶ Scarci, E. (2017). *Pasta Rummo chiede il concordato in continuità ma tratta con le banche*. Sole 24ore.

risanamento del debito per il valore complessivo di 80 milioni di euro da rimborsare in otto anni (82% dell'ammontare totale dovuto).¹¹⁷

Nel 2016, anno del bilancio che verrà analizzato, la capacità produttiva è al 56% dei livelli pre-alluvione, denotando numerose complicazioni finanziarie e gestionali.

STATO PATRIMONIALE:

ATTIVO	31/12/2016
B) IMMOBILIZZAZIONI	
I. Immateriali	
2) Costi di sviluppo	353.225,00 €
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	6.831.487,00 €
7) Altre	183.740,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	7.368.452,00 €
II. Materiali	
1) Terreni e fabbricati	19.981.817,00 €
2) Impianti e macchinari	19.088.268,00 €
3) Attrezzature industriali e commerciali	27.809,00 €
4) Altri beni	361.169,00 €
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	354.200,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	39.813.263,00 €
III. Finanziarie	
1) Partecipazioni in:	
a) imprese controllate	6.078.841,00 €
d-bis) altre imprese	249.920,00 €
2) Crediti oltre 12 mesi	
a) verso imprese controllate	3.663.990,00 €
d-bis) verso altri	106.917,00 €
3) Altri titoli	266.875,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	10.366.543,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	57.548.258,00 €
C) ATTIVO CIRCOLANTE	
I. Rimanenze	
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	3.757.410,00 €
4) Prodotti finiti e merci	5.609.595,00 €
TOTALE RIMANENZE	9.367.005,00 €
II. Crediti	
1) Verso clienti - entro 12 mesi	16.617.030,00 €
2) Verso imprese controllate - entro 12 mesi	109.959,00 €
4) Verso controllanti - entro 12 mesi	17.682.113,00 €
5-bis) Per crediti tributari - entro 12 mesi	5.640.198,00 €
5-quater) Verso altri - entro 12 mesi	6.799.603,00 €
TOTALE CREDITI	46.848.903,00 €
IV. Disponibilità liquide	
1) Depositi bancari e postali	3.389.073,00 €
3) Denaro valori in cassa	95.237,00 €
TOTALE DISPONIBILITA' LIQUIDE	3.484.310,00 €
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	59.700.218,00 €
D) RATEI E RISCONTI	311.276,00 €
TOTALE ATTIVO	117.559.752,00 €

PASSIVO	31/12/2016
A) PATRIMONIO NETTO	
I. Capitale	32.305.810,00 €
IV. Riserva legale	73.124,00 €
VI. Altre riserve	37.961.523,00 €
VIII. Utili (perdite) portati a nuovo	- 44.073.388,00 €
IX. Utile dell'esercizio	- 10.834.296,00 €
TOTALE PATRIMONIO NETTO CONSOLIDATO	15.432.773,00 €
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	
2) Fondi per imposte, anche differite	2.088.474,00 €
4) Altri	703.190,00 €
TOTALE FONDI PER RISCHI E ONERI	2.791.664,00 €
C) TRATTAMENTO FINE RAPPORTO LAVORO SUBORDINATO	640.721,00 €
D) DEBITI	
4) Debiti verso banche	
- entro 12 mesi	34.258.314,00 €
- oltre 12 mesi	23.955.135,00 €
5) Debiti verso altri finanziatori	
- entro 12 mesi	23.446.354,00 €
7) Debiti verso fornitori	
- entro 12 mesi	14.454.850,00 €
9) Debiti verso imprese controllate	
- entro 12 mesi	13.094,00 €
12) Debiti tributari	
- entro 12 mesi	444.486,00 €
13) Debiti verso istituti di previdenza	
- entro 12 mesi	689.760,00 €
14) Altri debiti	
- entro 12 mesi	1.432.601,00 €
TOTALE DEBITI	98.694.594,00 €
E) RATEI E RISCONTI	- €
TOTALE PASSIVO	117.559.752,00 €

Rifacendosi alle tecniche di analisi precedentemente studiate, iniziamo l'indagine attraverso i cinque indici gestionali scelti dal CNDCEC, comparandone successivamente i risultati con le soglie di allerta.

¹¹⁷ Scarci, E. (2017). *Rummo, stop alla procedura concorsuale. Il tribunale revoca i tre commissari*. Sole 24ore. E Cappellini, M. (2018). *Pastificio Rummo, ok delle banche al piano di rilancio*. Sole 24ore.

CONTO ECONOMICO:

CONTO ECONOMICO		31/12/2016
A) VALORE DELLA PRODUZIONE		
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni		59.572.847,00 €
2) Variazioni delle rimanenze di prodotti		684.182,00 €
5) Altri ricavi e proventi		1.343.653,00 €
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE		61.600.682,00 €
B) COSTI DELLA PRODUZIONE		
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci		38.617.201,00 €
7) Per servizi		17.159.640,00 €
8) Per godimento beni di terzi		117.238,00 €
9) Per il personale (totale)		6.470.899,00 €
a) Salari e stipendi		4.438.667,00 €
b) Oneri sociali		1.537.209,00 €
c) Trattamento di fine rapporto		354.925,00 €
e) Altri costi		140.098,00 €
10) Ammortamenti e svalutazioni (totale)		6.116.799,00 €
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali		981.079,00 €
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali		5.090.125,00 €
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni		45.595,00 €
11) Variazioni delle rimanenze di materie		- 879.934,00 €
12) Accantonamenti per rischi		647.806,00 €
13) Altri accantonamenti		
14) Oneri diversi di gestione		1.519.866,00 €
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE		69.769.515,00 €
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)		- 8.168.833,00 €
C) PROVENTI ED ONERI FINANZIARI		
16) Altri proventi finanziari		73.944,00 €
17) Interessi ed altri oneri finanziari		1.870.146,00 €
17-bis) Utili e perdite su cambi		- 232.969,00 €
TOTALE PROVENTI ED ONERI FINANZIARI		- 2.029.171,00 €
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE		
19) Svalutazioni		
a) Di partecipazioni		349.070,00 €
TOTALE RETTIFICHE		349.070,00 €
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+ C + D)		- 10.547.074,00 €
22) Imposte sul reddito dell'esercizio		287.222,00 €
23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO		- 10.834.296,00 €

$$I_1 = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Ricavi di vendita}}$$

Il numeratore rappresenta la voce C17 del CE e il denominatore la voce A1 del CE, da cui:

$$I_1 = 3.14\% > 3.0\%$$

L'indice si accende, poiché il suo valore è superiore alla soglia associata alla relativa area gestionale nella tabella 3.

$$I_2 = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Debiti totali}}$$

Il numeratore rappresenta la voce A dello SP passivo, il denominatore la voce D dello SP passivo, da cui:

$$I_2 = 15.6\% > 7.6\%$$

L'indice non si accende, essendo inferiore alla soglia limite proposta.

$$I_3 = \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}}$$

Il numeratore esprime la somma del totale delle macro-classi C+D dell'attivo, che per definizione saranno consumate entro l'anno t+1. Il denominatore invece rappresenta le passività della macro-classe "debiti" esigibili entro l'esercizio successivo, da cui:

$$I_3 = 80.1\% < 93.7\%$$

L'indicatore si accende poiché il suo valore è inferiore alla soglia limite proposta.

$$I_4 = \frac{\text{Cash flow}}{\text{Totale dell'attivo}}$$

In questo particolare caso, il calcolo del cash flow ridurrà l'entità contabile delle perdite, andando a sommarvi uscite non monetarie sostenute nel corso dell'esercizio. In tal caso il numeratore esprime il valore negativo della perdita sommato alle voci B₁₀ e B₁₂ del CE, rispettivamente ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti. Il denominatore indica il totale dell'attivo patrimoniale. Il valore dell'indice risulta:

$$I_4 = -3.46\% < 0.5\%$$

Il risultato dell'indice rappresenta sicuramente il valore più preoccupante dell'intero *cluster* a causa dell'elevato valore della perdita d'esercizio.

$$I_5 = \frac{\text{Debiti prev. + tribut.}}{\text{Totale dell'attivo}}$$

Il numeratore esprime la somma dei debiti previdenziali e tributari, rispettivamente D₁₃ e D₁₂ del passivo, che viene messa in relazione con il totale dell'attivo. Risulta che:

$$I_5 = 0.96\% < 4.9\%$$

L'indice non si accende poiché il valore dell'indebitamento previdenziale e tributario è ben al di sotto della soglia limite.

Dai risultati emersi è evidente come l'alluvione abbia severamente danneggiato l'impianto produttivo dell'azienda e minato la sua capacità di fare profitto. I tre indici accesi nel corso dell'indagine mostrano le fragilità dell'impresa. Il dato più grave è sicuramente riscontrato nel calcolo di I_4 : l'azienda ha sperimentato un eccezionale calo del fatturato, dovuto alla produttività quasi dimezzata a causa dello sfortunato incidente. Ciò che trascina a fondo i conti dell'azienda sono gli spropositati costi della produzione (classe B C.E.), a fronte di una coraggiosa

scelta di non tagliare personale e a causa degli immensi costi dovuti a svalutazione degli immobili colpiti dall'alluvione. L'azienda registra dunque un EBIT negativo di 8 milioni di euro ed una perdita contabile di quasi 11 milioni. Inoltre, l'impresa rileva in quell'anno un deflusso di cassa netto pari a 4 milioni di euro: nonostante l'enorme valore delle uscite non monetarie a cui è stata sottoposta l'azienda, la perdita non riesce a trasformarsi in un flusso di cassa. I costi fissi sono semplicemente troppo alti ed affondano gli scarsi ricavi, trascinando l'impresa in acque pericolose. L'analisi metodologica sottolinea anche le difficoltà di liquidità aziendali, che, come si era detto nel paragrafo 2.1, in caso di crisi sono solitamente le prime a verificarsi. Il rapporto I_3 tra attività e passività correnti mostra chiaramente la sproporzione tra le due grandezze. Per far fronte all'alluvione infatti, l'azienda ha richiesto l'accensione di diversi crediti a breve e lungo periodo, ma a causa delle numerose risorse distrutte nel magazzino si è venuto a creare uno squilibrio finanziario di liquidità. Il problema finanziario è verificabile anche nella segnalazione di I_1 , in cui si nota come la quantità di interessi passivi che l'azienda deve pagare si attesta sopra al 3% del valore dei ricavi. Nonostante le numerose lacune, l'azienda presenta due indici ben lontani dalla soglia di allerta; l'indice di struttura (tendenzialmente positivo in tutte le imprese a conduzione familiare) e di indebitamento tributario e previdenziale.

Procediamo ora con il calcolo dello score di Altman così da trarre definitivamente le nostre conclusioni:

$$X_1 = \frac{\text{Capitale circolante netto}}{\text{Totale attivo}}$$
 dove il numeratore indica la differenza tra le attività correnti (classi C + D dell'attivo) e le passività correnti (all'interno della classe D del passivo, voce "esigibili entro l'anno"), il cui risultato è $X_1 = -0.12$

$X_2 = \frac{\text{Riserve di utile}}{\text{Totale attivo}}$ Il numeratore considera le riserve formate da tutte le parti di utile non storicamente divise tra gli azionisti, dunque la somma tra le riserve legali, straordinarie, altre riserve e utili/perdite portati a nuovo ($A_{IV} + A_{VI} + |A_{VII}|$). Il valore dell'indice è $X_2 = -0.05$

$X_3 = \frac{EBIT}{\text{Totale attivo}}$ Il numeratore esprime il margine operativo, indicato come la differenza contabile tra valore e costi della produzione (A-B del C.E.). Questo è l'indicatore a cui Altman affida il maggior peso, avendo un coefficiente numerico triplo rispetto agli altri. Il risultato è scoraggiante: $X_3 = -0.069$

$X_4 = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Debiti totali}}$ L'indicatore corrisponde perfettamente con I_2 , per cui ne viene riportato direttamente il risultato: $X_4 = 0.156$

$X_5 = \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Totale attivo}}$ Il numeratore equivale alla voce A_1 del conto economico. Il quoziente risulta $X_5 = 0.507$

Avendo in possesso ogni risultato degli indici, necessario ai fini del calcolo dello Z-score, procediamo con la sostituzione dei valori numerici corrispondenti alle rispettive variabili quantificando lo score.

$$Z = 0.717(-0.12) + 0.847(-0.05) + 3.107(-0.069) + 0.420(0.156) + 0.998(0.507)$$

da cui:

$$Z = 0.226 < 1.23 \text{ (alto rischio di insolvenza)}$$

Analisi dei risultati.

Dalla nostra prima analisi risulta evidente come il punteggio Z-score sia più punitivo. Di fatti, con un punteggio di 0.226 la RUMMO S.p.A. si classifica ben al di sotto dello standard fissato dal modello (1.23). Nell'analisi di Altman,

l'azienda sarebbe stata senza ombra di dubbio classificata come un'azienda con un elevato rischio di insolvenza, per cui le banche sarebbero state disposte ad erogare credito solo ad eccezionali condizioni di ritorno, applicando cioè un tasso di interesse molto più elevato rispetto al tasso di mercato.

Precisando che il sistema di allerta civilistico non sarebbe scattato grazie al valore positivo del patrimonio netto (nonostante sia stato notevolmente ridotto dall'ammontare delle perdite), il sistema degli indici del CNDCEC non avrebbe innescato ugualmente la procedura di allerta, in quanto solo tre dei cinque indici hanno mostrato livelli di potenziale default. Il risultato è coerente con l'obiettivo di voler minimizzare la rilevazione di falsi positivi che il Consiglio e Cerved si erano posti nell'analisi del *trade-off* presentato nel paragrafo 2.2. La RUMMO S.p.A. in questo caso, avrebbe fatto parte di quel 9% di falsi positivi che si sarebbero riscontrati accontentandosi di soli tre indici, e avrebbe alimentato i quasi 150 miliardi di euro di crediti UTC del sistema economico con ulteriori 100 milioni di debiti (valori della macro-classe D del passivo "*Debiti*").¹¹⁸ Dall'analisi di Altman comparata con gli indici proposti dal CNDCEC riusciamo a comprendere quale sia il più grande problema dell'azienda: dalle precedenti indagini era emerso che le complicazioni potessero derivare sia dalla ridotta efficacia degli impianti produttivi, e dunque minori ricavi, sia dai costi eccessivi affrontati a seguito dell'inondazione del Sannio. Un rapido confronto tra X_3 e X_5 mostra come i ricavi rapportati all'attivo patrimoniale (X_5) non siano così distanti dai valori riscontrati dalle principali aziende manifatturiere (0.5 di Rummo contro 0.66¹¹⁹ di Nestlé ad esempio), mentre la *Basic Earning Power* (X_3) assume valori negativi, denotando la presenza di un EBIT a sua volta negativo. Poiché l'EBIT è dato dalla differenza contabile tra ricavi e costi della produzione (A-B nel C.E.), appurato che non siano stati i ricavi ad affossare il bilancio di esercizio

¹¹⁸ Si rimanda al Grafico 4 a pag. 39 per una migliore comprensione della trattazione.

¹¹⁹ Valore riscontrato su www.investing.com

del 2016 (infatti, anche se X_5 avesse avuto un valore di 0.66 come Nestlé, l'impresa avrebbe creato generato un margine operativo positivo di soli 5 milioni), il principale problema per l'esercizio del 2016 è stato rappresentato dagli ingenti costi che si sono verificati a seguito dell'alluvione.

4.3 Analisi di bilancio consolidato (2017) del gruppo DE CECCO.

STATO PATRIMONIALE:

ATTIVO	31/12/2017
B) IMMOBILIZZAZIONI	
I. Immateriali	
1) Costi di impianto e di ampliamento	110.818,00 €
2) Costi di sviluppo	- €
3) Diritti di brevetto industriale e utilizzo di opere dell'ingegno	3.824.481,00 €
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	41.150,00 €
5) Avviamento - Differenza di consolidamento	108.084.885,00 €
6) Immobilizzazioni in corso e acconti	2.749.381,00 €
7) Altre	1.315.099,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	116.125.814,00 €
II. Materiali	
1) Terreni e fabbricati	192.070.614,00 €
2) Impianti e macchinari	48.806.308,00 €
3) Attrezzature industriali e commerciali	773.534,00 €
4) Altri beni	2.131.767,00 €
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	42.467.272,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	286.249.495,00 €
III. Finanziarie	
1) Partecipazioni in:	
a) imprese controllate	
b) imprese collegate	211.583,00 €
d-bis) altre imprese	2.311.196,00 €
	626.458,00 €
2) Crediti oltre 12 mesi	
b) verso imprese collegate	1.642.499,00 €
d-bis) verso altri	3.866.907,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	8.658.643,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	411.033.952,00 €
C) ATTIVO CIRCOLANTE	
I. Rimanenze	
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	39.492.914,00 €
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	280.984,00 €
4) Prodotti finiti e merci	22.036.081,00 €
TOTALE RIMANENZE	61.809.979,00 €
II. Crediti	
1) Verso clienti - entro 12 mesi	37.565.467,00 €
5-bis) Per crediti tributari	
- entro 12 mesi	10.373.253,00 €
- oltre 12 mesi	1.818,00 €
5-ter) Per imposte anticipate	
- entro 12 mesi	2.272.416,00 €
- oltre 12 mesi	1.639.883,00 €
5-quater) Verso altri	
- entro 12 mesi	10.743.967,00 €
- oltre 12 mesi	55.397,00 €
TOTALE CREDITI	62.652.201,00 €
III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	
6) Altri titoli	556,00 €
IV. Disponibilità liquide	
1) Depositi bancari e postali	16.336.040,00 €
3) Denaro - valori in cassa	60.521,00 €
TOTALE DISPONIBILITA' LIQUIDE	16.396.561,00 €
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	140.859.297,00 €
D) RATEI E RISCOINTI	786.549,00 €
TOTALE ATTIVO	552.679.798,00 €

PASSIVO	31/12/2017
A) PATRIMONIO NETTO	
I. Capitale	13.944.960,00 €
III. Riserva di rivalutazione	96.479.379,00 €
IV. Riserva legale	2.788.992,00 €
VI. Altre riserve	
Riserva straordinaria	54.005.978,00 €
Versamenti in conto futuro aumento di capitale	50.797.535,00 €
Altre	- 6.553.507,00 €
VII. Riserva per operazioni di copertura dei flussi attesi	- 71.635,00 €
VIII. Utili (perdite) portati a nuovo	- 44.838.035,00 €
IX. Utile dell'esercizio	12.533.076,00 €
TOTALE PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	179.086.743,00 €
Capitale e riserve di terzi	7.161.204,00 €
Utili (perdite) dell'esercizio di terzi	234.823,00 €
TOTALE PATRIMONIO NETTO DI TERZI	7.396.027,00 €
TOTALE PATRIMONIO NETTO CONSOLIDATO	186.482.770,00 €
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	
1) Fondi per trattamento di quiescenza e simili	831.509,00 €
2) Fondi per imposte, anche differite	6.029.259,00 €
3) Strumenti finanziari derivati passivi	408.269,00 €
4) Altri	345.375,00 €
TOTALE FONDI PER RISCHI E ONERI	7.614.412,00 €
C) TRATTAMENTO FINE RAPPORTO LAVORO SUBORDINATO	6.747.968,00 €
D) DEBITI	
1) Obbligazioni	
- oltre 12 mesi	10.737.087,00 €
4) Debiti verso banche	
- entro 12 mesi	111.400.022,00 €
- oltre 12 mesi	110.352.911,00 €
5) Debiti verso altri finanziatori	
- entro 12 mesi	9.379.356,00 €
- oltre 12 mesi	1.410.718,00 €
7) Debiti verso fornitori	
-entro 12 mesi	96.691.101,00 €
12) Debiti tributari	
-entro 12 mesi	2.545.385,00 €
13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	
-entro 12 mesi	2.752.952,00 €
14) Altri debiti	
-entro 12 mesi	4.499.016,00 €
TOTALE DEBITI	349.768.548,00 €
E) RATEI E RISCOINTI	2.066.099,00 €
TOTALE PASSIVO	552.679.797,00 €

La F.lli De Cecco di Filippo – Fara San Martino S.p.A. è la capogruppo che detiene il controllo delle società figlie come l'Olearia, il Molino e

CONTO ECONOMICO:

CONTO ECONOMICO		31/12/2017
A) VALORE DELLA PRODUZIONE		
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	436.079.112,00 €	
2) Variazioni delle rimanenze di prodotti	3.061.829,00 €	
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazione	- €	
4) Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	- €	
5) Altri ricavi e proventi	5.759.512,00 €	
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE	444.900.453,00 €	
B) COSTI DELLA PRODUZIONE		
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	202.750.618,00 €	
7) Per servizi	137.966.589,00 €	
8) Per godimento beni di terzi	900.077,00 €	
9) Per il personale (totale)	53.365.414,00 €	
a) Salari e stipendi	39.336.700,00 €	
b) Oneri sociali	11.709.692,00 €	
c) Trattamento di fine rapporto	2.319.022,00 €	
d) Trattamento di quiescenza e simili	- €	
e) Altri costi	- €	
10) Ammortamenti e svalutazioni (totale)	19.735.331,00 €	
a) Ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	8.896.241,00 €	
b) Ammortamento delle immobilizzazioni materiali	10.535.673,00 €	
c) Altre svalutazioni delle immobilizzazioni	- €	
d) Svalutazione dei crediti	303.417,00 €	
11) Variazioni delle rimanenze di materie	- 107.442,00 €	
12) Accantonamenti per rischi	326.250,00 €	
13) Altri accantonamenti	- €	
14) Oneri diversi di gestione	1.786.175,00 €	
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE	416.723.012,00 €	
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)	28.177.441,00 €	
C) PROVENTI ED ONERI FINANZIARI		
15) Proventi da partecipazioni	- €	
16) Altri proventi finanziari	832.656,00 €	
17) Interessi ed altri oneri finanziari	8.751.064,00 €	
17-bis) Utili e perdite su cambi	- 2.011.844,00 €	
TOTALE PROVENTI ED ONERI FINANZIARI	- 9.930.252,00 €	
D) RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITA' FINANZIARIE		
18) Rivalutazioni (totale)	700.852,00 €	
a) Di partecipazioni	334.965,00 €	
b) Di altre immobilizzazioni finanziarie	- €	
d) Di strumenti finanziari derivati	365.887,00 €	
19) Svalutazioni (totale)	1.105,00 €	
d) Di strumenti finanziari derivati	1.105,00 €	
TOTALE RETTIFICHE	699.747,00 €	
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE (A-B+ C + D)	18.946.936,00 €	
22) Imposte sul reddito dell'esercizio	6.179.036,00 €	
23) UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	12.767.899,00 €	

Pastificio a Pescara e dei vari distaccamenti internazionali. Nell'anno di riferimento del bilancio di esercizio il gruppo ha registrato un incremento consistente della domanda estera, confermandosi il terzo gruppo per vendita di pasta di grano duro al mondo ed il primo nel segmento premium. Rispetto alla Rummo S.p.A., il gruppo De Cecco opera anche nel campo della produzione di olio di oliva ed altri prodotti alimentari. Per semplicità di ricerca si è deciso di analizzare il bilancio consolidato del gruppo, non andando comunque a stravolgere le ipotesi precedentemente poste. Di fatti, il se l'intero gruppo opera in un settore manifatturiero, rientrando

nelle stesse soglie di allerta previste per la Rummo S.p.A. e nelle stesse ipotesi del modello di Altman. Senza ulteriori indugi vengono calcolati gli indici elaborati dal CNDCEC con le stesse modalità espresse nel paragrafo precedente.

Si presentano sinteticamente i risultati:

$$I_1 = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Ricavi di vendita}} = 2\% < 3\%$$

Il valore rientra nella soglia limite.

$$I_2 = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Debiti totali}} = 51\% > 7.6\%$$

Il valore è ben lontano dalla soglia limite.

$$I_3 = \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}} = 62.3\% < 93.7\%$$

I_3 si accende. Presenza di un'anomalia.

$$I_4 = \frac{\text{Cash flow}}{\text{Totale dell'attivo}} = 5.89\% > 0.5\% \quad \text{Il valore è elevato e rassicurante.}$$

$$I_5 = \frac{\text{Debiti prev.+ tribut.}}{\text{Totale dell'attivo}} = 0.96\% < 4.9\% \quad \text{Il quoziente è ben lontano da criticità.}$$

Dai risultati di questa prima analisi l'azienda sembra perfettamente sana, rientrando nelle soglie di allerta, in modo piuttosto agevole, per quattro indici sui cinque proposti. L'unica criticità è evidenziata da possibili problemi di liquidità. Il capitale circolante netto in effetti (attività di breve periodo – passività di breve periodo) presenta valori negativi per più di 75 milioni di euro. Ciò potrebbe facilmente risultare in problemi di pagamenti a breve termine; dall'analisi di bilancio notiamo come il passivo sia rappresentato per circa 1/3 da capitale proprio e (semplificisticamente) da 2/3 di debiti. I valori non sono assolutamente critici, anzi, rappresentano un'affermata solidità patrimoniale. Eppure l'ammontare delle passività esigibili entro l'anno, risulta molto elevato in confronto alle attività a breve periodo. Appurato che il problema non risieda nel passivo, l'unica possibile spiegazione è riscontrabile in una scorretta ripartizione dell'attivo. Per l'appunto è visibile dallo schema di bilancio come le immobilizzazioni rappresentino quasi il 75% del valore dell'attivo, lasciando all'attivo circolante l'onere di coprire le passività a breve termine (42% delle passività totali) con il restante 25% (il valore dei ratei e risconti è così piccolo da non influenzare la distribuzione). Potremmo definire il problema come "strutturale": l'azienda infatti destina i tre quarti del capitale disponibile principalmente all'incremento di terreni, fabbricati, ed altre immobilizzazioni materiali (52% del totale dell'attivo). Nonostante gli altri indicatori mostrino risultati associati ad una totale stabilità e solidità, il problema esposto non è per niente da sottovalutare. Immaginiamo un possibile periodo di crisi finanziaria che costringa gli istituti di credito a richiedere per intero i crediti esigibili entro l'anno. L'impresa si troverebbe costretta a vendere alcune delle sue immobilizzazioni materiali. L'operazione si complicherebbe immediatamente

per un motivo principale: la crisi finanziaria e la precaria situazione di liquidità dell'azienda non le consentirebbe di accendere un altro prestito per far fronte alle proprie obbligazioni a breve termine, in particolare nel periodo compreso tra la messa in vendita dell'immobile e la sua effettiva realizzazione. L'impresa si troverebbe scoperta in un periodo indefinito t , e costretta ad abbassare il prezzo richiesto per l'immobilizzazione con lo scopo di rimborsare i propri debiti, riducendo dunque il valore aziendale per gli oneri diversi di gestione creatisi.

Lo score di Altman in questo caso si dimostra più sensibile ed incline nell'intercettazione di possibili cause di insolvenza. Le modalità di calcolo sono le stesse utilizzate nel precedente paragrafo, lì spiegate nel dettaglio.

$$X_1 = \frac{\text{Capitale circolante netto}}{\text{Totale attivo}} = -0.13$$

$$X_2 = \frac{\text{Riserve di utile}}{\text{Totale attivo}} = 0.1$$

$$X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Totale attivo}} = 0.05$$

$$X_4 = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Debiti totali}} = 0.51$$

$$X_5 = \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Totale attivo}} = 0.79$$

Avendo ottenuto tutte le variabili richieste, andando a sostituire i valori numerici nella formula otteniamo il risultato dello score:

$$Z = 1.15 < 1.23$$

Notiamo subito che il gruppo si colloca nel segmento inferiore della distribuzione, indicando una

elevata probabilità di insolvenza secondo il modello. È facilmente riscontrabile come il ridotto volume di attività correnti, responsabile del valore negativo di X_1 , abbia compromesso il valore dello score. Ipotizzando una suddivisione più prudente dell'attivo (50% di immobilizzazioni e 50% di attività correnti), il nuovo valore di $X'_1 = 0.1$ risulterebbe in un aumento di:

$$\Delta Z = \frac{[Z + |0.717X_1| + |0.717X'_1|] - Z}{Z} = 14.4\% \quad \text{da cui} \quad Z' = 1.15 * 1.144 = 1.32 > 1.23$$

Come appena matematicamente dimostrato, una ripartizione più prudente dell'attivo ridurrebbe la probabilità di default secondo il modello di Altman.

4.4 Analisi di bilancio consolidato (2017) del gruppo BARILLA

STATO PATRIMONIALE (in migliaia di euro):

ATTIVO	31/12/2017	PASSIVO	31/12/2017
B) IMMOBILIZZAZIONI		A) PATRIMONIO NETTO	
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti simili	27.757,00 €	I. Capitale	101.000,00 €
5) Avviamento - Differenza di consolidamento	467.254,00 €	VI. Altre riserve	
6) Immobilizzazioni in corso e acconti	4.798,00 €	Riserva di conversione	17.098,00 €
7) Altre	301,00 €	Riserva per utili (perdite) attuariali	- 43.845,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	500.110,00 €	Riserva per hedging	1.322,00 €
		Fondi riserve in sospensione d'imposta	11.117,00 €
II. Materiali		VIII. Utili (perdite) portati a nuovo	608.963,00 €
1) Terreni e fabbricati	330.269,00 €	IX. Utile dell'esercizio	285.522,00 €
2) Impianti e macchinari	539.039,00 €	TOTALE PATRIMONIO NETTO DI GRUPPO	981.177,00 €
3) Attrezzature industriali e commerciali	13.641,00 €	TOTALE PATRIMONIO NETTO DI TERZI	11.275,00 €
4) Altri beni	9.205,00 €		
5) Immobilizzazini in corso e acconti	108.991,00 €	TOTALE PATRIMONIO NETTO CONSOLIDATO	992.452,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	1.001.145,00 €		
		B) FONDI PER RISCHI E ONERI	
III. Finanziarie		- entro 12 mesi	58.689,00 €
1) Partecipazioni in:		- oltre 12 mesi	44.248,00 €
d-bis) altre imprese	1.297,00 €	2) Fondi per imposte differite	
2) Crediti oltre 12 mesi		- oltre 12 mesi	14.614,00 €
c) verso controllanti	10.322,00 €	3) Strumenti finanziari derivati passivi	
d-bis) verso altri	2.146,00 €	- entro 12 mesi	6.011,00 €
4) Strumenti finanziari derivati	43.828,00 €	- oltre 12 mesi	12.081,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	57.593,00 €	TOTALE FONDI PER RISCHI E ONERI	135.643,00 €
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI	1.558.848,00 €	C) TRATTAMENTO FINE RAPPORTO LAVORO SUBORDINATO	147.263,00 €
		- entro 12 mesi	11.234,00 €
C) ATTIVO CIRCOLANTE		- oltre 12 mesi	136.029,00 €
I. Rimanenze			
1) Materie prime, sussidiarie e di consumo	123.733,00 €	D) DEBITI	
4) Prodotti finiti e merci	154.296,00 €	1) Obbligazioni	
5) Acconti	4.688,00 €	- entro 12 mesi	62.917,00 €
TOTALE RIMANENZE	282.717,00 €	- oltre 12 mesi	397.818,00 €
		4) Debiti verso banche	
II. Crediti		- entro 12 mesi	15.801,00 €
1) Verso clienti - entro 12 mesi		- oltre 12 mesi	20.811,00 €
- entro 12 mesi	427.384,00 €	5) Debiti verso altri finanziatori	
4) Verso imprese controllanti		- entro 12 mesi	6.236,00 €
- entro 12 mesi	16.662,00 €	7) Debiti verso fornitori	
5-bis) Per crediti tributari		- entro 12 mesi	751.115,00 €
- entro 12 mesi	28.541,00 €	12) Debiti tributari	
5-ter) Per imposte anticipate		- entro 12 mesi	5.297,00 €
- oltre 12 mesi	41.902,00 €	13) Debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale	
5-quater) Verso altri		- entro 12 mesi	26.635,00 €
- entro 12 mesi	87.123,00 €	- oltre 12 mesi	4.042,00 €
TOTALE CREDITI	601.612,00 €	14) Altri debiti	
		- entro 12 mesi	142.162,00 €
III. Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni		TOTALE DEBITI	1.432.834,00 €
5) Strumenti finanziari derivati attivi	13.057,00 €		
		E) RATEI E RISCOINTI	1.897,00 €
IV. Disponibilità liquide			
TOTALE DISPONIBILITA' LIQUIDE	246.893,00 €	TOTALE PASSIVO	2.710.089,00 €
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE	1.144.279,00 €		
		D) RATEI E RISCOINTI	6.962,00 €
TOTALE ATTIVO	2.710.089,00 €		

Giungiamo all'analisi del leader mondiale incontrastato nella produzione e distribuzione di pasta, il gruppo Barilla. Proprio come il gruppo De Cecco, la Barilla nel corso degli anni è stata protagonista di diverse acquisizioni internazionali e di una campagna di differenziazione del prodotto: sughi pronti, ristoranti, prodotti da forno e pani croccanti ormai fanno più che da contorno al *core business* della produzione di pasta di grano duro. Il gruppo opera direttamente in 26 nazioni diverse, detiene 28 siti produttivi in 9 paesi ed esporta

CONTO ECONOMICO (in migliaia di euro)

CONTO ECONOMICO		31/12/2017
A) VALORE DELLA PRODUZIONE		
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni		3.418.731,00 €
5) Altri ricavi e proventi		49.200,00 €
TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE		3.467.931,00 €
B) COSTI DELLA PRODUZIONE		
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci		1.357.378,00 €
7) Per servizi		1.004.697,00 €
8) Per godimento beni di terzi		24.717,00 €
9) Per il personale (totale)		514.639,00 €
10) Ammortamenti e svalutazioni		130.755,00 €
11) Variazioni delle rimanenze di materie prime		22.175,00 €
14) Oneri diversi di gestione	-	792,00 €
Altro		40.952,00 €
TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE		3.094.521,00 €
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A-B)		373.410,00 €
C) PROVENTI ED ONERI FINANZIARI		
15) Proventi da partecipazioni		
16) Altri proventi finanziari		
a) Da crediti iscritti nelle immobilizzazioni		5.637,00 €
d) Proventi diversi dai precedenti		896,00 €
17) Interessi ed altri oneri finanziari		
Altri interessi ed oneri finanziari	-	12.821,00 €
17-bis) Utili e perdite su cambi	-	2.827,00 €
TOTALE PROVENTI ED ONERI FINANZIARI	-	9.115,00 €
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE		364.295,00 €
22) Imposte sul reddito dell'esercizio		76.094,00 €

i propri prodotti in più di cento paesi. L'espansione del gruppo si sta concretizzando sempre di più in mercati "esotici", come la Cina, il Medio Oriente e l'Australia, registrando una crescita del fatturato a doppia cifra. In questo contesto di internazionalità è lecito aspettarsi una cospicua spesa annua per servizi di vario genere ed una

generosa somma di fondi destinati allo sviluppo di nuove tecnologie che consentano al gruppo di mantenere la propria posizione di leadership nel settore. I dati presentati nelle tabelle sono stati uniformati in una riclassificazione di bilancio consolidato a seguito di una profonda analisi dei documenti aziendali, in quanto in nessuno di questi è stato possibile riscontrare la versione civilistica dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico. Rifacendosi alle metodologie precedentemente analizzate, procediamo sinteticamente con l'analisi del bilancio dell'azienda per soffermarci con maggiore enfasi sulle conclusioni finali.

$$I_1 = \frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Ricavi di vendita}} = 0.26\% < 3\% \quad \text{Il valore rientra nella soglia limite.}$$

$$I_2 = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Debiti totali}} = 68\% > 7.6\% \quad \text{Il valore è ben lontano dalla soglia limite.}$$

$$I_3 = \frac{\text{Attività correnti}}{\text{Passività correnti}} = 101\% < 93.7\% \quad \text{Per la prima volta nella nostra analisi, l'indice non si accende.}$$

$$I_4 = \frac{\text{Cash flow}}{\text{Totale dell'attivo}} = 5.89\% > 0.5\% \quad \text{Il valore è elevato e rassicurante.}$$

$$I_5 = \frac{\text{Debiti prev. + tribut.}}{\text{Totale dell'attivo}} = 0.96\% < 4.9\% \quad \text{Il quoziente è ben lontano da criticità.}$$

Nell'analisi di Altman invece:

$$X_1 = \frac{\text{Cap. circ. netto}}{\text{Totale attivo}} = 0.008$$

$$X_2 = \frac{\text{Riserve di utile}}{\text{Totale attivo}} = 0.22$$

$$X_3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{Totale attivo}} = 0.14$$

$$X_4 = \frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Debiti totali}} = 0.68$$

$$X_5 = \frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Totale attivo}} = 1.27$$

Da cui:

$$1.23 < Z < 2.67 = 2.01$$

Il risultato del modello di Altman si colloca solamente nella "zona grigia", confermando ancora una volta ciò che si è già detto in merito alle soglie particolarmente severe. Pensare che l'azienda leader nella produzione, distribuzione ed export della pasta italiana nel mondo, con un fatturato da tre miliardi e mezzo di euro sia classificata come un "rischio di default intermedio" fa riflettere sulla severità del modello e sui suoi scaglioni davvero rigidi.

Analisi conclusiva dei risultati.

Il campione di imprese nel settore è stato scelto in merito ad una valutazione preliminare che potesse essere utile a fini esplicativi: le tre società forniscono dati contrastanti e punteggi crescenti, creando motivo di dibattito e di confronto. Una prima osservazione potrebbe essere dedicata al campo di applicazione della formula di Altman per le società non quotate manifatturiere (le cosiddette *private firms*), in particolare in merito alla discrepanza tra il sistema americano ed italiano. Negli States ci si affida spesso al dualismo *private/public firms* in base alla

modalità di finanziamento: sono *private firms* le aziende che vengono finanziate per la maggior parte dall'imprenditore, *public firms* le imprese che entrano in borsa per reperire più facilmente il capitale necessario per l'espansione aziendale. È chiaro come questo concetto, applicato all'Italia, risulti farraginoso: abbiamo appena visto che il gruppo Barilla è una S.p.A. con un fatturato da tre miliardi e mezzo di euro ma, nonostante la leadership del settore e l'incredibile dimensione raggiunta, la società non è quotata in borsa. Una situazione simile negli States sarebbe paradossale, forse persino mal vista dal punto di vista manageriale. La *corporate ownership* delle imprese americane si pone fini completamente opposti dalla gestione della proprietà in Italia. Negli USA, tra le società quotate, il capitale è estremamente frammentato ed i singoli azionisti effettuano un investimento a breve termine nella sola prospettiva di ricavare un profitto grazie alle fluttuazioni di mercato.¹²⁰ In Italia al contrario, in Barilla in particolar modo, si parla di struttura proprietaria chiusa, dove il gruppo di controllo (nel nostro caso la famiglia Barilla) detiene la maggioranza assoluta del capitale sociale. Queste differenze fanno sorgere un inevitabile quesito: è lecito utilizzare lo score di Altman relativo alle *private firms* anche nel caso di Barilla, che presenta valori contabili da *public firm*? Sebbene vi siano argomentazioni valide per entrambe le opzioni, si è deciso di applicare il punteggio riservato alle società non quotate in modo da renderlo confrontabile con le altre due imprese.

In merito all'analisi metodologica, si è dimostrato come il gruppo Barilla abbia prodotto dei punteggi eccellenti quando sottoposto al sistema di allerta civilistico, e risultati discreti quando sottoposto allo Z-score di Altman. Anche in questo terzo esempio pratico lo Z-score si dimostra più "conservativo" nell'analisi dei risultati: applicando soglie più stringenti aumenta vertiginosamente l'efficacia di incidenza dell'indice così come la percentuale di falsi positivi. Ancora una volta è manifesta la differente concezione dei due

¹²⁰ Fiori, Tiscini. (2017). *Economia aziendale*. Milano, Egea Editore.

modelli: se il sistema di allerta civilistico prevedesse delle soglie così restrittive, anche i debiti del gruppo De Cecco e Barilla sarebbero stati classificati come UTC, alimentando il loro ammontare per 1.8 miliardi di euro. Lo Z-score al contrario, non essendo direttamente collegato a nessun canale istituzionale può permettersi il "lusso" di soglie più severe ed una maggiore incidenza di falsi positivi. Questo è sicuramente il risultato più interessante che nasce dall'analisi condotta. La correlazione tra le due metodologie è presente, positiva, ed empiricamente verificabile: limitando le conclusioni alla ridotta numerosità del campione, di certo non adatta per un'approfondita indagine statistica, possiamo concludere che l'indice di Altman assume valori tanto più alti tanto meno indici si accendono. Nonostante vi sia una crescita in valore assoluto dello score, non sempre l'adeguatezza dei risultati ottenuti tramite il sistema di allerta civilistico trascina l'impresa verso lo scaglione più elevato del modello, come dimostrato dal caso Barilla. In tre casi su cinque gli indici hanno assunto il triplo (o il terzo, a seconda della scala) del valore soglia. Nonostante ciò sia un'inequivocabile prova di solidità patrimoniale, finanziaria ed economica, tali dati non sono stati sufficienti per classificare il gruppo come "a basso rischio di insolvenza". Ancora una volta, l'indice che affonda il risultato dello Z-score è sicuramente X_3 . La capacità dell'attivo di generare valore è indubbia: i ricavi equivalgono a 1.23 volte il totale dell'attivo, e ciò ne dimostra l'eccezionalità. Come negli altri tre casi studiati, il problema risiede nell'ammontare troppo elevato dei costi che riducono il valore del margine operativo.

È bene ricordare che l'indice di Altman tuttavia non è settoriale (al contrario del sistema di allerta civilistico). Ciò a cui si sottende è che il sistema di indici studiato dal CNDCEC è sicuramente più accurato dello score proposto dallo studioso americano proprio in virtù di questo attributo in più. Infatti, tutte e tre le imprese hanno sperimentato il calo dello score in relazione all'influenza diretta degli elevati costi sull'EBIT. Nella considerazione che neanche il gruppo leader di

settore sia stato capace di superare il test, credo che una riformulazione a base settoriale sia necessaria per una maggiore trasparenza informativa. In particolare, sempre in relazione all'esiguità del campione selezionato, è evidente come le imprese produttrici di pasta siano soggette ad elevati costi, soprattutto fissi. È altresì emerso il grande volume di passività di breve periodo che caratterizza l'industria, dovuto principalmente al particolare rapporto con i fornitori e con i principali *stakeholders*. A mio parere, una possibile rielaborazione della formula che desse meno peso al margine operativo (o a qualsiasi valore collegato ai costi di esercizio) e alle passività di breve periodo, risulterebbe in una rappresentazione maggiormente veritiera dell'industria produttrice di pasta.

CONCLUSIONI

Con l'introduzione del nuovo Codice della Crisi di impresa, l'ordinamento italiano si allinea con i principi europei nella previsione di un tessuto economico più solido e uno sviluppo aziendale maggiormente sostenibile all'interno dell'Unione. Nel corso dell'elaborato si sono studiate le varie forze che hanno plasmato la volontà del legislatore italiano, seguendo l'evoluzione storica delle procedure concorsuali e i principi che ne hanno ispirato le modifiche. Il sistema di allerta elaborato congiuntamente dal CNDCEC e da Cerved rappresenterà la nuova arma anticrisi del nostro ordinamento; un sistema all'avanguardia che, per evidenti necessità di solidità patrimoniale degli istituti di credito, darà maggiore importanza alla qualità delle rilevazioni piuttosto che alla quantità. Il processo rigido e metodico consentirà un'individuazione mirata delle imprese che, senza intervento dell'OIC, sarebbero destinate in pochi mesi al fallimento. La volontà

del legislatore di preservare con strumenti dedicati la sopravvivenza delle nostre PMI è evidente. D'altronde, il segmento delle PMI impiega l'82% dei lavoratori italiani, rappresenta il 92% delle imprese attive e un contributo medio alla produzione nazionale del 69% (ilSole24ore, 2019). La riforma della legge fallimentare rappresenterà un grande passo in avanti in un'ottica di tutela degli interessi nazionali e di una maggiore protezione dei lavoratori.

Nel terzo capitolo ho approfondito la valutazione del merito creditizio dell'impresa e la sua sovrapposibilità con le metodologie di prevenzione di crisi, arrivando a dimostrare nel quarto capitolo, attraverso la disamina dei bilanci Rummo, De Cecco e Barilla, come lo score di Altman si sia rivelato un ottimo strumento (per quanto severo) per comprendere, grazie ad una rapida analisi aziendale, la possibilità di default in pochi essenziali passaggi.

In conclusione, a seguito dell'analisi condotta, sono profondamente convinto che un più largo utilizzo di metodologie previsionali nella pratica aziendale coordinate e supervisionate da un organo istituzionale, possano davvero fare la differenza nel prospetto di una crescita della domanda aggregata. Grazie al nuovo sistema di allerta, il nostro Paese sarà in grado di limitare il fenomeno della disoccupazione, creando più consumi e dunque più reddito. La riforma inciderà anche su un parziale miglioramento della solidità patrimoniale degli istituti di credito, in riferimento all'esigibilità dei crediti nell'attivo. Re,

In fondo Einstein aveva ragione; la crisi è una benedizione, e se ben sfruttata, porta al progresso. Abbiamo classificato tale condizione come sviluppo per necessità, il quale generandosi a crisi avvenuta ha come conseguenza un aumento della disoccupazione e del divario sociale/reddituale all'interno del Paese. Alla luce di queste considerazioni, la vera sfida, a mio avviso, non può consistere solamente nel saper affrontare una crisi una volta sopraggiunta, ma, nell'ottica di una tutela del welfare, si rende necessario analizzare gli elementi che possano evitarne la genesi.

BIBLIOGRAFIA

- Altman, E. (2000). *Predicting financial distress of companies: revising the Z-score and Zeta models*.
- Audino, A. (1981). Commento sub articolo 187, in A. Maffei Alberti, *Commentario breve alla Legge Fallimentare*. Padova, Cedam Editore.
- Brigham, Houston. (2009). *Fundamentals of financial management*. South-Western Cengage Learning.
- Campobasso, G.F. (2017). *Manuale di Diritto Commerciale*. Milano: UTET Giuridica Editore.
- CNDCEC. (2019). *Crisi d'impresa. Gli indici dell'allerta*.
- Colussi, V. (1998). Voce *Amministrazione controllata*. Roma, Enciclopedia Treccani.
- Danovi; Giacomelli, Riva, Rodano, (2018). *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*. Documento reso disponibile da Banca D'Italia.
- De Cesari, P. (2016). *Il nuovo diritto europeo per la crisi d'impresa: il regolamento (UE) 2015/848 relativo alle procedure di insolvenza*. Torino, Giappichelli Editore.
- De Laurentis G. (2011). *Il credito alle imprese dopo la crisi*. Roma, Bancaria Editrice.

- Felisari, G. (2008). *Valutazione strategica e previsione finanziaria nel rating interno delle imprese. Un sistema di supporto decisionale per l'istruttoria del credito secondo Basilea 2*. Milano. Franco Angeli Editore.
- Fiori, Tiscini. (2017). *Economia aziendale*. Milano, Egea Editore.
- Gai, L. (2008). *Il rating delle PMI: un approccio metodologico per banche, confidi e intermediari finanziari*. Milano, Franco Angeli Editore.
- Giancesini, N. (2016). *Il rischio penale nella gestione della crisi di impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore
- Jorio, A. (2014). *Trattato delle procedure concorsuali*, Giuffrè Editore
- Mishkin, Eakins, Beccali. (2019). *Istituzioni e mercati finanziari*. Milano, Pearson Italia.
- Monti, A. (2008). *Introduzione alla statistica*. Napoli. Edizioni Scientifiche Italiane.
- Pasetto, L. (2017). *Stato di crisi e stato di insolvenza: i fondamenti della disciplina concorsuale italiana*.
- Pierucci, M. (2015). *Crisi d'impresa e modelli predittivi: lo Z-score di Altman*. Università di Pisa.
- Relazione Ministeriale Illustrativa Riforma Procedure Concorsuali (2007).

- Rivolta, G.C.M. (1973). *L'affitto e la vendita dell'azienda nel fallimento*. A. Giuffrè Editore.
- Salzano M. (2015). *Misurazione del rischio di credito: applicazione del modello Logit*. Università Luiss.
- Sironi, Resti. (2008). *Rischio e valore nelle banche*. Milano, EGEA Editore.
Inoltre, Annese, G. (2016). *Valutazione del merito creditizio*. Università LUISS.
- Stanghellini, L. (2007). *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*. Il Mulino
- Vassalli, Castiello D'Antonio, (1996). *Amministrazione straordinaria di grandi imprese in crisi*. In "Enciclopedia giuridica Treccani, Roma.
- Vassalli, Luiso, Gabrielli (2014). *Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali*. Torino. Giappichelli Editore.

SITOGRAFIA

- www.diritto.it
- www.borsaitaliana.it
- www.bls.gov
- www.financecue.it
- www.nolo.com
- www.michelebana.it
- www.eur-lex.europa.eu
- www.commercialistatelematico.com
- www.europarl.europa.eu
- www.worldbank.com
- www.dirittobancario.it
- www.istat.it
- www.fondazioneoic.eu
- www.ilsole24ore.com
- www.knowcerved.it
- www.fiscoetasse.com
- www.reportaziende.it
- www.dirittofallimentaresocieta.it
- www.dececco.com
- www.fdic.gov
- www.barillagroup.com