



diritto ed economia dell'impresa

Diretta da LUCIANO M. QUATTROCCHIO

1 - 2019

INTERVENTI di

*S. Foà, C. Gentili, M. Irrera, L.M. Quattrocchio,
B.M. Omegna, G. Bonfante, M. Riverditi*

APPROFONDIMENTI di

F. Moine, S. Branca, L. Giuliano, S. Maina

SAGGI di

L.M. Quattrocchio, G. Quaranta



G. Giappichelli Editore – Torino

Rivista telematica bimestrale 6 - 2019 • Iscrizione al R.O.C. n. 25223
ISSN 2499-3158

Gli “indicatori di crisi aziendale” per le società a partecipazione pubblica

Luciano M. Quattrocchio-Bianca M. Omegna

SOMMARIO

1. Premessa. – 2. Le regole per prevenire e per affrontare le crisi aziendali. – 3. La dicotomia insolvenza e crisi d’impresa. – 4. Gli indicatori della crisi d’impresa. – 4.1. Premessa. – 4.2. Gli indicatori tradizionali. Il Documento del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti “Crisi d’impresa. Strumenti per l’individuazione di una procedura d’allerta” (gennaio 2005). – 4.2.1. Premessa. – 4.2.2. La riclassificazione del bilancio. – 4.2.3. Lo stato patrimoniale. – 4.2.4. Il conto economico. – 4.2.5. Il rendiconto finanziario. – 4.2.6. Gli indicatori delle performance economico-aziendali per la verifica della manifestazione dello stato di insolvenza. Gli indici di bilancio. – 4.3. Gli indicatori tradizionali. Le altre fonti di riferimento. – 4.4. Gli indicatori evoluti. I modelli predittivi. – 4.4.1. Premessa. – 4.4.2. I modelli qualitativi. – 4.4.3. I modelli quantitativi. – 4.4.4. Lo “Z-Score model” di Altman. – 4.4.5. Lo “Z-Score model” – Versione Corretta per le PMI. – 5. La riforma delle procedure concorsuali. Gli indicatori della crisi. – 6. Le “soglie di allarme” proposte da Utilitalia.

1. Premessa

Il d.lgs. 19 agosto 2016, n. 175 (“Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica”) prevede all’art. 14 che, nei casi di crisi d’impresa, le società a partecipazione pubblica sono soggette alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo, nonché, ove ne ricorrano i presupposti, a quelle in materia di amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi. Aggiunge, inoltre, che qualora emergano indicatori di crisi aziendale, l’organo amministrativo della società a controllo pubblico deve adottare un idoneo piano di risanamento, con il divieto, per le amministrazioni pubbliche di sottoscrivere aumenti di capitale, effettuare trasferimenti o rilasciare garanzie a favore delle società partecipate che abbiano registrato, per tre esercizi consecutivi, perdite di esercizio ovvero che abbiano utilizzato riserve disponibili per il ripianamento di perdite anche infrannuali.

La norma si propone di introdurre, per le società a controllo pubblico, strumenti e procedimenti atti a monitorare il loro stato di salute, facendone emergere le eventuali patologie prima che sopraggiunga la condizione di crisi irreversibile, in presenza della quale prende necessariamente avvio una proce-

dura concorsuale. In particolare, in caso di emersione di “indicatori di crisi aziendale” nell’ambito dell’analisi dei programmi di valutazione dei rischi aziendali, l’organo amministrativo deve adottare senza indugio i provvedimenti necessari a prevenire l’aggravamento della crisi e a correggerne gli effetti attraverso un idoneo piano di risanamento, pena l’assunzione delle iniziative di cui all’art. 2409 c.c. (denuncia al tribunale di gravi irregolarità a carico degli organi).

L’organo amministrativo deve dunque dotarsi di opportuni programmi e strumenti (regolamenti interni, codici di condotta, uffici di controllo interno, ecc.) per monitorare i rischi aziendali e, più in particolare, quelli relativi alla gestione economica e finanziaria. Tali programmi e strumenti – in base all’art. 6 del d.lgs. n. 175/2016 – devono anche essere indicati nella relazione sul governo societario, predisposta annualmente e pubblicata con il bilancio d’esercizio. Gli strumenti di analisi e valutazione devono, inoltre, essere adottati tenendo conto delle specificità dell’attività della partecipata e con l’ovvio collegamento con l’ente proprietario, cosicché anche questo possa rilevare l’andamento dell’attività della partecipata con propri sistemi di controllo.

In caso di crisi aziendale segnalata dagli indicatori, la previsione di ripianamento delle perdite da parte dei soci – anche se attuato con un aumento di capitale o trasferimento straordinario di partecipazioni o rilascio di garanzie – non costituisce (più) provvedimento idoneo a superare la crisi aziendale, a meno che non sia accompagnato da un piano di risanamento e ristrutturazione aziendale, da cui risulti la sussistenza di concrete prospettive del recupero dell’equilibrio economico della partecipata pubblica in crisi.

Inoltre, si fa divieto alle amministrazioni pubbliche di sostenere finanziariamente le società che abbiano registrato perdite di esercizio negli ultimi tre esercizi, fatto salvo il caso che l’attività svolta sia di pubblico interesse e che le misure finanziarie richieste siano contemplate nel piano di risanamento; in tali ipotesi, il piano deve essere approvato dall’Autorità di regolazione del pubblico servizio e comunicato alla Corte dei Conti.

Vale la pena sottolineare che l’art. 1 del Codice della crisi e dell’insolvenza stabilisce espressamente che sono fatte salve le disposizioni delle leggi speciali in materia di crisi di impresa delle società pubbliche. Tale previsione si ricollega a quanto previsto dal citato art. 14 del d.lgs. n. 175/2016, a mente del quale le società a partecipazione pubblica sono soggette alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo, nonché, ove ne ricorrano i presupposti, a quelle in materia di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza. In questo senso, peraltro, la pacifica giurisprudenza di legittimità ha in più occasioni chiarito che tutte le società commerciali a totale o parziale partecipazione pubblica, quale che sia la composizione del loro capi-

tale sociale, le attività in concreto esercitate, ovvero le forme di controllo cui risultano effettivamente sottoposte, «restano assoggettate al fallimento, essendo loro applicabile l'art. 2221 c.c. in forza del rinvio alle norme del codice civile, contenuto prima nell'art. 4, comma 13, del d.l. n. 95 del 2012, conv. con modif. dalla l. n. 135 del 2012 e poi nell'art. 1, comma 3, del d.lgs. n. 175 del 2016» (cfr. Cass. n. 17279/2018; Cass. n. 3196/2017).

In tale contesto, gli “indicatori di crisi aziendale” assumono – quindi – un ruolo centrale nella prevenzione dell'irreversibilità della crisi e costituiscono il presupposto per l'adozione di piani di risanamento e ristrutturazione aziendale idonei al superamento della stessa.

2. Le regole per prevenire e per affrontare le crisi aziendali

In sintesi le regole per prevenire la crisi aziendale e le norme a cui sono soggette le partecipate pubbliche in caso di sua emersione possono essere come di seguito sintetizzate:

- le partecipate pubbliche devono dotarsi di idonei strumenti di valutazione e misurazione del rischio di crisi aziendale, fondati su parametri oggettivi contenuti in regolamenti interni e codici di condotta, e verificati da appositi uffici di controllo interno, al fine di prevenire crisi irreversibili;
- qualora dall'esame dei parametri di rischio emergano criticità, l'organo amministrativo deve adottare immediatamente i provvedimenti correttivi necessari per evitare l'aggravamento della crisi, e correggere l'andamento aziendale attraverso l'adozione di un piano di risanamento che contempli l'esistenza di comprovate e concrete prospettive di recupero e risanamento;
- la mancata adozione del piano e dei correlati provvedimenti integra la fattispecie delle gravi irregolarità da denunciarsi al tribunale competente ai sensi dell'art. 2409 c.c., ad opera degli organi amministrativi (e di controllo);
- non sono consentite operazioni di previsione di copertura – futura – delle perdite, anche se attuate con aumenti di capitale, trasferimenti straordinari, rilasci di garanzie, e così via, a meno che tali provvedimenti siano contenuti nel piano di risanamento e ristrutturazione aziendale;
- vengono dettate norme di salvaguardia per le società che esercitano servizi di pubblico interesse, che in caso di crisi devono comunque predisporre un piano di risanamento e di ristrutturazione, approvato dalla società e dalla Autorità di regolazione del pubblico esercizio esercitato e comunicato alla Corte dei Conti.

I programmi di valutazione del rischio, pubblicati unitamente al bilancio d'esercizio, hanno dunque una duplice natura, essendo sia strumenti volti a informare tempestivamente l'assemblea dei soci nel caso di manifestazione della crisi, sia i primi ed essenziali anelli di una catena di controlli concepiti per scongiurare l'irreversibilità della crisi medesima. Invero, proprio a partire da tali programmi, gli amministratori possono porre rimedio alle cause della crisi prima che la stessa diventi irreversibile.

L'obiettivo è di dare attuazione ai principi di economicità, efficacia ed efficienza di gestione delle partecipate pubbliche: la composizione tempestiva della crisi consente, infatti, di allontanare lo spettro delle procedure concorsuali e l'interruzione dell'esercizio dell'attività d'impresa.

In tale prospettiva, gli amministratori hanno un "dovere di vigilanza rafforzato" sull'equilibrio finanziario della società. L'adempimento di tale compito richiede una verifica periodica della solvibilità a breve e medio termine, al fine di ricercare possibili segnali di uno stato di crisi latente o manifesta, imponendosi – nei casi di irreversibilità della crisi medesima – l'avvio di procedure concorsuali.

Un ulteriore rafforzamento alle procedure volto a garantire l'equilibrio di gestione è offerto – poi – dalla previsione secondo cui non costituisce provvedimento adeguato la previsione di un ripianamento delle perdite da parte dell'amministrazione o delle amministrazioni pubbliche socie, anche se attuato in concomitanza a un aumento di capitale o ad un trasferimento straordinario di partecipazioni o al rilascio di garanzie o in qualsiasi altra forma giuridica, a meno che tale intervento sia accompagnato da un piano di ristrutturazione aziendale, dal quale risulti comprovata la sussistenza di concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività.

3. *La dicotomia insolvenza e crisi d'impresa*

Come è noto, l'art. 5, comma 2, legge fall., si limita a definire lo stato di insolvenza, precisando che esso «*si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni*». Per altro verso, l'art. 160, comma 3, l.f., stabilisce che «*Ai fini di cui al primo comma per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza*». Il rapporto fra crisi e insolvenza è – quindi – da genere a specie e ha natura statica.

La legge delega di riforma delle procedure concorsuali (legge 19 ottobre 2017 n. 155), all'art. 2, comma 1, si propone – fra i principi – di «*c) introdurre una definizione dello stato di crisi, intesa come probabilità di futura insol-*

venza, anche tenendo conto delle elaborazioni della scienza aziendalistica, mantenendo l'attuale nozione di insolvenza». Si tratta, quindi, di una nozione dinamica: la crisi è uno “stato” che può risolversi, rimanere tale o degradare in insolvenza.

L'art. 2 dello schema di Codice della crisi e dell'insolvenza definisce “crisi” lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate; e “insolvenza” lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni;

Al proposito, la Suprema Corte (Cass., 20 novembre 2018, n. 29913) ha recentemente statuito che:

- L'accertamento dell'insolvenza, come sopra intesa, non s'identifica in modo necessario e automatico con il mero dato contabile fornito dal raffronto tra l'attivo ed il passivo patrimoniale dell'impresa; è, inoltre, pacifico che in presenza di un eventuale sbilancio negativo è pur possibile che l'imprenditore continui a godere di credito e sia di fatto in condizione di soddisfare regolarmente e con mezzi normali le proprie obbligazioni, configurandosi l'eventuale difficoltà in cui egli versa come meramente transitoria;

- al tempo stesso ove – all'opposto – l'eccedenza di attivo dipenda dal valore di beni patrimoniali non agevolmente liquidabili, o la cui liquidazione risulterebbe incompatibile con la permanenza dell'impresa sul mercato e con il puntuale adempimento di obbligazioni già contratte, il presupposto dell'insolvenza può esser egualmente riscontrato;

- nondimeno è un fatto logicamente incontrovertibile che l'eventuale eccedenza del passivo sull'attivo patrimoniale costituisce, pur sempre, e nella maggior parte dei casi, uno dei tipici “fatti esteriori” che dimostrano l'impotenza dell'imprenditore a soddisfare le proprie obbligazioni; anche a prescindere, cioè, dal semplice risultato della somma algebrica tra poste attive e passive della situazione patrimoniale, è evidente che sempre dai dati di contabilità dell'impresa è consentito muovere per poter vagliare, nella concretezza di ciascuna singola fattispecie, se il debitore disponga di risorse idonee a fronteggiare in modo regolare le proprie obbligazioni, avendo riguardo alla scadenza di queste e alla natura e composizione dei cespiti dai quali sia eventualmente ipotizzabile ricavare il necessario per farvi fronte.

4. *Gli indicatori della crisi d'impresa*

4.1. *Premessa*

Alla luce delle considerazioni sopra svolte, al fine di valutare il rischio di crisi aziendale occorre procedere ad un esame fondato non soltanto sui dati storici, ma anche prospettici, al fine di individuare l'incapacità anche futura della società a partecipazione pubblica ad adempiere non solo le obbligazioni già assunte, ma anche quelle prevedibili nel normale corso di attività.

Inoltre, come precisato nel documento emanato nell'ottobre del 2015 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, denominato "Informativa e valutazione nella crisi d'impresa", nell'intento di individuare eventuali fattori di rischio di crisi di impresa si devono condurre analisi integrate, ovvero in grado di prendere in considerazione aspetti storici, attuali e prospettici della realtà aziendale oggetto di valutazione. Al contrario, analizzare asetticamente singoli indicatori aziendali di *performance*, può condurre l'analisi o l'organo di controllo a valutazioni errate o imprecise circa il reale stato di salute dell'impresa.

4.2. *Gli indicatori tradizionali. Il Documento del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti "Crisi d'impresa. Strumenti per l'individuazione di una procedura d'allerta" (gennaio 2005)*

4.2.1. *Premessa*

Per la verifica della manifestazione dello stato di insolvenza occorre prendere le mosse dai dati di bilancio, rielaborati al fine di ottenere uno stato patrimoniale non tanto basato sul costo storico, quanto su criteri valutativi di mercato, e preferibilmente – in conformità alla prassi internazionale – sul *fair value*.

La rielaborazione dei dati implica e comporta una riclassificazione del bilancio (stato patrimoniale e conto economico) basata su modelli predefiniti (ad esempio, quello della Centrale dei Bilanci), tali da fornire una lettura gestionale dei prospetti contabili e – quindi – in grado di evidenziare la situazione finanziaria (stato patrimoniale), la destinazione e l'andamento divisionale delle *performance* (conto economico).

Dopo tale fase, occorre prevedere un insieme di indicatori di bilancio ed *extra-contabili* ritenuti particolarmente significativi per esprimere un giudizio sullo stato di salute dell'impresa.

Anzitutto, dovrebbero essere considerati gli indici di solvibilità (ad esempio, gli indici di indipendenza finanziaria e di solidità del capitale sociale) e di

liquidità (ad esempio, la composizione degli investimenti e dei finanziamenti), al fine di capire quale possa essere la situazione finanziaria in cui versa l'impresa. In particolare, tra gli indici finanziari, dovrebbero essere considerati taluni parametri legati al tempo, da ritenersi particolarmente significativi ai fini dell'individuazione dello stato di insolvenza; esempi di tali indici potrebbero essere i tempi di incasso e di pagamento, che consentono di mettere in evidenza eccessive dilazioni di pagamento da parte dei clienti o condizioni particolarmente sfavorevoli di pagamento per i fornitori.

Dovrebbero, inoltre, essere elaborati altri indici di natura economica, quali la rotazione del magazzino o altri indici *extra-bilancio*, quali la rotazione del personale.

Dovrebbero, infine, essere presi in considerazione gli elementi *extra-contabili*: con elementi *extra-contabili* si fa normalmente riferimento ad aspetti relativi al personale (*know how* in possesso dei dipendenti, grado di affidabilità e lealtà del personale, ecc.), nonché alla qualità e al rapporto dell'impresa con i propri *stakeholder* di riferimento (*customer loyalty*, *customer satisfaction*, affidabilità creditizia, rapporto con i fornitori, ecc.). Tale indagine risulta essere particolarmente complessa, in quanto si basa su considerazioni con un elevato grado di soggettività, ma allo stesso tempo non dovrebbe essere trascurata perché – soprattutto nelle piccole e medie imprese – gli elementi “immateriali” sono spesso più rilevanti di quelli “materiali”.

4.2.2. La riclassificazione del bilancio

Normalmente i valori contabili delle voci di bilancio rappresentano la mera applicazione di regole contabili e seguono convenzioni e prassi ragionieristiche che, anche se applicate correttamente, forniscono una visione approssimativa della reale situazione aziendale. In particolare, si osserva – soprattutto a livello internazionale – che il bilancio non è sempre in grado di offrire un'informazione tale da soddisfare le esigenze conoscitive di gran parte degli *stakeholder* e che – per poter raggiungere tale obiettivo – è opportuno predisporre nuovi e specifici documenti, volti a garantire un'informazione orientata al soddisfacimento di specifici interessi.

Partendo dall'analisi delle più evolute tendenze internazionali in materia di valutazione ed esposizione delle poste, occorre quindi rivedere e correggere i dati quantitativi risultanti dall'applicazione delle regole codicistiche e dei principi contabili nazionali, in modo da predisporre uno schema di bilancio riclassificato atto a rappresentare il più fedelmente possibile le effettive potenzialità che l'impresa può esprimere e – per quanto di interesse – se l'impresa si trovi in stato di insolvenza.

Il punto di partenza dell'analisi consiste, quindi, nella rielaborazione degli schemi di bilancio: quantomeno, lo stato patrimoniale e il conto economico. Il bilancio rappresenta, infatti, per l'impresa il documento più significativo per la comunicazione finanziaria del proprio "stato di salute".

Tale sistema di valori, articolato prevalentemente sulla valutazione al costo storico spesso non è in grado di rivelare il "reale" valore dei beni, tanto che la prassi internazionale appare sempre più indirizzata a sostituire l'*historical cost model* con il *market value model*, ritenuto capace di fornire un'informativa più appropriata.

In particolare, tra i criteri valutativi ha assunto un ruolo via via più rilevante – nel corso degli ultimi anni – il *fair value*. Questo, d'altra parte, non costituisce un criterio puramente "dottrinale" neanche a livello nazionale; infatti, il legislatore comunitario – con l'emanazione del Regolamento CE n. 1606 del 2002, relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali – ha previsto, per determinate categorie d'impresa, di adottare a partire dal 1° gennaio 2005 i Principi contabili internazionali (I.A.S. e I.F.R.S.), emanati dallo *International Accounting Standards Board* (I.A.S.B.).

Lo I.A.S.B. definisce il *fair value* come «*il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli, e disponibili, in un'operazione fra terzi indipendenti*».

Il concetto di *fair value*, perciò, si compone di due diversi elementi: il primo tende a recepire le indicazioni provenienti dal mercato (valore corrente), il secondo fa riferimento all'esistenza di una condizione di "normalità" dello scambio, che dovrebbe essere scevro da distorsioni causate da eventuali posizioni dominanti di uno dei contraenti o da particolari circostanze congiunturali del mercato (valore normale).

L'adozione del *fair value*, con riguardo a talune voci, consente quindi di raggiungere un miglior livello di efficacia finalizzato a conoscere:

- l'andamento dei risultati di gestione;
- il valore economico del capitale d'impresa.

Peraltro, anche se le attività e le passività valutate con tale criterio – in deroga al criterio del costo storico – hanno il pregio di consentire la lettura dei dati di bilancio in una prospettiva più realistica, è pur vero che il *fair value* – rispetto al costo storico, quale parametro certo – presenta, in alcuni casi, un criterio maggiormente aleatorio, che richiede quindi controlli più mirati e più rigidi. Infatti, la valutazione al costo fornisce un parametro ragionevolmente certo e, in talune circostanze, può essere ritenuto in buona approssimazione anche un indicatore significativo dell'effettivo valore del bene.

Alla luce di tali considerazioni, il modello elaborato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti presenta un sistema contabile misto, in cui il riferimento al principio del costo viene ridimensionato in favore della valutazione al *fair value*. In particolare, il valore delle immobilizzazioni materiali, immateriali e delle attività e passività finanziarie viene espresso al *fair value*, mentre si mantengono i criteri adottati dal codice civile per le altre poste di bilancio.

4.2.3. *Lo stato patrimoniale*

Come si è detto, il criterio ritenuto preferibile per la valutazione (di almeno alcune) delle poste di bilancio è il *fair value*, inteso come «*il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili*».

Ciò significa che nella valutazione dei beni devono essere considerate le condizioni di mercato, sul presupposto che le transazioni siano scevre da distorsioni connesse a specifici rapporti di forza o di debolezza tra i contraenti – quali, ad esempio, transazioni commerciali tra società appartenenti al medesimo gruppo – ovvero dovute a situazioni patologiche d'impresa – quali, ad esempio, esigenze di liquidità –. La valutazione dei beni al *fair value* risulta – quindi – particolarmente utile, in quanto mette in evidenza un eventuale stato di insolvenza dell'impresa.

Tuttavia, come si è detto, per avere un'informativa sufficientemente attendibile devono essere utilizzati anche altri criteri valutativi – quali, tra gli altri, quello del costo – ritenuti in grado di evidenziare con maggiore approssimazione – almeno in alcuni casi – il corretto valore del patrimonio aziendale.

4.2.4. *Il conto economico*

Con riferimento al conto economico, si raccomanda di seguire la medesima impostazione proposta dal Codice Civile, in base alla quale le voci sono ripartite in relazione alla natura delle stesse.

Si rende peraltro necessaria la valutazione dei beni esposti in bilancio a valori effettivi, affinché i dati risultanti dal conto economico e dallo stato patrimoniale offrano un utile strumento di sintesi per valutare l'eventuale presenza dello stato di insolvenza.

La principale differenza che emerge dall'implementazione dei criteri basati sui valori di mercato – ed in particolare sul *fair value* – consiste nel fatto che, non essendo quello del costo il criterio valutativo prevalente, l'ammortamento perde di significato. In luogo dei termini “ammortamento”, “svalutazione” e “rivalutazione”, compaiono, quindi, voci di “rettifica” dei valori economici

iscritti in bilancio, tese ad individuare la stima del reale valore degli elementi dell'attivo e del passivo di bilancio.

4.2.5. Il rendiconto finanziario

Nell'ambito dell'informazione di bilancio, il rendiconto finanziario assume un ruolo di primaria importanza, in quanto fornisce indicazioni di carattere – per l'appunto – finanziario, utili per comprendere lo stato di salute dell'impresa soprattutto in chiave prospettica.

Più in particolare, le informazioni contenute nel rendiconto finanziario non sono destinate ad illustrare la situazione dell'impresa in un determinato momento, bensì espongono le variazioni intervenute tra l'inizio e la fine dell'esercizio e – tenuto conto della loro dinamica nel tempo – offrono utili informazioni di natura predittiva.

In altri termini, mentre le informazioni contenute nello stato patrimoniale hanno natura essenzialmente statica, essendo costituite da saldi contabili di fine esercizio, il rendiconto finanziario offre informazioni di carattere dinamico, esponendo – in termini di flussi – le variazioni intervenute nella situazione finanziaria d'impresa.

In tal senso, il rendiconto finanziario rappresenta i flussi finanziari che si sono manifestati nel periodo di tempo intercorrente tra due esercizi consecutivi, fornendo informazioni utili per accertare la capacità dell'impresa di produrre disponibilità liquide o mezzi equivalenti nella prospettiva del loro impiego.

4.2.6. Gli indicatori delle performance economico-aziendali per la verifica della manifestazione dello stato di insolvenza. Gli indici di bilancio

La riclassificazione del bilancio al *fair value* costituisce e fornisce già di per sé una visione “reale” della situazione aziendale. Ciò nonostante, per l'individuazione dello stato di insolvenza è opportuno elaborare alcuni parametri ed indici, funzionali ad una immediata rilevazione dei rischi di sostenibilità economica, patrimoniale e finanziaria, che l'impresa potrebbe correre nell'immediato futuro.

Tali indici devono essere calcolati direttamente sui dati riclassificati e non su quelli contabili iscritti nel bilancio “civilistico”, al fine di sfruttare al meglio le potenzialità del sistema così rielaborato.

Il sistema degli indici risulta tanto più rilevante quanto più la sua applicazione è costante nel tempo. Infatti, la comparazione sistematica e periodica, può evidenziare *trend* economici e finanziari, fondamentali per la comprensione dello stato di salute dell'impresa. La valutazione della *performance* a-

ziendale tende, infatti, ad essere fondata sempre più sulla variazione subita dal valore degli indicatori aziendali in un determinato periodo di tempo, piuttosto che sull'analisi dei risultati di bilancio.

In tal senso, l'analisi del bilancio per indici consente una lettura – o meglio – un'interpretazione dei dati contenuti nel bilancio dell'impresa, finalizzata a cogliere le *performance* economico-aziendali della stessa, cosicché possa essere accertato correttamente il momento preciso di manifestazione dello stato di insolvenza.

In particolare, la manifestazione dello stato di insolvenza può essere accertata attraverso l'analisi di tre equazioni di base:

- Equazione patrimoniale;
- Equazione monetaria;
- Equazione economica.

Equazione patrimoniale

Lo squilibrio patrimoniale può essere rilevato, fondamentalmente, con l'ausilio delle seguenti categorie di indici:

- indici di durata;
- indici di solidità patrimoniale;
- indici di indebitamento.

Equazione monetaria

L'equazione monetaria è finalizzata a valutare l'equilibrio finanziario di cassa, ponendo in evidenza eventuali criticità di natura economico-patrimoniale, destinate a creare uno sbilanciamento a favore delle uscite. Gli indici che forniscono indicazioni sull'equilibrio finanziario a breve, ritenuti più significativi, sono:

- indici di liquidità finanziaria;
- margini finanziari.

Equazione economica

L'obiettivo fondamentale di ogni impresa è il raggiungimento di un reddito capace di remunerare adeguatamente il capitale investito. La realizzazione dell'equilibrio economico è la condizione principale per avere una congrua redditività. La crisi – e, poi, l'insolvenza – emerge quando i costi risultano sistematicamente superiori ai ricavi.

L'analisi di redditività può essere studiata attraverso i seguenti indici:

- Indici di redditività;
- Indici finanziari;
- Indicatori extracontabili.

Per poter esprimere un giudizio completo sulla situazione d'impresa, occorre – tuttavia – assumere a riferimento, non soltanto indici di bilancio scaturiti da informazioni interne, ma anche indicatori costruiti su grandezze *extra-contabili*, quali:

- l'andamento del portafoglio ordini;
- la rotazione e il grado di affidabilità del personale;
- il grado di *know-how* in possesso dei dipendenti;
- la *customer satisfaction*;
- l'indice di obsolescenza degli impianti;
- l'indice del costo del lavoro;
- gli indici di produttività.

4.3. *Gli indicatori tradizionali. Le altre fonti di riferimento*

Nel documento emanato nell'ottobre del 2015 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, denominato "Informativa e valutazione nella crisi d'impresa", viene sottolineata l'importanza dei seguenti indicatori al fine di intercettare un potenziale rischio di crisi aziendale:

- la capacità di ripianare il debito finanziario con il risultato operativo: MOL/PFN (Margine Operativo Lordo/Posizione Finanziaria netta);
- l'indebitamento potenziale, residuo e prospettico attraverso l'utilizzo del documento "Centrale Rischio di Banca d'Italia", in grado di fornire indicazioni sul livello di utilizzo storico degli affidamenti, mentre gli eventuali accordi con istituti di credito o il *commitment* dei soci o di terzi possono rafforzare le aspettative di ulteriori risorse disponibili;
- il confronto tra la struttura dei costi aziendali ed il punto di *Break Even* con i ricavi attuali o attesi.

L'assenza di fattori che segnalano l'assenza un potenziale rischio di crisi presuppone – nel contempo – la sussistenza del principio di continuità aziendale, di cui all'art. 2423-*bis* c.c., in cui si stabilisce che «*la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo e del passivo considerato*».

L'assenza di fattori di potenziale crisi e la sussistenza dei requisiti di continuità sono richiamati dall'art. 2428 c.c. che prevede la descrizione nella relazione sulla gestione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta: *«Il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta».*

Il principio contabile internazionale I.A.S. 1 a tal proposito recita: *«Nella fase di preparazione del bilancio, la direzione aziendale deve effettuare una valutazione della capacità dell'entità di continuare ad operare come entità in funzionamento. Il bilancio deve essere redatto nella prospettiva della continuazione dell'attività a meno che la direzione aziendale non intenda liquidare l'entità o interrompere l'attività o non abbia alternative realistiche a ciò. Qualora la direzione aziendale sia a conoscenza, nel fare le proprie valutazioni, di significative incertezze per eventi o condizioni che possano comportare l'insorgere di seri dubbi sulla capacità di continuare a operare come un'entità in funzionamento, tali incertezze devono essere evidenziate» [...]; «Nel determinare se il presupposto della continuazione dell'attività è applicabile, la direzione aziendale tiene conto di tutte le informazioni disponibili sul futuro, che è relativo ad almeno, ma non limitato, a dodici mesi dopo la data di riferimento del bilancio. Il grado di analisi dipende dalle specifiche circostanze di ciascun caso. Se l'entità ha un pregresso di attività redditizia e dispone di facile accesso alle risorse finanziarie, si può raggiungere la conclusione che il presupposto della continuità aziendale sia appropriato senza effettuare analisi dettagliate. In altri casi, la direzione aziendale può aver bisogno di considerare una vasta gamma di fattori relativi alla redditività attuale e attesa, ai piani di rimborso dei debiti e alle potenziali fonti di finanziamento alternative, prima di ritenere che sussista il presupposto della continuità aziendale».*

Per quanto attiene invece al periodo temporale di valutazione circa la sussistenza delle condizioni e dei requisiti di continuità aziendale, lo I.A.S. 1 considera ai fini della valutazione della continuità aziendale un futuro prevedibile che abbia un orizzonte temporale di almeno dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio d'esercizio. Il principio contabile OIC 5, in piena coerenza, attribuisce il concetto di "going concern", ad una *«azienda come complesso funzionante e destinato a continuare a funzionare almeno per i dodici mesi successivi alla data di riferimento del bilancio».*

Il principio internazionale di revisione I.S.A. Italia 570, individua – inoltre – alcuni esempi di eventi o circostanze che possono comportare il rilevamento di fattori di rischio di crisi aziendale e che possono pertanto essere presi come riferimento. Essi infatti, rappresentano la sintesi delle principali cause di dissesto delle imprese e si dividono in:

- Indicatori finanziari
 - situazione di *deficit* patrimoniale o di capitale circolante netto negativo;
 - prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso;
 - oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine;
 - indicazioni di cessazione del sostegno finanziario da parte dei finanziatori e altri creditori;
 - bilanci storici o prospettici che mostrano *cash flow* negativi;
 - principali indici economico-finanziari negativi;
 - consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività che generano *cash flow*;
 - mancanza o discontinuità nella distribuzione dei dividendi;
 - incapacità di saldare i debiti alla scadenza;
 - incapacità nel rispettare le clausole contrattuali dei prestiti;
 - cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori dalla condizione “a credito” alla condizione “pagamento alla consegna”;
 - incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari.
- Indicatori gestionali
 - perdita di amministratori o di dirigenti chiave senza riuscire a sostituirli;
 - perdita di mercati fondamentali, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti;
 - difficoltà nell’organico del personale o difficoltà nel mantenere il normale flusso di approvvigionamento da importanti fornitori.
- Altri indicatori
 - capitale ridotto al di sotto dei limiti legali o non conformità ad altre norme di legge;
 - contenziosi legali e fiscali che, in caso di soccombenza, potrebbero comportare obblighi di risarcimento che l’impresa non è in grado di rispettare;
 - modifiche legislative o politiche governative dalle quali si attendono effetti sfavorevoli all’impresa.

4.4. *Gli indicatori evoluti. I modelli predittivi*

4.4.1. *Premessa*

Tali modelli possono essere suddivisi in due macro-categorie: modelli qualitativi e modelli quantitativi.

4.4.2. *I modelli qualitativi*

I modelli qualitativi si basano sul presupposto che un'analisi fondata meramente su dati numerici – e, in particolare, su indici di bilancio – limiti fortemente il giudizio di merito sullo stato di salute dell'impresa.

Il modello qualitativo maggiormente diffuso ed apprezzato è l'“*A-Score model*”, elaborato da J. Argenti nel 1976, che si basa sulla seguente logica: le debolezze del *management* e le carenze a livello di sistema contabile (prima variabile) sono causa di errori (seconda variabile), che conducono ai sintomi del fallimento (terza variabile).

Attribuendo un punteggio ad ogni singolo elemento componente le tre variabili indicate, è possibile ottenere un indice (“*A-Score*”), che – se inferiore a 25 – denota un'elevata probabilità di insolvenza.

La validità predittiva di tale modello, tuttavia, non è mai stata testata in modo scientifico ed è opinione condivisa che lo stesso pecchi di un'eccessiva “soggettività” nell'attribuzione dei punteggi.

4.4.3. *I modelli quantitativi*

I modelli quantitativi sono basati su alcuni indici di bilancio e, a loro volta, possono essere suddivisi, in modelli “teorici” e modelli “empirici”.

La prima categoria non è mai stata utilizzata nella prassi, in quanto riguarda imprese “ideali” e persegue una logica astratta e troppo semplicistica, secondo la quale un valore di liquidazione inferiore alle passività conduce inevitabilmente al *default*.

I modelli empirici, invece, utilizzano un approccio induttivo e statistico, testato su un campione di imprese significativo per trarre regole di valenza generale. I tentativi di elaborazione di modelli empirici sono stati molteplici: Beavel nel 1966, Altman nel 1968, Taffler e Tishaw nel 1977, Ezzamel, Brodie e Mar-Molinero nel 1987. Degno di menzione è anche il cd. “Modello di Alberici”, che – per primo – ha applicato tale approccio ad un campione di imprese italiane.

4.4.4. Lo “Z-Score model” di Altman

Nel 1968 Edward I. Altman (economista e professore alla *New York University's Stern School of Business*) sviluppò un modello previsionale noto come *test Z-Score*. Questo modello permette di prevedere, con tecniche statistiche, la probabilità di fallimento di un'impresa negli anni successivi. Il *test* fu sviluppato analizzando i dati di bilancio di 66 società industriali quotate, metà delle quali in *default* e si dimostrò in grado di “prevedere” lo stato di *default* con un elevato grado di accuratezza.

Il principale punto di forza del modello riguarda la semplicità d'uso: è sufficiente, infatti, risolvere un'equazione di primo grado ed ottenere un valore (lo “Z-Score”, appunto) da comparare con altri parametri (c.d. parametri di *cut off*) per determinare se l'impresa possa essere collocata nell'area di “presumibile insolvenza”, nell'area di “potenziale solvibilità” o nella c.d. “zona grigia” (*grey area*), in relazione alla quale non è possibile esprimere un giudizio definitivo, ma la cui appartenenza denota uno stato di salute economico-finanziaria precario. Tutti i dati necessari per il calcolo dello “Z-Score” possono essere desunti dal bilancio d'esercizio.

Il modello *Z-Score*, come la maggior parte dei modelli classificatori nell'ambito della diagnosi precoce del rischio di insolvenza, si basa sull'analisi statistica discriminante. Tale tecnica permette di classificare con il minimo errore un insieme di unità statistiche in due o più gruppi individuati a priori (imprese fallite e imprese non fallite), sulla base di un insieme di caratteristiche. Con l'analisi discriminante sono identificate alcune variabili indipendenti (normalmente indici di bilancio) alle quali, con elaborazioni statistiche, si attribuiscono “pesi” che consentono di ottenere un risultato espressivo della capacità dell'impresa di perdurare nel tempo.

I risultati forniti dall'applicazione dello *Z-Score* si sono dimostrati molto accurati negli anni passati ed hanno permesso, con un elevato grado di affidabilità, di determinare la possibilità di fallimento di molte imprese.

La funzione discriminante elaborata da Altman per lo *Z-Score* classifica le variabili in cinque indici di bilancio relativi all'analisi della liquidità, della redditività, della leva finanziaria, della solvibilità e dell'attività.

In particolare, la formula originale di Altman prevede i seguenti pesi:

$$Z\text{-Score} = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 0.999 X_5$$

dove

X_1 = Capitale Circolante del Capitale Investito = Indice di flessibilità aziendale

X_2 = Utile non distribuito del Capitale Investito = Indice di autofinanziamento

X_3 = Risultato Operativo del Capitale Investito = ROI

X_4 = Valore di Mercato (o Patrimonio Netto) delle Passività Totali = Capitalizzazione o Indice di indipendenza da terzi

X_5 = Vendite Nette del Capitale Investito = Turnover attività totali

La lettura dello *scoring* è la seguente:

- per valori $>$ di 3 corrispondono scarse probabilità di una crisi finanziaria;
- per valori \geq di 1,8, ma \leq a 3 esistono possibilità di una crisi finanziaria, da tenere sotto controllo;
- per valori $<$ a 1,8 esistono forti probabilità di una crisi finanziaria.

4.4.5. Lo “Z-Score model” – Versione Corretta per le PMI

La dottrina, soprattutto italiana, si è interrogata sull’applicabilità della formula *Z-Score* di Altman anche ad imprese non quotate sui mercati regolamentati. Tenuto conto della risposta negativa a tale interrogativo, studi successivi hanno rivisitato il modello *Z-Score* al fine di renderlo applicabile alle piccole e medie imprese (PMI) italiane, procedendo alla definizione di nuovi pesi.

Particolare rilevanza assume, in tale contesto, uno studio pubblicato nel 2004, in cui le variabili discriminanti impiegate sono quelle individuate da Altman, modificate per la realtà economica delle PMI appartenenti al settore manifatturiero. Le variabili assunte a riferimento sono le seguenti:

$$X_1 = (AC-PC) / (AM+AI+RF+AC+DL)$$

$$X_2 = (RL+RS) / TA$$

$$X_3 = UON / (AM+AI+RF+AC)$$

$$X_4 = PN / TP$$

$$X_5 = RV / (AM+AI+RF+AC+DL)$$

dove:

AC = Attività correnti

PC = Passività correnti

AM = Immobilizzazioni materiali

AI = Immobilizzazioni immateriali

RF = Rimanenze finali

DL = Disponibilità liquide

RL = Riserva legale
RS = Riserva straordinaria
TA = Totale attività
UON = Utile Operativo Netto
PN = Patrimonio netto
TP = Totale passività
RV = Ricavi di vendita

In particolare:

X₁: esprime il valore delle attività liquide dell'impresa rispetto alla capitalizzazione totale. Risulta evidente che un'impresa che va incontro a perdite operative consistenti avrà una forte riduzione delle attività correnti in relazione al totale delle attività. Tale indice si è dimostrato il migliore fra gli indici della liquidità testati, tra cui il *current ratio* ed il *quick ratio*;

X₂: esprime la capacità che un'impresa ha avuto di reinvestire i propri utili. Un'impresa giovane avrà certamente un indice minore rispetto ad un'impresa di più antica costituzione; questo perché l'impresa giovane non ha ancora avuto il tempo di costituire riserve, e pertanto può risultare penalizzata nella valutazione del rischio di fallimento. Ciò rappresenta proprio la situazione reale nella quale le imprese neo-costituite hanno una probabilità di fallimento maggiore nei primi anni della loro vita;

X₃: misura la produttività delle attività di un'impresa, depurate da qualsiasi fattore di leva finanziaria o fiscale. Per tale motivo detto indice risulta particolarmente appropriato nella definizione della probabilità di insolvenza;

X₄: mostra di quanto le attività di un'impresa si possono ridurre prima che le passività totali eccedano le attività e si creino le condizioni per il fallimento. Ad esempio, un'impresa con un patrimonio netto pari a 1.000.000 di euro e passività per 500.000 euro può sopportare una perdita del valore di due terzi del proprio attivo prima di manifestare uno squilibrio patrimoniale. Invece, se la stessa impresa avesse un patrimonio netto pari a 250.000 euro con lo stesso ammontare di passività, manifesterebbe uno squilibrio patrimoniale con la riduzione di solo un terzo del proprio attivo;

X₅: tale indice evidenzia la capacità di un'impresa di generare ricavi con un determinato valore dell'attivo patrimoniale. Esso misura la capacità imprenditoriale di rapportarsi con la competitività del mercato di riferimento dell'impresa.

La funzione discriminante calcolata risulta essere la seguente:

$$Z = 1,981 X_1 + 9,841 X_2 + 1,951 X_3 + 3,206 X_4 + 4,037 X_5$$

In ordine al parametro di *cut off*, un risultato dello *Z-Score* superiore a 8,105 rivela che l'impresa è strutturalmente sana; se lo *Z-Score* risulta inferiore a 4,846 l'impresa è destinata all'insolvenza, a meno di non modificare pesantemente la sua struttura economico-finanziaria; se lo *Z-Score* risulta compreso tra i valori di 8,105 e 4,846 l'impresa necessita di cautela nella gestione.

5. La riforma delle procedure concorsuali. Gli indicatori della crisi

L'art. 13, comma 1, del Codice della crisi e dell'insolvenza stabilisce che «Costituiscono indicatori di crisi gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore, tenuto conto della data di costituzione e di inizio dell'attività, rilevabili attraverso appositi indici che diano evidenza della sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o, quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a sei mesi, per i sei mesi successivi. A questi fini, sono indici significativi quelli che misurano la sostenibilità degli oneri dell'indebitamento con i flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare e l'adeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi. Costituiscono altresì indicatori di crisi ritardi nei pagamenti reiterati e significativi, anche sulla base di quanto previsto nell'articolo 24».

In particolare, l'art. 24 stabilisce che «Ai fini dell'applicazione delle misure premiali di cui all'articolo 25, l'iniziativa del debitore volta a prevenire l'aggravarsi della crisi non è tempestiva se egli propone una domanda di accesso ad una delle procedure regolate dal presente codice oltre il termine di sei mesi, ovvero l'istanza di cui all'articolo 19 oltre il termine di tre mesi, a decorrere da quando si verifica, alternativamente: a) l'esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno sessanta giorni per un ammontare pari ad oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni; b) l'esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno centoventi giorni per un ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti; c) il superamento, nell'ultimo bilancio approvato, o comunque per oltre tre mesi, degli indici elaborati ai sensi dell'articolo 13, commi 2 e 3».

Il successivo comma 2 dell'art. 13 aggiunge: «Il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili, tenuto conto delle migliori prassi nazionali ed internazionali, elabora con cadenza almeno triennale, in riferimento ad ogni tipologia di attività economica secondo le classificazioni I.S.T.A.T., gli indici di cui al comma 1 che, valutati unitariamente, fanno ragionevolmente presumere la sussistenza di uno stato di crisi dell'impresa. Il

Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili elabora indici specifici con riferimento alle start-up innovative di cui al decreto-legge 18 ottobre 2012, n.179, convertito dalla legge 17 dicembre 2012, n.221, alle PMI innovative di cui al decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 marzo 2015, n. 33, alle società in liquidazione, alle imprese costituite da meno di due anni. Gli indici elaborati sono approvati con decreto del Ministero dello Sviluppo economico».

Infine, il comma 3 precisa: *«L'impresa che non ritenga adeguati, in considerazione delle proprie caratteristiche, gli indici elaborati a norma del comma 2 ne specifica le ragioni nella nota integrativa al bilancio di esercizio e indica, nella medesima nota, gli indici idonei a far ragionevolmente presumere la sussistenza del suo stato di crisi. Un professionista indipendente attesta l'adeguatezza di tali indici in rapporto alla specificità dell'impresa. L'attestazione è allegata alla nota integrativa al bilancio di esercizio e ne costituisce parte integrante. La dichiarazione, attestata in conformità al secondo periodo, produce effetti per l'esercizio successivo».*

6. Le “soglie di allarme” proposte da Utilitalia

Tra le società a controllo pubblico, Utilitalia (che riunisce imprese di Acqua, Ambiente, Energia) ha individuato un numero limitato di indicatori e di “soglie d'allarme”, atti a segnalare una situazione di superamento anomalo dei parametri fisiologici di normale andamento, tale da ingenerare un rischio di potenziale compromissione dell'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale della singola Società, meritevole quindi di approfondimento.

In particolare, Utilitalia ha predisposto le sue “Linee guida per la definizione di una misurazione del rischio ai sensi dell'art. 6, c. 2 e dell'art. 14, c. 2 del D.Lgs. 175/2016”, che forniscono una disciplina di minima per l'applicazione di un “programma di misurazione del rischio di crisi aziendale”, sottolineando che i singoli comuni e società interessate, hanno comunque la possibilità di ampliare tali previsioni fino a configurare un sistema strutturato di *risk management* in senso proprio, che non è però – ad avviso di Utilitalia – quanto viene richiesto dal TUSP.

Per Utilitalia, *«scopo delle Linee Guida, in sostanza, è quello di contribuire a prevenire potenziali rischi patrimoniali, finanziari ed economici a danno dei soci e delle loro società, nonché di favorire la trasparenza dei meccanismi di raccolta e gestione delle informazioni necessarie al monitoraggio nei confronti dei soci, ponendo in capo all'organo di amministrazione ed a quello di controllo, obblighi informativi sull'andamento della Società».*

Le linee guida individuano, in questo quadro, un *set* di indicatori finalizzati a misurare lo stato di salute dell'azienda e propongono una procedura da seguire in caso di crisi.

In particolare, le “soglie d'allarme” sono di seguito sintetizzate:

1) la gestione operativa della società sia negativa per tre esercizi consecutivi in misura pari o superiore all'X% (differenza tra valore e costi della produzione: $A \text{ meno } B$, *ex art. 2425 c.c.*);

2) le perdite di esercizio cumulate negli ultimi tre esercizi, al netto degli eventuali utili di esercizio del medesimo periodo, abbiano eroso il patrimonio netto in una misura superiore all'X%;

3) la relazione redatta dalla società di revisione, quella del revisore legale o quella del collegio sindacale rappresentino dubbi di continuità aziendale;

4) l'indice di struttura finanziaria, dato dal rapporto tra patrimonio più debiti a medio e lungo termine e attivo immobilizzato, sia inferiore a 1 in una misura superiore all'X%;

5) il peso degli oneri finanziari, misurato come oneri finanziari su fatturato, è superiore all'X%.

Si raccomanda inoltre di calcolare, pur non considerandoli indici di rischio, ma come elemento di analisi del peso degli oneri finanziari, anche i seguenti indicatori:

6) l'indice di disponibilità finanziaria, dato dal rapporto tra attività correnti e passività correnti;

7) gli indici di durata dei crediti e dei debiti a breve termine $[(\text{crediti a breve termine}/\text{fatturato}) \times 360 \text{ e } (\text{debiti a breve termine}/\text{fatturato}) \times 360]$.

Secondo Utilitalia, le percentuali di riferimento dovranno essere individuate da ciascuna società in maniera coerente con le specificità proprie del settore di riferimento e con i principi di equilibrio economico – finanziario della gestione.