Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale

in Amministrazione, Finanza e Controllo

ordinamento ex D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

Crisi d'impresa e modelli previsionali: un'analisi empirica tramite lo Z – Score di Altman

Relatore
Ch.ma Prof.ssa Gloria Gardenal

Laureanda
Alessia Boffo
Matricola 874734

Anno Accademico
2022 / 2023

INDICE

INTRODUZIONE 5

CAPITOLO 1: IL CONCETTO DI CRISI 7

1.1 Cenni introduttivi 7

1.2 Il postulato della continuità aziendale 7

1.3 La definizione di crisi d'impresa 13

1.3.1 Le cause della crisi 15

1.3.2 Gli stadi della crisi 18

1.3.3 Le tipologie di crisi 21

1.4 Riferimenti normativi 24

1.4.1 La composizione negoziata della crisi 28

1.4.2 Il piano attestato di risanamento 30

1.4.3 Gli accordi di ristrutturazione dei debiti soggetti ad omologazione 32

1.4.4 Il concordato preventivo 34

1.4.4.1 Una variante del concordato preventivo: il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio 37

1.4.5 Il piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione 38

1.4.6 La liquidazione giudiziale 39

CAPITOLO 2: L'ANALISI DEGLI EQUILIBRI AZIENDALI 42

2.1 Cenni introduttivi 42

2.2 I prospetti di bilancio riclassificati 42

2.2.1 Lo Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario 48

2.2.2 Lo Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio della pertinenza gestionale 50

2.2.3 Il Conto Economico riclassificato a ricavi e a costo del venduto 52

2.2.4 Il Conto Economico riclassificato a valore della produzione e a valore aggiunto 54

2.3 L'equilibrio economico 56

2.4 L'equilibrio patrimoniale 62

2.5 L'equilibrio finanziario 68

2.6 Le interdipendenze tra gli equilibri aziendali 79

CAPITOLO 3: LA PREVISIONE DELLO STATO DI CRISI D'IMPRESA 82
3.1 Cenni introduttivi 82
3.2 I modelli di previsione della crisi d'impresa 83
3.2.1 I modelli teorici 84
3.2.2 I modelli empirici tradizionali 86
3.2.3 I modelli empirici innovativi 90
3.3 La previsione della crisi tramite l'analisi univariata: gli studi di Beaver (1966) 93
3.3.1 Il campione analizzato 93
3.3.2 Le variabili esaminate 93
3.4 La previsione della crisi tramite l'analisi multivariata: gi studi di Altman (1968). 96
3.4.1 Il campione analizzato 96
3.4.2 Le variabili esaminate 97
3.4.3 Le varianti dello Z – Score: lo Z' – Score (1993) e lo Z" – Score (1995) 101
3.5 La previsione della crisi nel nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza 104
3.5.1 Le procedure di allerta interna ed esterna 105
3.5.2 Gli indicatori di allerta elaborati dal CNDCEC 106
3.5.2.1 Il calcolo degli indicatori 107
3.5.3 La Direttiva UE 2019/1023 e il Decreto Legislativo n. 83 del 2022 112
CAPITOLO 4: L'IMPATTO DELLA PANDEMIA DA COVID-19 NEI SETTORI DELLA RISTORAZIONE E DEL TURISMO: UN'ANALISI EMPIRICA TRAMITE LO Z" – SCORE DI ALTMAN 118
4.1 Cenni introduttivi 118
4.2 Selezione popolazione e campioni d'indagine 119
4.3 Analisi descrittiva 125
4.3.1 Regioni di appartenenza 125
4.3.2 Dimensioni 126
4.3.3 Anno di fondazione 127
4.4 Calcolo dello Z"-Score di Altman e delle componenti di debito 128
4.5 Correlazioni tra le variabili 131
4.6 Analisi dello Z"-Score 135
4.7 Vaglio del livello dell'indebitamento complessivo e finanziario 138

4.8 Esame dell'elasticità e della rigidità dei mezzi di terzi 146
4.9 Correlazioni tra indebitamento e Z"-Score 149
4.9.1 Z"-Score e modello di regressione lineare 149
4.9.2 Z" – Score e modello Logit 151
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE 153
APPENDICE 155
ELENCO DELLE FIGURE 181
ELENCO DEI GRAFICI 182
ELENCO DELLE TABELLE 183
BIBLIOGRAFIA 185
SITOGRAFIA 189

INTRODUZIONE

L'8 marzo 2020 ha segnato, per il nostro Paese e per la nostra economia, lo spartiacque tra due epoche ben distinte: "prima del lockdown" e "dopo del lockdown". Quel giorno, l'Italia, per effetto della pandemia in atto, si è fermata: milioni di persone hanno visto le proprie vite essere messe in modalità "stand-by", milioni di imprese hanno assistito ad un drastico ridimensionamento, se non, addirittura, all'interruzione della propria attività, con una conseguente perdita non indifferente di denaro e di risorse preziose.

Il presente lavoro di tesi è stato elaborato con lo scopo ultimo di quantificare, tramite appositi modelli, l'impatto che l'emergenza sanitaria ha avuto sul rischio d'insolvenza delle imprese operanti nel nostro territorio. A tal proposito, è stato selezionato il comparto dei servizi di alloggio e ristorazione, in quanto uno dei settori più colpiti: l'emergenza pandemica ha, difatti, costituito un ostacolo rilevante a momenti di svago e relax quali, ad esempio, una cena fuori, un aperitivo al bar con gli amici, un viaggio alla scoperta di nuove mete e nuove culture.

L'elaborato è suddiviso in quattro sezioni: il primo capitolo si occupa del concetto di crisi d'impresa, il secondo e il terzo sono focalizzati sulla previsione dello stato di crisi e d'insolvenza, mentre il quarto ed ultimo capitolo tratta l'analisi compiuta sul settore dei servizi di alloggio e ristorazione.

Scendendo nel dettaglio, la prima sezione del presente lavoro introduce il concetto del *going concern*, principio cardine su cui poggia l'intero sistema-impresa: in assenza di continuità, difatti, il complesso aziendale cessa di essere considerato funzionante e i criteri di redazione dell'informativa finanziaria debbono essere modificati. Successivamente, vengono trattati in maniera esaustiva le cause e gli stadi che caratterizzano la crisi d'impresa e le varie tipologie di situazioni che un'azienda può trovarsi a dover affrontare. L'ultimo paragrafo approfondisce, poi, la disciplina di riferimento, la quale è stata di recente novellata ed è confluita nel nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (Decreto Legislativo 12 gennaio 2019 n. 14). In particolare, sono stati trattati i vari strumenti a cui l'imprenditore-debitore può accedere per risanare la propria posizione e continuare, quindi, ad operare. È opportuno evidenziare come la nuova normativa comporti un netto cambio di prospettiva: il fenomeno della crisi d'impresa è, ora, considerato un evento fisiologico, e non un accadimento frutto dell'inettitudine o delle negligenze dell'imprenditore.

Una volta illustrato il concetto di crisi, si passa, nel secondo capitolo, alla trattazione dell'analisi di bilancio, attraverso cui è possibile valutare la sussistenza dei tre equilibri fondamentali e comprendere, dunque, se l'impresa sia o meno in salute. In seguito ad un breve accenno alla struttura del bilancio d'esercizio ed alla sua riclassificazione, vengono approfonditi, in tre distinti paragrafi, l'equilibro reddituale, quello patrimoniale e quello finanziario. Per ogni tipologia di equilibrio viene fornita una definizione e vengono esplicati gli indici e i margini più idonei a verificarne la sussistenza.

La sezione successiva è dedicata all'esposizione dei principali modelli previsionali dello stato di crisi ed insolvenza, diversi dalla classica analisi di bilancio. A tal proposito, viene approfondito il modello di *scoring* elaborato dallo studioso Edward I. Altman: lo Z – Score e le sue rivisitazioni. Esso, nonostante sia stato sviluppato nel lontano 1968, risulta tutt'ora un metodo valido e diffuso nella prassi.

In tale capitolo, una volta trattati i modelli previsionali, viene inoltre esplicato il ruolo che la previsione d'impresa ha avuto nella recente disciplina, dal sistema di allerta originariamente proposto sino all'istituto, più snello, della composizione negoziata della crisi che è attualmente in vigore.

Infine, l'ultima sezione è incentrata sulla ricerca empirica condotta su un campione di imprese attualmente attive ed operanti nel settore dei servizi di alloggio e ristorazione. L'obiettivo dello studio è quello di verificare se e come si siano modificati gli equilibri delle imprese selezionate per effetto dell'emergenza pandemica. In particolare, l'analisi si focalizza sull'andamento dello Z" – Score e delle varie componenti del debito nel corso del quinquennio che va dal 2017 al 2021.

CAPITOLO 1

IL CONCETTO DI CRISI

1.1 Cenni introduttivi

Il presente capitolo ha l'obiettivo di fornire una panoramica completa dell'istituto della crisi d'impresa: in che momento del ciclo di vita dell'impresa si colloca, quali sono le cause, che fasi attraversa e com'è disciplinato dal nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza.

Al fine di comprendere appieno tale fenomeno, è rilevante, tuttavia, accennare al postulato del *going concern,* principio in base al quale l'azienda, nella redazione dell'informativa di bilancio, viene considerata in grado di far fronte alle obbligazioni assunte, di svolgere la sua normale attività e, dunque, di perdurare nel tempo. Questa caratteristica imprescindibile viene a mancare nel momento in cui il complesso aziendale si trova a dover affrontare la crisi d'impresa.

1.2 Il postulato della continuità aziendale

Il principio cardine del *going concern* si colloca gerarchicamente al di sopra di ogni altra regola relativa alla redazione del bilancio e trova i propri riferimenti normativi nel Codice Civile, nei principi OIC, nei principi internazionali e tra le disposizioni che regolano la funzione di revisione legale dei conti. Più precisamente, il *going concern* è disciplinato dalla normativa civilistica al primo comma dell'art 2423-*bis*, dai principi nazionali dall'OIC 11, ed internazionali, dallo IAS 1. Tra i principi di revisione ISA Italia che disciplinano l'attività posta in essere dal revisore legale dei conti vi è, inoltre, il principio ISA Italia 570 dal titolo "Continuità aziendale".

L'art 2423-*bis* comma 1 del Codice Civile, relativo alla redazione del bilancio d'esercizio, sancisce: *"la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività"*[1]. La redazione del bilancio nel rispetto del postulato del *going concern* implica che l'entità venga considerata in grado di generare, tramite la

[1] Art 2423-*bis* comma 1 Codice Civile

gestione operativa, flussi di cassa sufficienti a garantire il suo funzionamento nel tempo e il rispetto dei propri impegni a scadenza. Solo se il postulato della continuità aziendale è verificato, i criteri valutativi delle varie poste sono i seguenti[2]:

- prevalenza della sostanza sulla forma: ai fini della rilevazione di un'operazione, rileva maggiormente la sostanza economica della stessa che il suo aspetto formale. Di fronte a qualunque operazione realizzata o contratto stipulato è necessario che ci si chieda quale sia l'effettivo impatto sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'entità;
- prudenza: il reddito non deve essere sopravvalutato, i profitti possono essere indicati solo se effettivamente realizzati alla data di chiusura dell'esercizio, mentre le perdite devono essere iscritte anche se non ancora realizzate;
- proventi e oneri vanno iscritti secondo il criterio della competenza, anche se non hanno avuto manifestazione finanziaria nell'esercizio[3]. I conti che, per eccellenza, hanno la funzione di imputare la competenza al corretto esercizio sono i ratei attivi o passivi, per quei proventi o oneri che si manifesteranno nell'esercizio successivo ma che sono in parte afferenti all'esercizio corrente, e i risconti attivi o passivi per quei proventi o oneri che si sono realizzati nell'esercizio corrente ma che sono imputabili in parte al periodo successivo. A titolo di esempio, alcune voci che potrebbero essere interessate da un rateo o un risconto sono: fitti annuali pagati o incassati integralmente durante l'esercizio, interessi semestrali posticipati che interessano l'esercizio corrente e l'esercizio successivo, premi assicurativi;
- si devono considerare i rischi e le perdite che sono di competenza dell'esercizio, anche se se ne è venuti a conoscenza a seguito della chiusura dell'esercizio.

Qualora dovesse venir meno la prospettiva della continuità aziendale, i criteri da adottare saranno quelli relativi ad una società in liquidazione. In sede liquidatoria, il bilancio non presenta la situazione economica, bensì è costituito solo dallo Stato Patrimoniale[4], il quale, a differenza della situazione patrimoniale in condizioni "normali" sarà privo di:

[2] Art 2423-*bis* comma 1 Codice Civile

[4] http://claconsulting.it/wp-content/uploads/2018/10/STRUMENTO-CLA-LA-LIQUIDAZIONE-ASPETTI-CIVILISITICI-E-CONTABILI.pdf paragrafo 2.3.2

- attività che non si riescono a monetizzare, quali, ad esempio, costi d'impianto e di ampliamento, costi pluriennali sostenuti per ricerca e sviluppo[5];
- ratei e risconti attivi e passivi (non essendoci il conto economico, non ci saranno oneri e proventi per i quali è necessario calcolare la competenza);
- crediti che risultano essere completamente inesigibili;
- fondi per Trattamento di Fine Rapporto;
- fondi per Rischi e Oneri;
- passività prescritte.

Come si può notare, si tratta di poste tipiche di un'azienda che intende continuare ad operare nel futuro: accantonamenti a fondi, l'iscrizione di ratei e risconti, la presenza di costi d'impianto, di ampliamento e di ricerca e sviluppo implicano la volontà di proseguire ed espandere la propria attività nel tempo.

Un ulteriore riferimento al *going concern* all'interno del Codice Civile si trova all'art 2086 al secondo comma, il quale tratta il dovere dell'imprenditore di adoperarsi affinché l'assetto adottato consenta di indentificare tempestivamente qualsiasi sintomo del venir meno della continuità aziendale. Il testo della norma, infatti, recita: *"L'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale"*[6]

L'OIC 11, intitolato "Finalità e postulati del bilancio d'esercizio[7]", fornisce l'elenco e la spiegazione di tutta una serie di postulati, tra cui figura anche la continuità aziendale. Si tratta dei pilastri su cui deve poggiare l'informativa di bilancio, ai fini di una

[5] http://claconsulting.it/wp-content/uploads/2018/10/STRUMENTO-CLA-LA-LIQUIDAZIONE-ASPETTI-CIVILISITICI-E-CONTABILI.pdf paragrafo 2.3.3
[6] Articolo 2086 comma 2 Codice Civile
[7] https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2018-03-OIC-11.pdf

rappresentazione chiara, veritiera e corretta della situazione economico, patrimoniale e finanziaria dell'impresa[8]:

- prudenza;
- prospettiva della continuità aziendale;
- rappresentazione sostanziale;
- competenza;
- costanza nei criteri di valutazione;
- rilevanza;
- comparabilità.

Il paragrafo dell'OIC 11 relativo al *going concern* impone alla direzione aziendale di *"effettuare una valutazione prospettica della capacità dell'azienda di continuare a costituire un complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito per un prevedibile arco temporale futuro, relativo a un periodo di almeno dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio.[9]"*. Chi si trova al vertice è, dunque, tenuto a verificare che il complesso sia nelle condizioni di produrre reddito e di generare flussi tali da garantire l'ottemperanza alle obbligazioni assunte almeno durante i dodici mesi successivi al momento in cui viene effettuata la valutazione.

Anche il principio internazionale IAS 1, ai paragrafi 23 e 24, sancisce che "*nella fase di preparazione del bilancio, la direzione aziendale deve effettuare una valutazione della capacità dell'impresa di continuare a operare come una impresa in funzionamento"*[10], eccezion fatta per i casi in cui la direzione intenda liquidare l'impresa o interrompere l'attività (in tali situazioni i criteri impiegati per la redazione dell'informativa di bilancio saranno differenti da quelli utilizzati in condizioni "normali"). Il paragrafo 24 esplica come la direzione debba valutare la sussistenza della capacità della società di produrre ricchezza sufficiente e, dunque, sopravvivere nel tempo: è necessario considerare qualsiasi tipo di informazione relativa al futuro, senza limitarsi a considerare elementi concernenti solo i dodici mesi successivi. A tal proposito, ci si può avvalere di stime di redditività, piani industriali, budget, indicatori e qualsiasi altro strumento idoneo a valutare la solidità dell'entità. Gli elementi a supporto della tesi secondo cui il complesso

[8] https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2018-03-OIC-11.pdf
[9] https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2018-03-OIC-11.pdf
[10] http://www.studiomodolo.it/Documenti/Dati/Pci/I_A_S_01.htm#CONTINUITA%20AZIENDALE

sia da considerare in funzionamento vanno, poi, indicati ed esplicati nella Relazione sulla gestione e in Nota integrativa**.** Il paragrafo 26 del principio IAS 1 prevede una deroga alle analisi imposte dai paragrafi 23 e 24: non sono necessarie verifiche particolarmente dettagliate "*se l'entità ha un pregresso di attività redditizia e dispone di facile accesso alle risorse finanziarie*".[11] Dunque, se la società ha chiuso gli esercizi precedenti in utile ed è in grado di ottenere risorse finanziarie senza grosse difficoltà, il presupposto del *going concern* si può considerare verificato, anche in assenza di valutazioni analitiche da parte del vertice.

Un altro importante riferimento al postulato del *going concern* si trova nel principio di revisione ISA Italia 570 intitolato "Continuità aziendale", il quale attribuisce alla direzione e al revisore legale dei conti la responsabilità di verificare che il regolare funzionamento della società non venga compromesso da elementi interni o esterni all'azienda, caratterizzati da un certo grado di incertezza. Spetta alla direzione, durante la verifica della sussistenza del principio di continuità aziendale, valutare "l'esito futuro di eventi o circostanze per loro natura incerti".[12] A tal proposito, gli elementi da tenere in considerazione e che influenzano l'esito della valutazione, sono:

- il livello di incertezza è tanto più elevato quanto più l'evento incerto si colloca lontano nel tempo;
- le dimensioni dell'azienda, la natura e il grado di complessità dell'attività svolta, la sensibilità dell'entità a fattori esterni impattano sull'effetto e sull'intensità dello stesso di determinati accadimenti;
- la pertinenza dei dati e delle informazioni disponibili nell'istante in cui viene effettuata la valutazione non è da considerarsi assoluta, bensì può variare in relazioni ad eventi successivi.

Spetta, inoltre, al revisore di assicurarsi, prima di cominciare l'attività di revisione vera e propria, che l'entità da revisionare non presenti sintomi di *default* e risulti capace di svolgere la propria normale attività economica in un futuro prevedibile.[13] Il documento

[11] https://www.commercialisti.mo.it/upload/commercialisti_ecm10/gestionedocumentale/odcec_Savoia_784_17365.pdf

[12] https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/export/mef/resources/PDF/ISA_ITALIA_570_04_7_2017_loc_v3_CL.pdf

[13] https://www.odcec.roma.it/images/odcec_seminario_revisione_legale_2017_11_13.pdf

ISA Italia 570 disponibile nel sito del Ministero dell'Economia e delle Finanze indica le responsabilità del revisore:

- acquisire "elementi probativi sufficienti ed appropriati"[14] sull'impiego del presupposto del *going concern* nel corso della redazione del bilancio d'esercizio;
- sulla base di tali elementi, concludere se possa essere messa in dubbio o meno la capacità dell'azienda di continuare ad operare;
- redigere la relazione di revisione in conformità al principio ISA Italia 570.

La valutazione della capacità di funzionare e perdurare nel tempo presuppone una profonda comprensione dell'entità e del contesto all'interno del quale questa opera. È, dunque, necessario analizzare, oltre all'attività e alla struttura dell'impresa, anche tutto ciò che la circonda: settore di attività, trend di mercato, peculiarità di clienti, fornitori, eventuali canali distributivi impiegati, tecnologie utilizzate e vari rischi connessi. L'ISA Italia fornisce una lista di indicatori che, pur non essendo esaustiva, risulta essere molto utile per valutare se il principio del *going concern* è in pericolo. Alcuni esempi[15]:

- flussi di cassa negativi che figurano da bilanci a consuntivo e prospettici;
- difficoltà a pagare i debiti a scadenza;
- difficoltà ad ottenere finanziamenti per effettuare gli investimenti necessari;
- perdita dei fornitori o dei clienti più importanti;
- difficoltà di approvvigionamento delle risorse chiave;
- difficoltà di accesso ai canali distributivi;
- capitale sociale minore del minimo legale o comunque di ammontare non conforme ad altre norme che regolano l'attività dell'entità soggetta a revisione.

Qualora il soggetto incaricato alla revisione individuasse elementi che rendono dubbia la solidità della società, è importante che lo comunichi tempestivamente all'organo incaricato a svolgere l'attività di *governance*: prima si individuano i primi segnali, prima si interviene e più è probabile che si riesca a salvaguardare l'intero complesso.

[14] https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/export/mef/resources/PDF/ISA_ITALIA_570_04_7_2017_loc_v3_CL.pdf

[15] Approccio metodologico alla revisione legale affidata al collegio sindacale nelle imprese di minori dimensioni, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

1.3 La definizione di crisi d'impresa

La crisi d'impresa è un fenomeno che mette a serio rischio la continuità aziendale, principio cardine sul quale poggia l'intero sistema azienda. Da sempre rappresenta un evento estremamente temuto dalle imprese e dai loro stakeholder, che vedono minata parte dei propri interessi. Ecco che, in un contesto incerto come quello attuale, diventa di fondamentale importanza essere in grado di riconoscere i primi sintomi ed intervenire di conseguenza, in maniera più celere possibile. Al fine di riuscire ad identificare i primi segnali di difficoltà è necessario comprendere, innanzitutto, in quale fase del ciclo di vita dell'impresa si collochi la crisi.

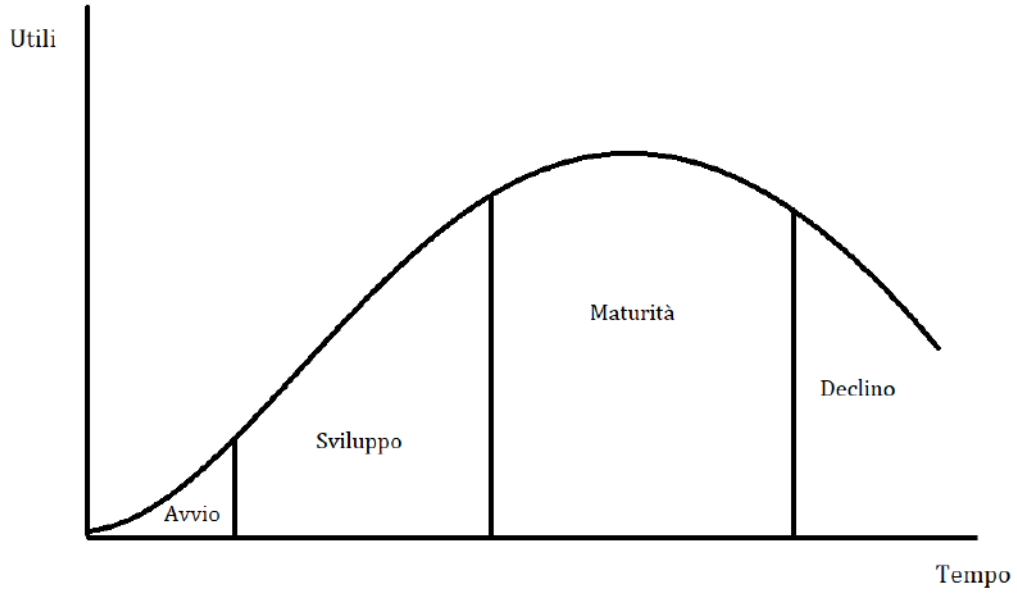


Figura 1: Ciclo di vita di un'impresa[16]

Il presente grafico mostra come si modifichi nel tempo la redditività di un'impresa, in relazione allo stadio del ciclo di vita in cui si trova.

L'avvio è il momento in cui l'entità comincia ad operare nel mercato prescelto. Questa fase è caratterizzata da profitti estremamente scarsi, spesso anche negativi, a causa del sostenimento di ingenti e rischiosi investimenti iniziali, quali, ad esempio macchinari, fabbricati, costi di ricerca e sviluppo. Gli elevati costi sono, inoltre, accompagnati da vendite irrisorie, in quanto il prodotto è ancora poco noto nel mercato ed è acquistato da una piccola fetta di consumatori. Si tratta di un periodo estremamente delicato, nel corso

[16] Fonte: Rielaborazione personale

del quale l'azienda deve cercare di tessere più relazioni strategiche possibili: conquistare la fiducia dei primi clienti, individuare i fornitori chiave, scegliere i canali distributivi più adeguati. Il buon esito dell'iniziativa è, inoltre, largamente influenzato dalla presenza nel settore di operatori già noti e consolidati, che potrebbero offrire prodotti simili a condizioni meno onerose.

La fase di sviluppo rappresenta per l'impresa un periodo di grande espansione: l'incremento del fatturato permette, infatti, di raggiungere e superare il punto di pareggio e cominciare, dunque, a registrare i primi utili[17]. I maggiori volumi di vendita sono dovuti all'ampliamento della platea di clienti: in questa fase la società gode di una notorietà sempre maggiore e di una reputazione sempre migliore. I benefici tipici della fase di sviluppo si riflettono anche sui rapporti con le banche e gli altri intermediari finanziari: si riescono ottenere più facilmente e a tassi meno elevati le risorse che si rendono necessarie per supportare la crescita che il complesso sta affrontando.

Durante la fase di maturità l'azienda è ben consolidata sul mercato e raggiunge l'apice del suo successo: le vendite e, di conseguenza, i profitti sono stabili e le prospettive di crescita sono minime. In questo momento non sono necessari particolari investimenti, se non quelli di mantenimento, in quanto la domanda è stabile e la capacità produttiva è sufficiente. A fronte di una crescita pressocché nulla delle vendite, si cerca di massimizzare l'efficienza operativa e ottenere dei vantaggi di costo e, al contempo, sottrarre quota di mercato ai concorrenti mediante politiche di prezzo aggressive. Si tratta di una fase delicata che potrebbe, a seconda del settore, durare a lungo oppure lasciare, in breve tempo, spazio al declino: in *business* caratterizzati da forte innovazione tecnologica è più probabile che le tecniche impiegate diventino in poco tempo obsolete e l'impresa fatichi a mantenere a lungo la propria posizione competitiva.

Nel corso della fase di declino si assistono ai primi segnali di cedimento del complesso aziendale e la platea di clienti si riduce, attirata dall'ingresso nel mercato di aziende giovani e più innovative. Si tratta di uno stadio caratterizzato da una redditività estremamente bassa, difficoltà di accesso al credito e scarse probabilità di sopravvivenza, durante il quale l'imprenditore si trova a dover affrontare l'inizio, appunto, della crisi. Le vie percorribili in tale situazione sono, alternativamente:

[17] Trasformare conoscenza, trasferire tecnologia. Dizionario critico delle scienze sociali sulla valorizzazione della conoscenza. A cura di Bonaccorsi A. e Bucchi M., Consiglio Italiano delle Scienze Sociali, Marsilio Editori, Venezia, 2011

- ❖ l'avvio di procedure di risanamento e gestione della crisi previste dall'attuale disciplina della crisi e dell'insolvenza, mirate al ripristino del regolare funzionamento dell'impresa;
- ❖ il rilancio del business mediante, ad esempio, la modifica della proposta di valore e l'introduzione di un prodotto nuovo in grado di competere con quanto offerto dalle altre aziende. Qualora l'organizzazione optasse per questa opzione, il ciclo di vita ricomincerebbe daccapo e l'imprenditore si troverebbe nuovamente ad affrontare le fasi di introduzione, sviluppo, maturità e, eventualmente, declino.

1.3.1 Le cause della crisi

L'azienda è un sistema organizzato di risorse di vario genere che vengono impiegate per realizzare un'attività economica. La forte interrelazione tra i vari fattori (personale, impianti, software, *know-how,* materie prime) di cui si avvale l'imprenditore permette, a determinate condizioni, di generare valore per gli azionisti e per gli *stakeholder*.[18] Non si tratta di un'organizzazione chiusa, bensì di un'entità che, quotidianamente, si trova ad interagire con l'esterno e a tessere relazioni funzionali al conseguimento dei suoi obiettivi. Quando uno solo degli elementi che compongono l'azienda, o con cui la stessa si relaziona, si deteriora o cessa di operare adeguatamente, c'è il rischio che vengano compromessi il regolare funzionamento dell'attività e la corretta remunerazione delle risorse investite. Il venir meno dell'armonia tra le componenti del sistema comporta una riduzione del valore del capitale economico.

La dottrina individua due macrocategorie di cause della crisi: fattori esogeni e fattori endogeni[19]. I primi sono squilibri esterni, tipicamente di carattere macroeconomico o legati al settore, che influiscono sull'operato, non solo del complesso aziendale, ma anche degli altri operatori presenti nel mercato. Si tratta, molto spesso, di shock imprevedibili e incontrollabili che intaccano, in misura più o meno intensa, la redditività di tutte le imprese colpite: si pensi ai recenti eventi che hanno colpito l'economia quali, ad esempio, la pandemia da Covid-19 e il conflitto tra Russia e Ucraina. Gli autori Giulio Adreani e

[18] Giacosa Elisa, Il fenomeno della crisi aziendale. Un modello di percezione del fenomeno della crisi aziendale nel sistema impresa, Franco Angeli Edizioni, 2016, pag. 43

[19] Andreani Giulio, Tron Alberto, Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito, IlSole24Ore, 2012, pag. 4

Alberto Tron classificano le crisi provocate da fattori esterni in "crisi economiche, crisi ecologiche e crisi catastrofiche".[20]

Tra le cause di carattere economico si annoverano tutti quegli eventi, a livello macroeconomico, che possono avere un impatto più o meno intenso sull'attività dell'impresa. Alcuni esempi sono: la contrazione della domanda, l'aumento del prezzo delle materie prime, l'incremento generalizzato del livello di disoccupazione, l'inflazione, il rialzo dei tassi d'interesse (si pensi agli interventi di politica monetaria della Banca Centrale Europea), le oscillazioni dei tassi di cambio, l'introduzione di restrizioni alle esportazioni o alle importazioni. Si tratta di cause che interessano indistintamente, in maniera più o meno rilevante, chiunque operi nel mercato: ogni impresa, a prescindere dall'attività svolta, necessita di risorse e competenze di ogni genere, di personale di vario tipo e opera per soddisfare la domanda di determinati segmenti target. Le crisi economiche possono colpire più settori oppure un solo settore, in tal caso si parlerà di "crisi di settore"[21].

Le crisi ecologiche afferiscono all'ecologia e all'ambiente e sono provocate da tutti quei fenomeni che sono dannosi per l'ecosistema e, al contempo, ostacolano l'esercizio dell'attività economica. Alcuni esempi possono essere: lo scioglimento dei ghiacciai, la distruzione della biodiversità, l'inquinamento, il cambiamento climatico, lo sfruttamento intensivo di territori fertili.

Le crisi possono, inoltre, essere provocate da accadimenti inaspettati e catastrofici, che sono completamente al di fuori del controllo dell'uomo e che, spesso, sono caratterizzati da un'elevata gravità quali, ad esempio, terremoti, alluvioni, guerre, terrorismo, incendi non dolosi. Anche in questo caso, risulta danneggiato dall'evento chiunque lavori nella zona colpita, indipendentemente dal settore in cui opera e dalla posizione competitiva. Anche l'imprenditore più brillante e capace può incontrare serie difficoltà nel ricostituire quanto perduto a causa dell'evento catastrofico e ricominciare ad operare normalmente, per non parlare dell'impatto psicologico che tragedie di questo genere possono avere sul titolare dell'azienda e sul suo personale.

Oltre alle cause indicate dagli autori Giulio Adreani e Alberto Tron, vi sono altri fattori[22] che esulano dal controllo del management, quali:

---

[20] Andreani Giulio, Tron Alberto, Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito, IlSole24Ore, 2012, pag. 14

[21] https://www.appartners.it/wp-content/uploads/2020/03/Gestire-la-crisi-dimpresa-estratto.pdf

[22] Falini Alberto, Le cause della crisi d' impresa. Analisi dei fattori di crisi delle grandi imprese in Amministrazione Straordinaria, Sinergie italian journal of management, 2017

- ❖ repentini cambiamenti tecnologici che potrebbero minacciare la posizione competitiva di quelle imprese caratterizzate da una struttura rigida e da una modesta capacità di adattamento;
- ❖ variabili sociodemografiche e culturali, quali un cambiamento dell'età media della popolazione, del livello di istruzione, delle dimensioni dei nuclei familiari, delle preferenze che influenzano in maniera rilevante il consumo;
- ❖ aspetti legislativi, come l'introduzione di riforme fiscali o del lavoro particolarmente stringenti o la previsione di adempimenti di carattere burocratico che potrebbero rallentare il consueto svolgimento dell'attività;
- ❖ la qualità dei servizi pubblici e delle infrastrutture[23] a disposizione può notevolmente influenzare l'operato dell'impresa (ad esempio, il reperimento di risorse chiave che si collocano in zone lontane dalla sede principale dell'impresa) ed essere determinante per il suo successo nel mercato.

Diversi studi, tuttavia, appoggiano la cosiddetta "prospettiva volontaristica"[24], secondo cui le cause esterne non ricoprano un ruolo decisivo nella genesi della crisi d'impresa, bensì contribuiscano solo ad aggravare una situazione instabile generata dalle cosiddette "cause interne".

Le cause interne, infatti, rappresentano delle disfunzioni dell'organizzazione che sono provocate dalla negligenza o da errori del vertice o dei manager[25]. La presenza di squilibri all'interno dell'azienda influenza non solo la generazione di valore, bensì anche la sua capacità di resistere o, perlomeno, sopravvivere agli shock che in qualsiasi momento potrebbero intaccare le sue prospettive di successo.

Tra le criticità dell'organizzazione si annoverano:

- ❖ una cultura organizzativa troppo rigida che ostacola l'adattamento all'ambiente esterno: oggigiorno, la capacità di plasmare il proprio modo di agire è una caratteristica sempre più indispensabile alla sopravvivenza del sistema azienda, posta l'elevata volatilità di tutto ciò che lo circonda;

[23] https://www.studioalessio.eu/crisi-debiti/crisi-aziendale-cause-interne-esterne/

[24] Falini Alberto, Le cause della crisi d' impresa. Analisi dei fattori di crisi delle grandi imprese in Amministrazione Straordinaria, Sinergie italian journal of management, 2017

[25] Madonna Salvatore e Poddighe Francesco (a cura di), I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti, Giuffrè, 2006, pag. 27

- risorse scarse o di dubbia qualità[26] che vengono impiegate nel processo produttivo implicano un output poco performante e una conseguente insoddisfazione dei consumatori;
- mancanza di competenze adeguate e coerenti con la natura e la struttura dell'attività operativa. In assenza delle conoscenze idonee, difficilmente sarà possibile individuare le migliori soluzioni e, dunque, operare con successo;
- caratteristiche dei vari membri che si trovano al vertice: istruzione e formazione inadeguate, mancanza di aspirazioni, bassa considerazione degli interessi degli stakeholder, eccessivo conservativismo, focus sui propri interessi personali;
- errori in fase di pianificazione ed implementazione della strategia possono pregiudicare l'esito positivo dell'iniziativa sin dal principio, irrigidire inutilmente la struttura dei costi e "bloccare" l'azienda in una situazione poco redditizia.

Come si evince dagli elementi appena citati, le cause endogene sono fattori su cui il vertice ha pieno governo e che devono essere costantemente monitorati, al fine di intercettare e colmare il prima possibile eventuali carenze. La presenza di figure adeguate, di un'idonea strategia e di un confacente set di risorse e competenze a supporto dell'azienda, incrementa notevolmente le probabilità di riuscire ad affrontare con successo gli ostacoli che si possono presentare ogni giorno.

1.3.2 Gli stadi della crisi

Secondo gli studiosi, il peggioramento dello stato di salute dell'impresa si sviluppa in due macro-stadi principali: il declino, durante il quale l'azienda comincia a sperimentare i primi segnali di difficoltà, e la crisi, momento in cui la situazione degenera e rischia di giungere ad un punto di non ritorno[27].

La fase di declino può essere, a sua volta, scomposta in due periodi chiave: l'incubazione e la maturazione. Lo stadio della crisi è invece caratterizzato da ripercussioni sui *cash flow* e sulla fiducia e, infine, dal peggioramento dei rapporti con i principali portatori di interesse.[28]

[26] Marzo Giuseppe, Variano Stefano, La valutazione delle aziende in crisi, Franco Angeli, 2022

[27] https://www.knetproject.com/wp-content/uploads/2017/06/Levoluzione-della-crisi-di-impresa.pdf

[28] https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_d%27impresa#:~:text=Secondo%20la%20dottrina%2C%20esso%20si,perdita%20di%20fiducia%20nell'impresa

Il manifestarsi dei primi squilibri aziendali e delle prime inefficienze segna l'inizio dello stadio di incubazione. Tale fase è caratterizzata da una progressiva diminuzione della redditività e dei flussi generati che, tuttavia, non sempre si traduce nel conseguimento di perdite. Ecco che, in assenza di risultati negativi, è estremamente difficile accorgersi dei primi segnali di cedimento del complesso aziendale e intervenire di conseguenza. Tra i principali segnali si annoverano:

- riduzione dei proventi della gestione caratteristica, sia consuntivi che previsionali, che pregiudica, così, la piena copertura dei costi;
- aumento del grado di leva operativa, con conseguente aumento del volume di vendita necessario per raggiungere il punto di pareggio;
- incremento dell'onerosità del debito. Il graduale decremento dei flussi rende difficoltoso il sostenimento degli oneri finanziari e la restituzione delle quote di capitale.

In assenza di idonei interventi, inevitabilmente, lo stadio di incubazione sfocia nella fase di maturazione, durante la quale si assiste ad un'accelerazione del processo degenerativo della redditività e l'impresa comincia a realizzare le prime perdite economiche, prova lampante del peggioramento del suo stato di salute. Lo stadio in questione è caratterizzato da un'importante carenza di liquidità e da una riduzione dell'ammontare delle riserve, per cercare di colmare le perdite d'esercizio. Il conseguimento di risultati economici negativi e l'incremento della rischiosità contribuiscono notevolmente alla riduzione del valore del capitale economico e, di conseguenza, alla perdita di attrattività di fronte ai potenziali investitori. Nonostante la situazione sia critica, il risanamento non è impossibile: il management può, in questa fase, risollevare le sorti dell'azienda con operazioni di *downsizing* e di *turnaround management*.

Per *downsizing* s'intende la dismissione di cespiti o beni non rilevanti per l'attività caratteristica, allo scopo di liberare risorse. La cessione di elementi dell'attivo non strategici permette all'impresa di ottenere liquidità senza intaccare il reddito operativo e senza incrementare la dipendenza dal capitale di terzi. Si tratta di una soluzione poco onerosa per risolvere le tensioni di liquidità e destinare il denaro così ottenuto ad iniziative per il rilancio dell'attività.

Nei momenti di incertezza, spesso, ciò di cui necessita l'azienda per rifiorire è un netto cambio di rotta. Il *turnaround management* è il processo con il quale l'impresa in difficoltà risolve gli squilibri e si riposiziona nel mercato. Lo scopo è quello di rinnovare il modello

di business e la strategia, riconquistare i consumatori e tornare ad operare in condizioni di economicità. La dottrina individua due tipologie di processo di *turnaround*[29]: *turnaround* operativo e *turnaround* strategico.

Mediante la prima tipologia di *turnaround*, l'impresa interviene sulla struttura di costi e ricavi, al fine di snellire la prima e rendere più proficua la seconda.

Per quanto concerne le spese, è possibile conseguire dei risparmi di risorse mediante la riorganizzazione della produzione, l'impiego di tecniche più veloci ed efficienti, lo sfruttamento di economie di scala e di scopo, la riduzione delle giacenze.

Sul fronte dei ricavi, invece, gli interventi possono interessare il mix di prodotti offerti, le strategie di comunicazione e marketing, il miglioramento dei servizi post-vendita.

Attraverso un intervento di *turnaround* strategico, non solo si va ad incidere sulle componenti di reddito, bensì si modifica e si rinnova il modo di "fare impresa": il vertice si trova, dunque, a dover mettere in discussione la strategia che fino a quel momento lo ha guidato nel corso della gestione del complesso aziendale. Un ruolo di fondamentale importanza è ricoperto dalla pianificazione strategica, la quale è il processo mediante il quale, una volta individuati i valori cardine e lo scopo principale dell'azienda, si definisce il piano d'azione da seguire per il successo.

Tra le possibili strategie si annoverano: la sostituzione di membri del *top management*, l'ingresso in nuovi mercati, lo sviluppo di una nuova proposta di valore, operazioni di ristrutturazione aziendale, partnership con altre imprese.[30]

Qualora lo stadio di maturazione non venisse affrontato tempestivamente, l'impresa passerebbe dal declino alla situazione, più grave, di crisi. In un primo momento, la crisi si manifesta sotto forma di tensioni finanziarie: la carenza di liquidità impedisce all'azienda di far fronte agli impegni assunti nei confronti dei propri finanziatori, generando così sfiducia e una sempre maggiore difficoltà ad accedere al credito.

L'assenza di disponibilità liquide e il mancato adempimento dei propri obblighi creano un circolo vizioso in cui la prospettiva del risanamento risulta quasi inarrivabile e portano al raggiungimento dello stadio finale della crisi d'impresa: la rottura delle relazioni con i principali *stakeholder*. L'impresa, in questo frangente, si ritrova sola in mezzo alla tempesta, priva del supporto di tutti quegli operatori che, fino a quel momento, hanno interagito con essa e ne hanno sostenuto il regolare funzionamento.

---

[29] Cucaro Olga, Crisi d'impresa, Turnaround e Risanamento, ResearchFreelance, 2017, pag. 7

[30] https://it.wikipedia.org/wiki/Turnaround_management

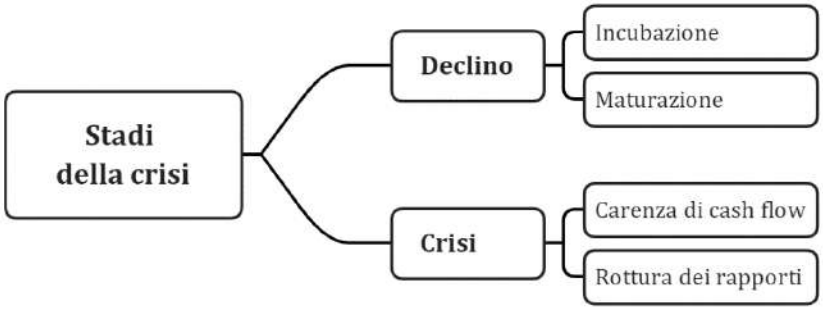


Figura 2: Stadi della crisi d'impresa[31]

1.3.3 Le tipologie di crisi

Le varie cause della crisi, endogene ed esogene, se non opportunamente gestite, si traducono nel venir meno dello stato di salute dell'impresa. In base alla manifestazione dei sintomi, la crisi aziendale può essere classificata in due principali categorie: crisi economica e crisi patrimoniale e finanziaria[32].

La crisi economica si manifesta attraverso un progressivo deterioramento dei margini generati e, di conseguenza, il venir meno della redditività, indispensabile per la sopravvivenza dell'impresa. In questa situazione, le risorse non sono adeguatamente remunerate e il loro impiego provoca una graduale distruzione del valore. Tale tipologia di crisi può essere ulteriormente scomposta in: crisi da obsolescenza del prodotto, crisi da inefficienza, crisi da sovrapproduzione[33] e crisi da mancanza di innovazione.

Il verificarsi di una crisi da obsolescenza del prodotto dipende largamente dalle preferenze dei consumatori ed interessa, tipicamente, il reparto produzione. Si realizza quando quanto offerto non soddisfa più le necessità dei clienti. Questo può essere dovuto all'utilizzo di risorse di scarsa qualità o all'impiego di tecniche di produzione ormai "antiquate" rispetto ai *competitor*s: agli occhi dei consumatori, i prodotti dei concorrenti appaiono più nuovi, efficaci ed efficienti e, dunque, maggiormente attrattivi. Si tratta della

[31] Fonte: Rielaborazione personale

[32] La crisi d'impresa L'attestazione di ragionevolezza dei piani di ristrutturazione ex art. 67, 3° comma, lettera d) L.F.n n. 27, Commissione Gestione Crisi d'Impresa e Procedure Concorsuali, Gruppo di Studio: Giovanni Napodano, coordinatore; Alberto Debernardi, Pierpaolo Ferraro, Marziano Lavizzari, Gianluca Minniti, Carlo Pagliughi, Paolo Piazzalunga, Patrizia Riva, Scuola di Alta Formazione dei Dottori Commercialisti, 2010

[33] LA GESTIONE DELL'IMPRESA IN CRISI. L'analisi di Dottori Commercialisti, Managers ed Imprenditrici, Comitato di pari opportunità Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili Torino, Scuola di Alta Formazione Piero Piccatti, Eutekne. https://www.odcec.torino.it/public/elaborati/e-book_-_la_gestione_dell_impresa_in_crisi.pdf

cosiddetta "obsolescenza percepita"[34]: spesso, gli acquirenti, a parità di funzionalità, preferiscono comprare l'ultimo modello presente sul mercato. Tale tipologia di crisi si manifesta con la riduzione del margine di contribuzione: i costi sostenuti per la realizzazione del prodotto hanno un'incidenza maggiore rispetto ai ricavi e tendono ad erodere il valore generato.

Spesso, la riduzione della redditività è legata alla presenza di importanti inefficienze operative, presenti in singole aree o che riguardano, in maniera pervasiva, l'intera organizzazione[35]: le funzioni risultano essere coordinate male e le varie aree gestionali non riescono ad operare in condizioni di economicità.

A livello organizzativo le inefficienze potrebbero essere provocate dall'assenza di un adeguato sistema di controllo di gestione, dall'utilizzo di misure di performance che non riflettono l'effettivo risultato conseguito e, di conseguenza, un sistema di incentivi poco efficace ed eccessivamente oneroso.

Nel reparto produzione sorgono delle inefficienze nel momento in cui la capacità produttiva degli impianti non è saturata nel modo opportuno, l'inadeguatezza delle tecnologie impiegate e la poca competenza degli operatori provocano inutili sprechi di risorse[36]: tutti i costi fissi sostenuti non vengono assorbiti completamente dai volumi di produzione e l'errata allocazione delle risorse genera delle diseconomie. Il risultato è un rendimento produttivo minore rispetto ai concorrenti[37].

Anche la funzione commerciale può essere interessata da crisi da inefficienza. Per effetto di errori in fase di pianificazione e budgeting delle vendite, l'impresa potrebbe decidere di sostenere spese eccessivamente elevate per l'attività di marketing e promozione oppure, pur avendo allocato correttamente il denaro, l'attività promozionale potrebbe essere svolta in maniera poco efficace: si pensi ad una pubblicità a basso impatto che non fa sorgere nei consumatori il desiderio di acquistare il prodotto.

La crisi da sovrapproduzione[38] è causata da una struttura produttiva eccessivamente rigida che impedisce all'azienda di adeguare i volumi realizzati in funzione dell'andamento del mercato e delle fluttuazioni della domanda. È frequente che previsioni

[34] https://economiacircolare.com/glossario/obsolescenza/#:~:text=L'obsolescenza%20indica%20la%20perdita,o%20pronto%20per%20essere%20riciclato.

[35] Giacosa Elisa, Il fenomeno della crisi aziendale. Un modello di percezione del fenomeno della crisi aziendale nel sistema impresa, Franco Angeli Edizioni, 2016, pag. 209

[36] https://www.rtaconsulting.it/blog/26/LA-CRISI-D%27IMPRESA%3A-DIAGNOSI-DELLE-CAUSE

[37] http://www.studiocamagni.it/pdf/DiagnosiCrisi.pdf

[38] https://www.odcec.torino.it/public/elaborati/e-book_-_la_gestione_dell_impresa_in_crisi.pdf

errate del volume d'affari spingano il management a compiere ingenti investimenti in impianti e macchinari per la produzione, che, a consuntivo, potrebbero rivelarsi del tutto inutili. Nel caso di variazioni al ribasso della domanda, l'azienda si trova a dover gestire capacità produttiva in eccesso e un ammontare elevato di costi fissi. Il sintomo principale di tale tipologia di crisi è il peggioramento della rotazione del magazzino, in quanto grosse quantità di merce rimangono invendute. La situazione si potrebbe aggravare nel caso di obsolescenza dei prodotti in giacenza: in tal caso, difatti, sarà necessario svalutare il magazzino, con un impatto, dunque, sull'utile.

In un ambiente mutevole, come quello attuale, diventa sempre più di fondamentale importanza adottare un atteggiamento proattivo, anziché reattivo: spostare il focus dalla semplice programmazione di breve termine alla pianificazione di lungo termine, cercare di anticipare i desideri latenti del mercato e possedere una mente visionaria ed innovativa, che non teme il cambiamento ma che lo accoglie con entusiasmo e creatività. Ecco che l'assenza di questo requisito può minare la capacità dell'impresa di adattarsi all'ecosistema in cui opera e provocare la cosiddetta "crisi da carenza di innovazione"[39]. L'assenza di innovazione nel prodotto o servizio offerto, nella tecnologia impiegata, nelle tecniche di marketing e comunicazione comporta il mancato soddisfacimento dei consumatori, la perdita di attrattività e il peggioramento della redditività.

Il graduale venir meno delle condizioni di economicità, se non adeguatamente arginato, porta, inevitabilmente, ad uno squilibro di tipo patrimoniale-finanziario. Si riscontra una crisi di carattere patrimoniale quando l'impresa è poco patrimonializzata ed è, dunque, costretta a ricorrere al capitale di terzi. Un eccessivo ricorso al capitale di debito porta ad un incremento dell'incidenza degli oneri finanziari, i quali, a loro volta, erodono il reddito, peggiorando, dunque, la redditività. Si attiva, così, un circolo vizioso che porta, inevitabilmente, ad un aggravamento degli equilibri aziendali.

Tra gli elementi caratterizzanti della crisi da squilibrio patrimoniale e finanziario si annoverano:

- carenza di liquidità che impedisce di ottemperare agli impegni a scadenza e che richiede il ricorso ad ulteriori fonti di finanziamento;

[39] La crisi d'impresa L'attestazione di ragionevolezza dei piani di ristrutturazione ex art. 67, 3° comma, lettera d) L.F.n n. 27, Commissione Gestione Crisi d'Impresa e Procedure Concorsuali, Gruppo di Studio: Giovanni Napodano, coordinatore; Alberto Debernardi, Pierpaolo Ferraro, Marziano Lavizzari, Gianluca Minniti, Carlo Pagliughi, Paolo Piazzalunga, Patrizia Riva, Scuola di Alta Formazione dei Dottori Commercialisti, 2010

- un'eccessiva dipendenza dal capitale di terzi, che si verifica nel momento in cui il rapporto tra il capitale di debito e l'*equity* supera la soglia dell'unità. Quando l'indice D/E è maggiore di 1 significa che il capitale proprio non copre completamente l'ammontare del debito e aumenta la rischiosità dell'impresa, a fronte della quale gli intermediari finanziari potrebbero essere restii a concedere finanziamenti oppure li potrebbero concedere a tassi d'interessi elevati;
- parte dell'attivo immobilizzato, che genererà flussi nel lungo termine, è, erroneamente, finanziata con debito a breve termine, il quale, invece, richiede di essere rimborsato entro l'esercizio.

1.4 Riferimenti normativi

Attualmente, il fenomeno della crisi d'impresa trova i suoi principali riferimenti normativi nel nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, entrato in vigore il 15 luglio 2022 in sostituzione della vecchia Legge Fallimentare del 1942. Si tratta di un articolato apparato di norme che ha apportato importanti modifiche alla disciplina degli istituti della crisi e dell'insolvenza delle imprese.

Le disposizioni del Codice sono contenute nel Decreto Legislativo n. 14 del 12 gennaio 2019, emanato in attuazione della legge delega 19 ottobre 2017.[40]
Le norme dell'attuale Codice, prima dell'entrata in vigore, hanno subito due rilevanti modifiche: una prima variazione è stata apportata dal Decreto Legislativo correttivo numero 147 del 26 ottobre 2020[41], mentre la seconda è intervenuta a seguito del cosiddetto Decreto *insolvency*, risultato del recepimento della Direttiva europea *insolvency* n. 1023 del 2019. La Direttiva *insolvency* ha avuto un impatto significativo sulla disciplina della crisi e dell'insolvenza delle imprese, in particolare sulla disciplina degli strumenti di ristrutturazione della crisi e dell'insolvenza, dell'esdebitazione e dell'interdizione[42]: lo scopo della direttiva è quello di regolare le misure e gli strumenti

[40] Manente Diego, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022, pag. 3
[41] https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/11/05/20G00167/sg
[42] https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2022/07/01/22G00090/sg

volti alla gestione della crisi e garantire, dunque, la libertà di stabilimento ed esercizio di un'attività economica all'interno del territorio dell'Unione Europea[43].

Il nuovo Codice della Crisi d'impresa e dell'Insolvenza definisce due situazioni di difficoltà nelle quali si può trovare l'impresa: lo stato di crisi e l'insolvenza. Ai sensi dell'articolo 2 comma 1 lettera a del Codice, per crisi s'intende "*lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi*"[44]. Un primo elemento che deve, dunque, allarmare l'imprenditore è l'incapacità del complesso aziendale di produrre in futuro *cash flow* sufficienti ad adempiere agli impegni di breve termine assunti. L'articolo 2 fa espresso riferimento ai flussi previsionali e alla probabilità di inadempimento: non rileva, dunque, che l'inettitudine di generare cassa sia nota ai vari portatori d'interesse\. Giuridicamente parlando, dunque, l'impresa potrebbe essere in crisi anche in assenza di manifesti inadempimenti.

L'insolvenza, invece, è uno stadio più grave e successivo alla crisi: "*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*"[45]. La lettera b dell'articolo 2, invece, disciplina la fattispecie in cui le prime inottemperanze cominciano ad essere evidenti anche ai terzi. C'è insolvenza nel momento in cui l'azienda non riesce più a far fronte ai propri impegni integralmente, entro le scadenze previste e con i mezzi di regolamento pattuiti.

Tra le novità più importanti del Codice vi è la centralità del concetto di emersione tempestiva della crisi. A tal fine, nel Titolo I "Disposizioni Generali", il Legislatore ha imposto agli imprenditori individuale e collettivo il dovere di dotarsi di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile che sia idoneo a garantire una rapida rilevazione dei primi sintomi di crisi e a permettere, il prima possibile, l'adozione di misure correttive. La normativa non prescrive il grado di complessità e di formalizzazione della struttura organizzativa, in quanto essi variano in relazione alle dimensioni dell'impresa e alla natura dell'attività svolta.[46] Ciò che rileva è che il complesso aziendale

[43] https://www.altalex.com/documents/news/2022/04/04/crisi-di-impresa-approvato-lo-schema-di-decreto-alla-luce-della-direttiva-insolvency

[44] Articolo 2 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, lettera a

[45] Articolo 2 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, lettera b

[46] https://www.dirittobancario.it/art/entra-in-vigore-il-nuovo-codice-della-crisi-una-rivoluzione-annunciata/

sia organizzato in modo tale da rilevare i seguenti segnali di allarme enumerati dal comma 4 dell'articolo 3 del Codice[47]:

- la presenza di debiti per retribuzioni che siano scaduti da oltre un mese, il cui ammontare superi la metà del totale mensile;
- la sussistenza di debiti nei confronti dei fornitori scaduti da oltre tre mesi e di valore maggiore rispetto ai debiti non scaduti;
- l'esistenza di obbligazioni verso banche o altri intermediari finanziari scadute da oltre sessanta giorni,
- la presenza di esposizioni debitorie scadute da oltre novanta giorni nei confronti dei cosiddetti creditori pubblici qualificati (INPS, INAIL, Agenzia delle Entrate, Agenzia delle Entrate Riscossione).

Il Legislatore ha scelto di impiegare le esposizioni debitorie appena citate per verificare la sussistenza di eventuali squilibri, in quanto esse rappresentano poste del passivo strettamente correlate con lo svolgimento di operazioni di ordinaria amministrazione: il regolamento di salari e stipendi, il pagamento di fornitori, il ricorso a finanziamenti bancari, il pagamento di imposte e contributi. Se il debitore fatica a far fronte ad impegni che afferiscono al normale svolgimento dell'attività d'impresa, ci si può ragionevolmente attendere che si trovi in uno stato di crisi e che il postulato del *going concern* possa essere minacciato.

Un'altra rilevante novità del Codice è l'eliminazione del termine "fallimento" e di tutti i suoi derivati, secondo quanto previsto dall'articolo 349, e la sua sostituzione con la locuzione "liquidazione giudiziale". Tale previsione rappresenta non solo una modifica nel lessico giuridico, bensì un approccio del tutto nuovo alla gestione dell'impresa in difficoltà. La Relazione Illustrativa del Codice spiega che il cambio lessicale è volto a "evitare l'aura di negatività e di discredito"[48] che da sempre è stata associata al termine "fallimento". In passato, per il debitore assoggettato a tale procedura concorsuale risultava difficile, se non impossibile, allontanarsi dal cosiddetto "stigma del fallito" e reinserirsi nel contesto economico. Egli, infatti, veniva trattato da emarginato, spodestato

[47] Articolo 3 comma 4 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza
[48] Relazione Illustrativa del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0053_F001.pdf&leg=XVIII

di varie libertà e considerato non meritevole di tutela, in quanto colpevole della situazione in cui versava la propria azienda.

Oggigiorno, la crisi non è più vista come un evento catastrofico provocato dall'inettitudine o da comportamenti fraudolenti del vertice, bensì come un fenomeno fisiologico, che in ogni momento può minacciare la prosecuzione dell'attività d'impresa.

A tal proposito, il Legislatore ha previsto diverse procedure, meno "drastiche" rispetto all'alternativa liquidatoria, a cui l'imprenditore può accedere per risanare la propria posizione. Gli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza disciplinati dalla normativa vigente possono essere classificati, in base al grado di intervento dell'autorità giudiziaria, in:

- strumenti completamente stragiudiziali, che consentono la regolazione della crisi senza l'intervento del tribunale. In questa casistica rientra il piano attestato di risanamento, il quale ha come finalità ultima il risanamento dell'impresa in crisi;
- strumenti misti che, una volta concluso l'accordo con una certa percentuale di creditori, richiedono l'omologazione da parte del giudice competente. Si tratta degli accordi di ristrutturazione dei debiti soggetti ad omologazione;
- strumenti giudiziali, per i quali è prevista, in ogni momento della procedura, la vigilanza e supervisione da parte di un organo giudiziario. Quest'ultima fattispecie è relativa alle procedure più strutturate di regolazione della crisi e dell'insolvenza, quali il piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione, il concordato preventivo, il concordato semplificato e la liquidazione giudiziale.

L'attuale normativa prevede, inoltre, quando il risanamento risulta "ragionevolmente perseguibile"[49], la possibilità di avvalersi della composizione negoziata della crisi. Si tratta di una soluzione concordataria snella e del tutto nuova che non rientra nel novero degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza e che richiede che l'imprenditore venga assistito da un esperto designato dalla Camera di Commercio.

[49] Articolo 12 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

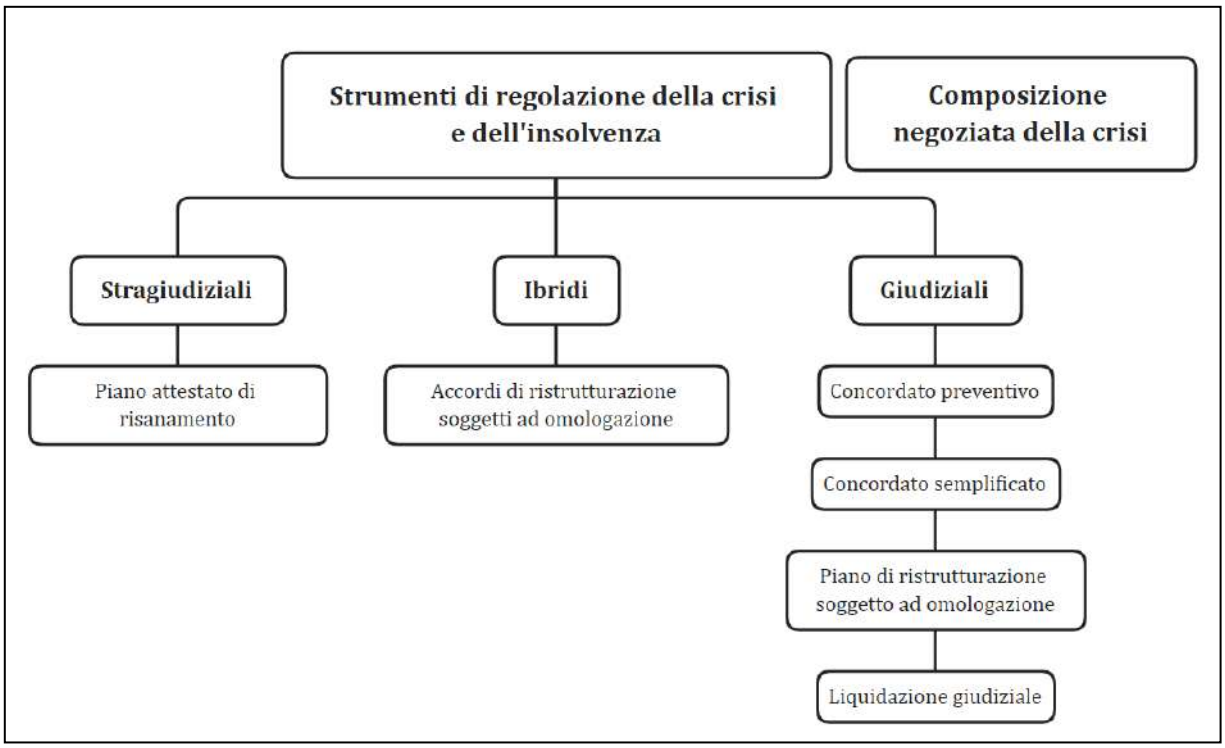


Figura 3: Schema strumenti di regolazione della crisi[50]

1.4.1 La composizione negoziata della crisi

La composizione negoziata della crisi ha il suo fondamento nell'accordo con i creditori ed è percorribile dall'imprenditore commerciale o agricolo di qualsiasi dimensione, prima dell'accesso ad uno degli strumenti di regolazione della crisi previsti dal Codice. Condizione indefettibile per l'accesso alla composizione negoziata è la sussistenza del pericolo di crisi, della crisi o dell'insolvenza, purché essa sia reversibile e risulti, dunque, possibile il risanamento dell'azienda.

Le caratteristiche fondamentali dello strumento sono[51]:

- volontarietà, in quanto è attivabile esclusivamente su iniziativa dell'imprenditore debitore;
- stragiudizialità, dal momento che non richiede l'intervento del tribunale;
- obbligo di riservatezza che grava su tutte le parti che partecipano alle trattative.

L'accesso al percorso di composizione negoziata della crisi avviene con la presentazione di una domanda tramite una piattaforma telematica raggiungibile dal sito istituzionale

[50] Fonte: Rielaborazione personale
[51] Manente Diego, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022, pag. 126

della Camera di Commercio. Assieme all'istanza, l'imprenditore deve allegare una serie di documenti che attestino la situazione in cui versa l'azienda e che permettano di verificare la perseguibilità del risanamento, elencati dall'articolo 17 del Codice:

- i bilanci relativi agli ultimi tre esercizi o, per coloro che non sono obbligati al deposito del bilancio, le dichiarazioni dei redditi e dell'Imposta sul Valore Aggiunto concernenti gli ultimi tre periodi d'imposta;
- il piano con il quale l'imprenditore intende perseguire il risanamento;
- lista dei creditori e dei relativi crediti scaduti o a scadere;
- una dichiarazione che dimostri l'assenza di altre procedure di regolazione della crisi pendenti;
- il certificato unico dei debiti tributari, la certificazione dei debiti contributivi e per premi assicurativi, l'esposizione debitoria nei confronti dell'Agenzia delle Entrate Riscossione. Se il debitore non dispone di tali documenti al momento della presentazione dell'istanza, può depositare una dichiarazione sostitutiva con la quale dichiara di aver richiesto suddetta documentazione almeno dieci giorni prima della trasmissione dell'istanza di nomina dell'esperto. Tale possibilità è stata introdotta dal Decreto Legge n. 13 del 24 febbraio 2023, al fine di semplificare l'accesso alla composizione negoziata[52].
- Un sunto, relativo a non oltre tre mesi precedenti, delle informazioni sul debitore presenti nella Centrale dei Rischi gestita da Banca d'Italia.

Come accennato in precedenza, è fondamentale, lungo tutto il percorso, il supporto e l'assistenza dell'esperto. Si tratta di un soggetto iscritto agli albi dei Dottori Commercialisti, degli Avvocati o dei Consulenti del lavoro, che dimostri di avere esperienza nell'ambito della ristrutturazione aziendale e il cui ruolo è quello di affiancare il debitore e agevolare le trattative.[53]

A seguito della presentazione di istanza d'accesso da parte del debitore, il segretario generale della Camera di Commercio nomina l'esperto che, una volta verificata la sussistenza delle condizioni per l'accesso alla composizione negoziata, potrà decidere di accettare l'incarico. Successivamente all'accettazione, il professionista provvede alla

[52] https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2023/02/24/23G00022/SG Articolo 38 Decreto Legge n. 13 24 febbraio 2023

[53] https://www.ilsole24ore.com/art/la-formazione-esperto-composizione-negoziata-crisi-impresa-AEF7sL0

fissazione di un calendario di colloqui col debitore e i suoi creditori, al fine di individuare la migliore strategia perseguibile e di giungere ad un accordo.
La disciplina prescrive alle parti, durante tutta la durata delle trattative, il dovere di comportarsi lealmente ed in buona fede e di rispettare gli obblighi di trasparenza e riservatezza.
Durante il percorso di composizione negoziata il debitore gode, inoltre, della sospensione dell'obbligo di ricapitalizzazione in caso di perdite e dell'esenzione dallo scioglimento della società nel caso di mancata ricapitalizzazione.
Se, decorsi centottanta giorni dall'inizio delle trattative, le parti non giungono ad un accordo, il percorso si considera concluso e la segreteria generale della Camera di Commercio procede all'archiviazione della domanda.
Se, invece, la negoziazione ha esito positivo le parti possono ricorrere, alternativamente, a soluzioni negoziali stragiudiziali o giudiziali[54]. Alla prima categoria di soluzioni appartengono:

- un contratto concluso con i creditori che, secondo l'esperto, sia idoneo a garantire la continuità aziendale per un periodo di tempo non inferiore a due anni;
- una convenzione di moratoria, con la quale i creditori aderenti concedono ulteriori dilazioni di pagamento o la sospensione del corso degli interessi;
- un accordo che sia sottoscritto dal debitore, dai creditori e dall'esperto e che produca gli effetti dell'esenzione da revocatoria degli atti compiuti prima e durante le trattative e dell'esenzione da reato di bancarotta.

Nell'ambito della seconda tipologia di soluzioni si collocano i vari strumenti di regolazione della crisi disciplinati dal Codice, tra cui: il piano attestato di risanamento, gli accordi di ristrutturazione dei debiti soggetti ad omologazione ed il concordato semplificato, che saranno oggetto di trattazione nei successivi paragrafi.

1.4.2 Il piano attestato di risanamento

Nel caso in cui il debitore desideri risanare la propria posizione senza l'intervento dell'autorità giudiziaria, è possibile ricorrere alla soluzione concordataria stragiudiziale rappresentata dal piano attestato di risanamento. L'accesso a tale strumento di

[54] Manente Diego, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022, pagg. 150-151

regolazione è riservato solo agli imprenditori commerciali non minori che versino in uno stato di crisi o insolvenza rimediabile.[55] Similmente alla composizione negoziata della crisi, tale soluzione è attivabile esclusivamente su iniziativa dell'imprenditore debitore.
Gli elementi fondamentali della procedura sono il piano e la figura del professionista attestatore.
Il piano è un atto unilaterale negoziale, avente data certa e predisposto per iscritto dal debitore nel quale devono obbligatoriamente essere indicati i seguenti elementi essenziali: un prospetto dell'attuale situazione economico finanziaria, le cause che hanno generato la crisi, le iniziative che l'imprenditore intende assumere e relative tempistiche per recuperare il regolare funzionamento dell'attività, l'indicazione dei soggetti interessati dal piano e dei creditori estranei e gli eventuali apporti di finanza nuova necessari. L'articolo 56 del Codice sancisce che il piano deve essere *"idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della situazione economico finanziaria"*[56]: il piano, dunque, non può avere finalità meramente liquidatorie, bensì deve prevedere la prosecuzione dell'attività d'impresa e il recupero degli equilibri.

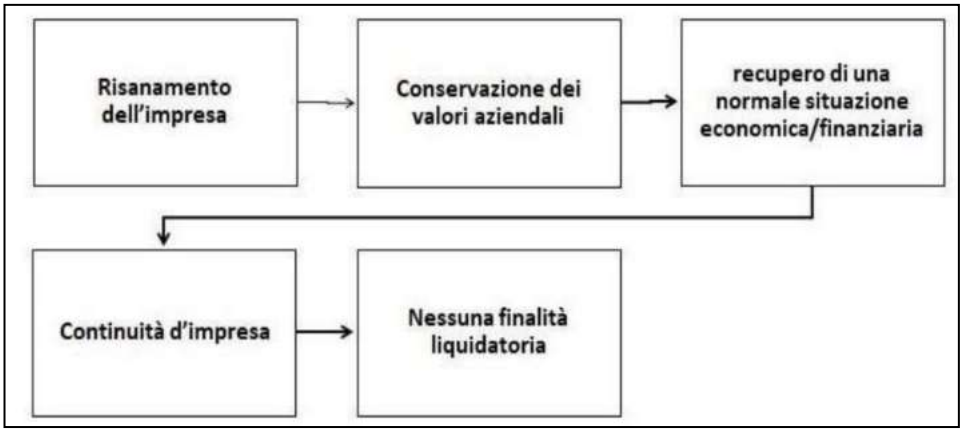


Figura 3: Finalità del piano[57]

Il professionista attestatore viene designato dall'imprenditore debitore e deve rispondere a due principali requisiti:

[55] Salerno Michele, La riforma della crisi d'impresa, Key editore, 2022, pag. 140
[56] Articolo 56 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza
[57] Salerno Michele, La riforma della crisi d'impresa, Key editore, 2022, pag. 141

- professionalità, in quanto dev'essere iscritto al registro dei Revisori legali, all'albo di Dottori Commercialisti, Consulenti del lavoro, Avvocati, oppure avere la qualifica di socio di una società di professionisti.
- Indipendenza e terzietà: tra il debitore e l'attestatore non devono intercorrere o essere intercorsi in passato rapporti di natura personale o d'affari[58].

Il professionista attestatore ricopre un ruolo centrale, in quanto responsabile della credibilità del piano. Difatti, l'attestatore ha il dovere di verificare ed attestare la veridicità delle informazioni e dei dati contenuti nel piano e l'effettiva perseguibilità dello stesso. Il piano risulta idoneo nel momento in cui le iniziative contenute in esso garantiscono il miglior soddisfacimento del ceto creditorio, il recupero degli equilibri economico patrimoniale e finanziario e, dunque, la sussistenza del postulato della continuità aziendale. La responsabilità del professionista rileva anche sotto il profilo penale, in quanto, in caso di falsità di quanto dichiarato, potrebbe incorrere nel reato di falso in attestazione.
Anche nell'ambito del piano attestato di risanamento il Legislatore ha previsto, in favore del debitore, le misure premiali dell'esenzione da revocatoria degli atti compiuti prima e durante l'accesso allo strumento e l'esenzione da reato di bancarotta.

1.4.3 Gli accordi di ristrutturazione dei debiti soggetti ad omologazione

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti soggetti ad omologazione rappresentano uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza ibrido, che prevede il ricorso all'autorità giudiziaria solo in una specifica fase della procedura. A differenza del piano attestato di risanamento, con gli accordi di ristrutturazione possono essere perseguite sia finalità di recupero nel regolare svolgimento dell'attività d'impresa sia di liquidazione del patrimonio del debitore.
Il ricorso a tale strumento è riservato all'imprenditore di ogni tipo, purché non minore, che versi in uno stato di crisi o d'insolvenza. Per "imprenditore non minore" s'intende un soggetto che, nei tre esercizi antecedenti l'accesso alla procedura, abbia superato i limiti di cui all'articolo 2 comma 1 lettera d del Codice:

- fatturato non superiore ai 200mila Euro;

[58] https://www.odcec.roma.it/images/file/2018_documenti/ungdec_doc.pdf

- Totale Attivo non oltre i 300mila Euro;
- totale di debiti, anche non scaduti, non superiore ai 500mila Euro[59].

La procedura si sviluppa in due fasi cardine: il raggiungimento dell'accordo e l'omologazione dello stesso.

L'accordo dev'essere raggiunto in via stragiudiziale con un numero di creditori che, assieme, detengano almeno il 60% dei crediti dell'imprenditore debitore. Il Legislatore ha lasciato un ampio margine di autonomia nella definizione del contenuto dell'accordo, purché esso sia funzionale alla "almeno parziale rimodulazione del passivo"[60]. Difatti, l'accordo potrebbe contemplare molteplici soluzioni, anche molto diverse tra loro: la conversione dei debiti in quote di capitale in favore dei creditori, la rinuncia agli interessi, operazioni di riorganizzazione aziendale, la rinuncia a garanzie per liberare determinati beni, operazioni straordinarie. Qualora la procedura avesse una finalità meramente liquidatoria, l'accordo dovrà prevedere un piano di dismissione dei cespiti e di riparto del relativo ricavato. Similmente al piano attestato, l'accordo di ristrutturazione dev'essere corredato da un piano, il quale richiede che vi sia l'attestazione del professionista indipendente.

La fase di omologazione si sviluppa in via giudiziale ed è il momento in cui il giudice si pronuncia sulla validità dell'accordo. Il debitore è tenuto a presentare al tribunale la domanda di omologazione, gli accordi conclusi, il piano, i bilanci degli ultimi tre esercizi, l'elenco dei creditori aderenti ed estranei all'accordo e le dichiarazioni dei redditi e IVA dei tre periodi d'imposta precedenti (documentazione *ex* articolo 39 del Codice). L'autorità giudiziaria omologa, con sentenza, una volta verificate la fattibilità del piano e l'attendibilità dei dati aziendali. Affinché vi sia l'omologazione, gli accordi devono, tassativamente, garantire il soddisfacimento integrale anche dei creditori che non hanno aderito[61].

La normativa vigente prevede la possibilità di presentare la cosiddetta "domanda in bianco"[62], ovvero la domanda di omologazione senza gli accordi, il piano e la documentazione richiesta. Il debitore, in tal caso, è tenuto a depositare i documenti mancanti entro il termine fissato dal tribunale, pena la chiusura della procedura.

---

[59] Articolo 2 comma 1 lettera d Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza
[60] Manente Diego, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022, pag. 187
[61] https://fiscomania.com/accordi-ristrutturazione-debiti/#accordo-ordinario-art-57-del-dlgs-n-1419
[62] Manente Diego, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022, pag. 192

1.4.4 Il concordato preventivo

Il concordato preventivo è una procedura di regolazione della crisi e dell'insolvenza che si svolge interamente di fronte all'autorità giudiziaria. Ai sensi dell'articolo 84 del Codice, lo strumento è attivabile su iniziativa dell'imprenditore commerciale non minore che si trovi in una situazione di crisi o di insolvenza e l'obiettivo ultimo dev'essere "*il soddisfacimento dei creditori in misura non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione giudiziale*[63]". Dunque, al termine della procedura, i creditori devono risultare soddisfatti in misura almeno pari a quella che avrebbero in caso di liquidazione dell'intero patrimonio del debitore. L'effetto che consegue all'accesso allo strumento è il cosiddetto "spossessamento attenuato": l'imprenditore conserva la titolarità del suo patrimonio e l'autonomia nel compiere atti di ordinaria amministrazione, mentre è necessaria l'autorizzazione del tribunale per gli atti di straordinaria amministrazione.
Vi sono due tipologie principali di concordato preventivo[64]:

- in continuità aziendale, quando prevede la prosecuzione dell'attività d'impresa in via diretta, da parte dell'imprenditore stesso, o indirettamente, per mezzo, ad esempio, di un cessionario, conferitario o usufruttuario. Si tratta di un'opzione percorribile quando l'esercizio dell'impresa genera maggior valore e garantisce ai creditori un miglior trattamento.
- liquidatorio, nel momento in cui la prosecuzione dell'azienda non risulta essere perseguibile. In tal caso, l'imprenditore debitore deve apportare delle risorse aggiuntive che accrescano di almeno il 10% il Totale Attivo e che assicurino il soddisfacimento di almeno il 20% dei crediti chirografari[65]. Sarà necessaria, inoltre, la nomina di uno o più liquidatori.

Vi sono poi due categorie residuali e meno diffuse rappresentate dal concordato con assunzione, in cui un terzo assuntore si impegna a pagare i creditori assieme o per conto del debitore, e dal concordato in qualsiasi altra forma.[66]

La procedura è scandita in fasi ben precise che si svolgono tutte in sede giudiziale:

- fase di accesso;

[63] Articolo 84 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza
[64] Salerno Michele, La riforma della crisi d'impresa, Key editore, 2022, pag. 141
[65] Articolo 84 comma 4 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza
[66] Articolo 84 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

- fase di apertura;
- fase di approvazione;
- fase di omologazione.

La fase di accesso si apre con la presentazione, da parte del debitore, della domanda di accesso, della proposta e del piano. Nella proposta l'imprenditore indica in maniera sommaria le modalità con cui intende soddisfare i suoi creditori. La proposta dev'essere, poi, meglio declinata nel piano, in cui vengono indicati: le cause della crisi, la situazione economico patrimoniale e finanziaria attuale, le varie forme e i tempi con cui il debitore intende soddisfare i creditori, le eventuali iniziative a cui ricorrere in caso di scostamenti dal piano, i soggetti interessati e non interessati dal piano, i criteri di formazione delle classi di creditori e il commissario giudiziale designato[67].

L'apertura viene pronunciata dal giudice con decreto, una volta appurate:

- nel caso di concordato liquidatorio, l'idoneità del piano e l'ammissibilità della proposta;
- nel caso di concordato in continuità, la ritualità della proposta[68] e l'attitudine del piano a soddisfare i creditori

Con il decreto di apertura della procedura, il tribunale fissa la data iniziale e finale dell'arco di tempo in cui i creditori sono chiamati a votare sulla proposta concordataria. Affinché l'accordo venga omologato, infatti, è necessario che lo stesso sia approvato a maggioranza dai creditori ammessi al voto. Nella prassi, possono votare solo i creditori chirografari, mentre i creditori muniti di diritti di prelazione sono esclusi dal voto, a meno che non rinuncino integralmente o parzialmente alla prelazione.

Il debitore può scegliere, ai fini della votazione, di suddividere i creditori in classi. Per classe s'intende un "*insieme di creditori che hanno posizione giuridica e interessi economici omogenei*[69]", come, ad esempio i creditori pignoratizi, i creditori ipotecari, i creditori fornitori, i creditori con crediti sorti ad una certa data. Il concordato può prevedere trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse senza mai, tuttavia, derogare al rispetto delle cause legittime di prelazione. A titolo di esempio: creditori chirografari facenti parte di classi diverse possono subire un trattamento differenziato

[67] Manente Diego, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022, pagg. 239-240
[68] Articolo 47 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza
[69] Articolo 2 comma 1 lettera r Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

ma non superiore a quello riservato ai creditori privilegiati, i quali si collocano in un rango più elevato.

Quando il concordato prevede la suddivisione dei creditori per classi, ai fini dell'approvazione, sono necessarie, contemporaneamente, la maggioranza delle classi e la maggioranza all'interno del maggior numero di classi.

Solo nel caso di concordato in continuità, la ripartizione dei creditori in classi è obbligatoria. In tal caso, la proposta concordataria viene approvata se votano favorevolmente tutte le classi.

Con la fase di omologazione, infine, il concordato diventa esecutivo, anche per gli eventuali creditori dissenzienti. Il tribunale, prima di omologare, verifica, *ex* articolo 112 del Codice:

- se la procedura si è svolta regolarmente;
- il risultato della votazione;
- l'ammissibilità della proposta;
- la parità di trattamento riservato ai creditori appartenenti alla medesima classe;
- nel caso di concordato in continuità, l'unanimità delle classi e l'idoneità del piano al superamento della crisi e dell'insolvenza;
- negli altri tipi di concordato, la fattibilità del piano.

Una volta omologato, il concordato diviene obbligatorio per tutti i creditori anteriori alla presentazione dell'istanza di accesso. Cessano, inoltre, gli effetti dello spossessamento attenuato e l'imprenditore riacquista la piena titolarità del suo patrimonio. Egli resta comunque vincolato all'accordo giunto con i creditori e deve, dunque, dare esecuzione al concordato.

Dalla fase di apertura in avanti, l'imprenditore in crisi è sottoposto alla vigilanza del giudice delegato e del commissario giudiziale. Si tratta di due figure fondamentali, nominate dal tribunale col decreto di apertura della procedura di concordato. Più specificatamente, il giudice delegato si occupa di autorizzare e vigilare sul compimento degli atti di straordinaria amministrazione compiuti dal debitore dopo il decreto di apertura.

Il commissario giudiziale, invece, è un soggetto iscritto agli albi dei Dottori Commercialisti, degli Avvocati, dei Consulenti del lavoro o degli Esperti contabili che abbia adempiuto ad una serie di obblighi formativi in tema di gestione della crisi e curatela

e abbia svolto un tirocinio almeno semestrale presso curatori o commissari giudiziali[70]. Tra le funzioni principali vi sono: vigilare sull'attività del debitore, redigere l'elenco dei creditori ammessi al voto e comunicare loro il piano e la data iniziale e finale per la votazione, stilare l'inventario del patrimonio dell'imprenditore ed una relazione particolareggiata sui motivi del dissesto. Il commissario rappresenta una figura centrale anche successivamente all'omologazione in quanto è tenuto a sorvegliare sul compimento degli atti in esecuzione del concordato. Qualora rilevasse un inadempimento, può eseguire tali operazioni in luogo del debitore, previa autorizzazione del tribunale.

1.4.4.1 Una variante del concordato preventivo: il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio

Il Legislatore, col Decreto Legge n. 118 del 24 agosto 2021, ha introdotto la possibilità di accedere ad un concordato liquidatorio più snello rispetto al classico concordato preventivo: il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio. Requisiti indefettibili per poter accedere a questa procedura semplificata sono l'aver partecipato al percorso di composizione negoziata della crisi e la presenza della relazione dell'esperto, che attesti che, nonostante le trattative si siano svolte secondo buona fede e correttezza, non sia stato possibile risolvere la crisi o l'insolvenza tramite una soluzione negoziale[71]. I principali profili di semplificazione afferiscono lo svolgimento della procedura e le figure che vi intervengono[72]:

- non è necessario passare per la fase di accesso e apertura della procedura, bensì è sufficiente presentare sin da subito la domanda di omologazione;
- l'imprenditore non è tenuto all'apporto di maggiori risorse rispetto al suo patrimonio;
- non è prevista la fase di votazione: il concordato semplificato diviene obbligatorio per tutti i creditori, una volta omologato;

[70] https://www.altalex.com/documents/news/2019/03/20/curatori-commissari-giudiziali-o-liquidatori-in-vigore-il-nuovo-albo

[71] https://www.debitobancario.it/concordato-semplificato-preventivo-e-liquidatorio/#Concordato-semplificato-come-funziona-e-normativa

[72] R. Brogi, G. D'Attorre, F. De Santis, M. Fabiani, A. Farolfi, M. Ferro, A. Guiotto, F. Michelotti, G.B. Nardecchia, I. Pagni, L. Panzani, R. Ranalli, A. Rossi, P. Vella, La composizione negoziata e le misure che anticipano il Codice della crisi, Wolters Kluwer Italia, 2022, pag. 1605

- ❖ non c'è l'intervento del commissario giudiziale, il quale viene sostituito da un ausiliario;
- ❖ ai fini dell'omologa, è sufficiente che il piano di liquidazione sia fattibile, rispetti l'ordine delle cause legittime di prelazione e garantisca un soddisfacimento non deteriore rispetto alla liquidazione giudiziale;
- ❖ il liquidatore procede alla cessione del patrimonio al primo offerente, una volta appurato che non vi siano migliori soluzioni sul mercato.

1.4.5 Il piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione

Similmente al concordato preventivo, il piano di ristrutturazione soggetto ad omologazione è una procedura completamente giudiziale che può essere attivata solo su iniziativa dell'imprenditore commerciale non minore che stia vivendo una situazione di crisi o insolvenza. L'elemento centrale di tale strumento è il piano, con il quale il debitore descrive in maniera dettagliata le azioni che intende intraprendere per soddisfare il suo ceto creditorio. È richiesta, obbligatoriamente, l'attestazione da parte di un professionista indipendente, il quale si pronuncia sulla veridicità dei dati e sulla fattibilità del piano[73].
Lungo tutte le fasi del procedimento, a differenza del concordato preventivo, l'imprenditore non subisce lo spossessamento attenuato, bensì conserva la piena autonomia nel compimento degli atti di ordinaria e straordinaria amministrazione. Il debitore è, tuttavia, tenuto ad informare per iscritto il commissario giudiziale e chiedere allo stesso un parere, qualora intenda compiere atti di straordinaria amministrazione o pagamenti che non sono coerenti con le finalità del piano. Se, nonostante il parere negativo, l'imprenditore compie ugualmente l'atto, il commissario provvederà a segnalarlo al tribunale, il quale potrà, eventualmente, disporre la revoca del decreto di apertura del procedimento[74].
Una volta presentato il piano, è richiesta la sua approvazione secondo il meccanismo della votazione. A tal fine, i creditori devono tassativamente essere suddivisi in classi, seguendo

[73] https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/legal/crisis-restructuring-deloitte-legal-novembre-2022.pdf
[74] Manente Diego, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022, pagg. 312-313

i medesimi criteri previsti per il concordato preventivo. Il piano si ritiene approvato quando vi sia il voto favorevole di tutte le classi[75].

Terminata la fase di votazione, il tribunale omologa il piano, verificate la corretta formazione delle classi di creditori e l'approvazione da parte di tutte le classi. Se manca il voto favorevole di tutte le classi, tuttavia, il tribunale omologa ugualmente se ritiene che l'esecuzione del piano garantisca un soddisfacimento non inferiore rispetto alla liquidazione giudiziale[76].

Si tratta di un istituto particolarmente innovativo, in quanto la normativa prevede, nella distribuzione del valore creato dal piano, la possibilità di alterare l'ordine delle cause legittime prelazione senza incorrere nel reato di bancarotta.

1.4.6 La liquidazione giudiziale

La procedura del fallimento, che fino a poco tempo fa rappresentava il principale mezzo a disposizione dell'imprenditore in difficoltà, è stata, oggi, sostituita dalla liquidazione giudiziale, a cui può essere assoggettato l'imprenditore commerciale non minore che versi in uno stato di insolvenza. Diversamente dagli altri strumenti disciplinati dal Codice, l'iniziativa per l'accesso alla liquidazione giudiziale spetta, oltre che al soggetto insolvente, anche agli organi che ricoprono funzioni di vigilanza sull'impresa, ai suoi creditori e al Pubblico Ministero[77].

La procedura si apre con una sentenza del tribunale, pronunciata dopo aver verificato la sussistenza dei presupposti per l'accesso allo strumento. Con la sentenza di apertura vengono nominati il giudice delegato ed il curatore, vengono fissati la data dell'udienza in cui avviene la verificazione del passivo e il termine entro cui i soggetti interessati possono presentare domanda di ammissione allo stato passivo. L'effetto principale dell'apertura della liquidazione giudiziale è lo spossessamento pieno: il debitore insolvente perde

[75] https://www.costanzoeassociati.it/en/articoli-finanza-economia-diritto/piano-ristrutturazione-omologato-dal-nuovo-codice-crisi/#:~:text=L'articolo%2064%2Dbis%20CCII,e%20interessi%20economici%20omogenei%2C%20di

[76] Beltrami Pierdanilo e Carelli Francesco, Il piano di ristrutturazione soggetto a omologazione, 17 novembre 2022 https://ristrutturazioniaziendali.ilcaso.it/uploads/admin_files/beltrami-carelli-17-11-2022-RA-3540b.pdf

[77] Manente Diego, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022, pag. 346

l'amministrazione del suo patrimonio, che viene gestito dal curatore fino al momento della liquidazione dei beni e della ripartizione del ricavato[78].

Il curatore è l'organo chiave della procedura, in quanto si occupa di conservare ed amministrare le sostanze del debitore al fine di garantire al ceto creditorio il massimo soddisfacimento possibile. Il curatore può, altresì, esercitare l'attività d'impresa in luogo dell'imprenditore, se i creditori vi acconsentono, qualora risultasse funzionale alla generazione di maggior valore[79].

Il giudice delegato, designato dal tribunale, ha funzioni di vigilanza sull'intera procedura e sull'operato del curatore, per assicurarsi che l'iter si svolga nell'interesse prioritario dei creditori.

L'apertura della liquidazione giudiziale è seguita dalla fase di verificazione dello stato passivo. Si tratta di uno stadio imprescindibile, durante il quale il curatore accerta la consistenza dei debiti e la presenza di eventuali diritti reali o personali vantati da terzi sui beni del debitore[80]: questo permette di avere ben chiaro chi sono i soggetti a cui dovrà essere distribuito il ricavato della liquidazione del patrimonio. I creditori che intendano soddisfarsi sul patrimonio del debitore assoggettato alla procedura di liquidazione giudiziale devono, necessariamente, presentare domanda di insinuazione allo stato passivo, almeno trenta giorni prima della data dell'adunanza. Infatti, una volta dichiarata aperta la procedura, scatta il blocco automatico di qualsiasi azione esecutiva o cautelare individuale da parte dei creditori.

Una volta esaminate le domande di ammissione al passivo, il curatore predispone il progetto di stato passivo e lo deposita presso la cancelleria del tribunale. Il giudice delegato si pronuncia in udienza sulla validità del progetto col decreto di esecutività dello stato passivo. Con tale provvedimento, il giudice stabilisce quali creditori saranno ammessi integralmente o parzialmente al soddisfacimento sul patrimonio del debitore[81].

Una volta definito il ceto creditorio ammesso alla procedura, il curatore provvede alla definizione di un programma di cessione dei beni e, a seguito della liquidazione, provvederà alla distribuzione delle somme. Il riparto del ricavato deve avvenire,

---

[78] https://www.odcec.mi.it/docs/default-source/quaderni/n-81---la-liquidazione-giudiziale.pdf?sfvrsn=c9e3361d_6

[79] Articolo 211 comma 2 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

[80] Masturzi Sabrina, Petteruti. Andrea, Trinchi Alessandro, Martorano Dario, Cossignani Fabio, Simonelli Attilio, Monaco Salvatore, Diana Massimo, Ciuffi Maria Rosaria, Pofi Elisabetta, Ciccarone Davide, La verifica dello stato passivo ed i piani di riparto, Giappichelli, 2022, pag. 25

[81] Manente Diego, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022, pag. 459

tassativamente, nel rispetto delle cause legittime di prelazione. Più precisamente, l'ordine da seguire è il seguente[82]:

2 crediti prededucibili, sorti per effetto dell'accesso alla procedura (ad esempio, il compenso del curatore);
3 crediti privilegiati;
4 crediti chirografari;
5 crediti postergati.

La procedura di liquidazione giudiziale si chiude, con decreto motivato del tribunale, una volta terminata la fase di ripartizione dell'attivo o qualora, ancor prima di eseguire l'ultimo riparto, non vi sia più denaro da distribuire. In quest'ultimo caso, i creditori di rango inferiore, molto probabilmente, non risultano integralmente soddisfatti dalla procedura[83].

[82] Articolo 221 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza
[83] Articolo 233 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

CAPITOLO 2

L'ANALISI DEGLI EQUILIBRI AZIENDALI

2.1 Cenni introduttivi

Il concetto di equilibrio interessa in modo pervasivo ogni ambito dell'attività d'impresa: sin dalla genesi dell'organizzazione è una condizione indispensabile per poter operare e conseguire gli obiettivi prefissati. Un'azienda in equilibrio è un'azienda sana, in cui ogni elemento è collocato nel posto giusto e contribuisce alla generazione di valore.

La dottrina individua tre diverse tipologie di equilibri aziendali che devono, necessariamente, sussistere in un'azienda in salute: l'equilibrio economico (o reddituale), l'equilibrio patrimoniale e l'equilibrio finanziario. Ognuno di essi afferisce ad aree gestionali chiave dell'impresa che devono costantemente essere monitorate, al fine di rilevare quanto prima un eventuale principio di *default*. Nella pratica, lo strumento fondamentale per compiere ciò è l'analisi di bilancio.

Nel presente capitolo verranno, prima, analizzati i prospetti di bilancio riclassificati, fondamentali per effettuare l'analisi degli equilibri e, poi, verranno esplicati i principali indici impiegati per la valutazione della situazione economico patrimoniale e finanziaria del complesso aziendale.

2.2 I prospetti di bilancio riclassificati

Il Legislatore impone alle imprese di rappresentare, al termine dell'esercizio, le varie operazioni di gestione, interna ed esterna, in un prospetto ordinato che è il bilancio di esercizio. Si tratta dello strumento informativo[84] mediante il quale l'azienda comunica ai suoi portatori d'interesse l'impatto che le azioni intraprese nel corso del periodo amministrativo hanno avuto sulla ricchezza e sull'andamento dei vari equilibri fondamentali. È un mezzo estremamente importante anche per i proprietari dell'impresa, in quanto i dati contenuti in esso permettono di giungere a conclusioni circa l'andamento della performance e di formarsi un giudizio relativamente alle prospettive di successo che

[84] Onesti Tiziano, Romano Mauro, Taliento Marco, Il bilancio di esercizio nelle imprese. Dal quadro concettuale di riferimento alle nuove regole contabili nazionali e internazionali, Giappichelli, 2016, pag. 3

ci si può ragionevolmente attendere di conseguire. Nel corso del presente paragrafo verrà esplicato come i criteri di organizzazione delle varie poste del bilancio siano differenti a seconda che lo stesso debba rispondere a finalità esterne o interne[85].

Ai fini della comunicazione dell'informativa finanziaria all'esterno, il Codice Civile, all'articolo 2423, detta la struttura che il bilancio deve, tassativamente, presentare:

- Stato Patrimoniale;
- Conto Economico;
- Nota Integrativa;
- Rendiconto Finanziario.

Lo Stato Patrimoniale è il documento di sintesi che espone la composizione e struttura del patrimonio aziendale alla data di chiusura dell'esercizio, anche definito "capitale di funzionamento", ossia il capitale di un'azienda in condizioni normali e destinata a continuare ad operare nel tempo[86]. Il prospetto di Stato Patrimoniale è composto da due principali sezioni: le attività e le passività.
Le attività comprendono i crediti che alla data di chiusura del periodo amministrativo risultano non ancora riscossi e tutti quei beni ad uso pluriennale sui quali l'impresa esercita un diritto reale quali, ad esempio, macchinari o fabbricati.
Nella sezione delle passività vengono rilevati gli impegni assunti verso i terzi, i fondi accantonati dall'impresa e l'ammontare del patrimonio netto. Il Legislatore, all'articolo 2424 del Codice Civile, prescrive uno schema ben preciso da seguire per la predisposizione dello Stato Patrimoniale: le attività e le passività sono suddivise in classi contrassegnate dalla lettera maiuscola, ogni classe può essere, a sua volta, scomposta in voci indicate con i numeri romani. Le sezioni dei numeri romani possono essere ulteriormente scisse in poste etichettate con i numeri arabi. Infine, un ultimo livello di dettaglio è rappresentato con le lettere minuscole ed afferisce solo a determinate voci, quali le partecipazioni e le altre attività finanziarie che rientrano nel novero delle immobilizzazioni finanziarie.[87] La scomposizione aggiuntiva delle voci precedute dai numeri arabi risponde alla necessità di fornire una più accurata rappresentazione della

[85] Economia Aziendale 2, custom publishing di McGraw-Hill Education, 2016, pag. 382
[86] Caratozzolo Matteo, Bilancio d'esercizio, Giuffré, 2006, pag. 29
[87] Quagli Alberto, Bilancio d'esercizio e principi contabili, Giappichelli, 2017, pag. 59

situazione patrimoniale dell'impresa. I principi contabili OIC, difatti, consentono il raggruppamento delle poste indicate con le lettere minuscole solo nei casi in cui questo "non pregiudichi la rappresentazione chiara, veritiera e corretta"[88] o quando si tratti di importi irrisori.

Scendendo nel dettaglio, le macro-classi della sezione Totale Attivo sono[89]:

A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, i quali afferiscono a quote di capitale sociale che sono state sottoscritte al momento della costituzione o in occasione di aumenti di capitale ma che non sono state ancora versate;
B) Immobilizzazioni, che comprendono beni, tangibili e non, che l'azienda intende utilizzare durevolmente. Il Legislatore prevede l'ulteriore scomposizione della posta in immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie.
C) Attivo circolante che ricomprende attività destinate a tornare liquide entro il breve termine quali, ad esempio, giacenze di merci, crediti vantati nei confronti dei clienti, denaro in cassa e altre disponibilità liquide.
D) Ratei e risconti attivi. I ratei attivi riguardano proventi di competenza dell'esercizio che avranno la loro manifestazione finanziaria nel periodo successivo. I risconti attivi afferiscono ad oneri sostenuti nel corso dell'anno la cui competenza è, tuttavia, relativa agli esercizi successivi[90].

Il totale della passività è suddiviso nelle seguenti classi di voci:

A) Patrimonio netto nel quale confluiscono il capitale sociale conferito dai soci, le somme che sono state destinate a riserva e i profitti degli esercizi precedenti che non stati distribuiti sottoforma di dividendi;
B) Fondi per rischi e oneri che includono gli accantonamenti compiuti nel corso degli anni a fronte di passività potenziali o certe, dei quali alla data di chiusura del periodo amministrativo non sono noti di preciso l'ammontare o la data in cui diventeranno esigibili[91];
C) Trattamento di fine rapporto;

[88] https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-12-Composizione-e-schemi-del-bilancio.pdf
[89] Articolo 2424 Codice Civile
[90] Articolo 2424-*bis* comma 6 Codice Civile
[91] Articolo 2424-*bis* comma 3 Codice Civile

D) Debiti, distinti in debiti esigibili entro l'esercizio o oltre l'esercizio. Si tratta di passività nei confronti di vari soggetti, quali banche, fornitori, l'Erario, che dovranno essere regolate, in base alla loro esigibilità, entro oppure oltre i dodici mesi successivi alla data di chiusura;
E) Ratei e risconti passivi. I ratei passivi rappresentano oneri di competenza del periodo amministrativo appena conclusosi che, però, verranno sostenuti nei prossimi esercizi. Nella posta "risconti passivi" devono essere indicate le entrate conseguite durante l'esercizio in corso, la cui competenza afferisce ai prossimi anni[92].

Il Conto Economico è il prospetto di bilancio che ha la funzione di evidenziare la ricchezza generata o distrutta durante il periodo amministrativo appena conclusosi. A differenza dello Stato Patrimoniale, che viene rappresentato con due colonne contrapposte, il Conto Economico viene redatto in forma scalare e contiene i componenti di reddito che afferiscono alle gestioni caratteristica, accessoria, finanziaria e straordinaria[93].
La gestione caratteristica comprende tutte quelle operazioni che quotidianamente vengono compiute dall'impresa per svolgere l'attività per cui è stata costituita. Rientrano, ad esempio, in tale gestione i proventi per la cessione di beni o per la prestazione di servizi, gli oneri sostenuti per l'acquisizione di fattori produttivi e per la remunerazione dei dipendenti.
Alla gestione accessoria afferiscono operazioni di ordinaria amministrazione che, tuttavia, non sono attinenti allo svolgimento dell'attività tipica dell'organizzazione.
La gestione finanziaria è il complesso di componenti di reddito che sono conseguenti all'amministrazione di risorse finanziarie, necessarie per alimentare l'attività operativa. Si pensi, ad esempio, agli interessi passivi derivanti dall'ottenimento di un finanziamento bancario.
Infine, la gestione straordinaria, rappresenta una piccola parte della ricchezza generata nel periodo ed è relativa ad operazioni sporadiche ed inusuali quali, ad esempio, l'alienazione di un cespite, sopravvenienze o insussistenze.
Anch'esso contiene diversi livelli di dettaglio, elencati ed esplicati dagli articoli 2425 e 2425-*bis* del Codice Civile. Al primo livello vi sono le macro-classi contrassegnate con la

[92] Articolo 2424-*bis* comma 6 Codice Civile
[93] Marchi Luciano (a cura di), Contabilità d'impresa e valori di bilancio, Giappichelli, 2013, pag. 492

lettera maiuscola, al secondo livello le voci vengono indicate con i numeri arabi e, infine, all'ultimo e più particolareggiato livello le poste sono precedute dalla lettera minuscola. L'ordine da seguire per la predisposizione del prospetto di Conto Economico è il seguente:[94]

A) Valore della produzione, nel quale rientrano componenti positive di reddito concernenti tanto l'attività caratteristica, quali ricavi o variazioni di rimanenze di prodotti finiti, quanto la gestione extra-caratteristica, alla voce "altri ricavi e proventi"[95];
B) Costi della produzione relativi alla gestione operativa e accessoria come, ad esempio, oneri per l'acquisto di merci o materie prime, accantonamenti ai fondi per rischi e oneri, salari e stipendi, quota del trattamento di fine rapporto relativa all'esercizio;
C) Proventi e oneri finanziari;
D) Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie in cui rientrano rivalutazioni e svalutazioni di partecipazioni, titoli e altri strumenti finanziari;
E) Utile ante-imposte, ovvero il risultato della somma algebrica delle lettere A, B, C e D, al lordo dell'imposizione fiscale.

L'articolo 2425-*bis* prescrive che le componenti di reddito, positive e negative, debbano essere iscritti al netto di eventuali resi, abbuoni o sconti e delle relative imposte.[96]

La Nota Integrativa è un documento che, all'interno del bilancio d'esercizio, non può mai mancare. Fornisce maggiori delucidazioni in merito ai dati inseriti nei prospetti di Stato Patrimoniale e di Conto Economico e tratta, in forma descrittiva, importanti informazioni di carattere non monetario che non possono essere inserite negli altri documenti del bilancio. La Nota Integrativa ha, inoltre, la funzione di chiarificare i criteri e i principi di cui gli amministratori si sono avvalsi nella redazione del bilancio[97].

Il reddito netto indicato nel Conto Economico rappresenta la ricchezza generata nel periodo ma non corrisponde, necessariamente, a risorse liquide immeditatamente

[94] Articolo 2425 Codice Civile
[95] Articolo 2425 Codice Civile
[96] Articolo 2425-*bis* comma 1 Codice Civile
[97] Onesti Tiziano, Romano Mauro, Taliento Marco, Il bilancio di esercizio nelle imprese. Dal quadro concettuale di riferimento alle nuove regole contabili nazionali e internazionali, Giappichelli, 2016, pag. 281

spendibili per l'azienda. Ecco che risultano di fondamentale importanza il calcolo e l'analisi dei flussi di cassa mediante il Rendiconto Finanziario. Si tratta di un prospetto aggiuntivo che assolve alla funzione di rappresentare in maniera dettagliata la composizione delle disponibilità liquide generate o assorbite nell'esercizio. Il grande punto di forza del Rendiconto Finanziario è che risulta suddiviso i tre macro-sezioni principali: gestione operativa, gestione degli investimenti e gestione dei finanziamenti.

La gestione operativa afferisce all'ottenimento, alla realizzazione e alla cessione di beni o alla prestazione di servizi riferibili alla gestione caratteristica o alla gestione accessoria che, per loro natura, non possono rientrare tra le attività di investimento o finanziamento. Alcuni esempi possono essere: le uscite per gli acquisti di merci, gli incassi per la vendita di prodotti, il pagamento del personale dipendente, gli incassi di *royalties*[98]. Si tratta, tipicamente, del reddito rettificato per le poste che non hanno natura monetaria, come gli ammortamenti, e per la variazione dell'investimento in capitale circolante netto: un aumento dei crediti verso clienti implica una riduzione della liquidità disponibile, mentre un incremento dei debiti verso fornitori comporta maggiori disponibilità monetarie, per effetto del pagamento dilazionato.

All'interno della sezione relativa alla gestione degli investimenti si collocano le entrate e le uscite di denaro che conseguono ad operazioni su cespiti: un investimento in immobilizzazioni o titoli comporta un decremento di disponibilità liquide pari al prezzo di acquisto, mentre un'alienazione di un cespite genera maggiore liquidità.

Infine, l'attività di finanziamento concerne tanto gli interventi sulla consistenza del capitale di debito quanto le modifiche del capitale di rischio: l'ottenimento di finanziamenti o gli aumenti di capitale sociale incrementano l'ammontare di liquidità a disposizione dell'azienda, mentre il rimborso di passività e la distribuzione di dividendi sottraggono risorse monetarie.

Una struttura siffatta consente di comprendere al meglio i contribuiti delle varie gestioni alla complessiva generazione (o distruzione) di *cash flow*. Ciò che interessa, in particolare, agli analisti è l'apporto di liquidità generato della gestione caratteristica: un'impresa solida è un'impresa capace di generare risorse finanziarie tramite la propria attività tipica e finanziare, così, le altre gestioni aziendali senza dover ricorrere eccessivamente al capitale di terzi.

[98] OIC 10 https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2016-12-OIC-10-Rendiconto-finanziario.pdf

La normativa civilistica prevede, poi, il dovere in capo agli amministratori di redigere e allegare al bilancio d'esercizio la Relazione sulla gestione: un documento che contiene una descrizione della situazione attuale della società e dell'evoluzione della gestione, con particolare attenzione all'andamento del settore in cui opera e ai relativi rischi e incertezze.[99]

Come si può evincere, il bilancio d'esercizio è un insieme composito di dati e informazioni estremamente utili agli analisti che, tuttavia, nella struttura disposta dalla disciplina codicistica non consente un'analisi agevole degli equilibri aziendali. Ecco che, prima di compiere un'accurata valutazione delle condizioni di equilibrio in cui versa l'azienda risulta necessario riclassificare opportunamente i prospetti di Stato Patrimoniale e di Conto Economico.

2.2.1 Lo Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario

Un primo schema utile è la riclassificazione dello Stato Patrimoniale secondo la liquidità degli impieghi e l'esigibilità delle fonti, il quale distingue gli elementi patrimoniali durevoli da quelli correnti e permette di formarsi un giudizio sulla rigidità della struttura degli impieghi e delle fonti e sul grado complessivo di indebitamento[100].
Nella pratica, si utilizza il criterio del grado di liquidità decrescente[101]: le poste di Stato Patrimoniale vengono iscritte dalla più liquida alla meno liquida. Per grado di liquidità s'intende "l'attitudine di un investimento a trasformarsi in denaro rapidamente"[102] e, si auspica, senza perdite. Nel prospetto riclassificato secondo il criterio finanziario, le attività vengono distinte in attività correnti, nel cui novero rientrano poste che si ritiene possano essere convertite in denaro entro il breve termine, e attività non correnti.

Scendendo nel dettaglio, al vertice del Totale Attivo riclassificato si collocano le cosiddette "liquidità immediate"[103] costituite da attività finanziarie non immobilizzate, come i Titoli

[99] https://fiscomania.com/relazione-sulla-gestione/
[100] Allegrini Marco, Cenciarelli Velia Gabriella, Ferramosca Silvia, Giorgetti Filippo, Greco Giulio, Analisi economico-finanziaria dell'azienda, Giappichelli, 2017, pag. 11
[101] Mella Piero, Navaroni Matteo, Analisi di bilancio, Maggioli Editore, 2012, pag. 59
[102] https://it.wikipedia.org/wiki/Liquidit%C3%A0
[103] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 20

di Stato, e le disponibilità liquide, come denaro in cassa, banca, depositi postali che, per loro natura si considerano valori liquidi.
A seguire, tra le cosiddette "liquidità differite" vi sono crediti a breve termine e cambiali attive destinati a trasformarsi in moneta una volta giunta la data di scadenza dell'attività. Infine, tra le poste correnti, si trovano le giacenze di merci che, pur non essendo liquide, si considerano prontamente liquidabili: possono essere convertite in risorse finanziarie solo tramite un'operazione di realizzo.
Le attività durevoli comprendono investimenti in risorse destinate a permanere in azienda per un periodo superiore ai dodici mesi e che, dunque, si ritiene non si tradurranno in denaro spendibile in tempi brevi. In tale categoria rientrano crediti con scadenza oltre i dodici mesi e le immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie.

Nella sezione del passivo l'ordine di esigibilità è il seguente: passività correnti, ovvero debiti che sono esigibili entro i dodici mesi successivi, passività non correnti e capitale proprio, il quale si ritiene abbia una scadenza indefinita[104].
Debiti tipicamente a breve sono i debiti verso fornitori e di debiti verso l'Erario, mentre i debiti verso le banche ed altri istituti finanziari sono passività prettamente consolidate, che hanno una scadenza superiore ai dodici mesi. Insieme, compongono i mezzi di terzi utilizzati dall'impresa.
Per quanto concerne le attività e le passività a medio-lungo termine, occorre sempre separare dal totale la quota di quel credito o di quel debito che ha scadenza entro l'esercizio e collocarla tre le attività o le passività correnti[105].
La somma tra le attività correnti e non correnti costituisce il capitale complessivamente investito in azienda, mentre, in contropartita, la somma tra il capitale di terzi e i mezzi propri rappresenta il totale delle fonti di finanziamento.

[104] Teodori Claudio, Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione, Giappichelli, 2017, pag. 81
[105] Mella Piero e Navaroni Matteo, Analisi di bilancio, Maggioli Editore, 2012, pag. 64

TOTALE ATTIVO	TOTALE PASSIVO
Attività correnti	**Passività correnti**
Liquidità immediate	Debiti verso banche a breve termine
Disponibilità liquide	Obbligazioni a breve termine
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	Debiti rappresentati da titoli di credito a breve termine
Liquidità differite	Debiti verso fornitori a breve termine
Crediti verso clienti a breve termine	Debiti verso l'Erario a breve termine
Crediti verso l'Erario a breve termine	Ratei e risconti passivi
Crediti finanziari a breve termine	
Ratei e risconti attivi	**Passività non correnti**
Rimanenze	Debiti verso banche a lungo termine
	Obbligazioni a lungo termine
Attività non correnti	Debiti rappresentati da titoli di credito a lungo termine
Immobilizzazioni materiali	Debiti verso fornitori a lungo termine
Immobilizzazioni immateriali	Debiti verso l'Erario a lungo termine
Immobilizzazioni finanziarie	Fondo TFR
Crediti verso clienti a lungo termine	Fondi per rischi e oneri
Crediti verso l'Erario a lungo termine	
Crediti finanziari a lungo termine	**Patrimonio netto**
	Capitale sociale
	Riserve
	Utili a nuovo
	(-)Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti

Tabella 1: Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario[106]

2.2.2 Lo Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio della pertinenza gestionale

Un secondo criterio di riclassificazione del prospetto di Stato Patrimoniale è quello secondo cui le poste vengono aggregate sulla base della loro destinazione funzionale. Si rivela estremamente efficace per una piena comprensione degli effetti delle decisioni di investimento e finanziamento sulle varie aree gestionali. Tale prospetto riclassificato distingue, in particolare, la gestione caratteristica dalle altre gestioni, al fine di individuare le attività e le passività, correnti e durevoli, che afferiscono allo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa.

[106] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 20

La sezione dell'attivo viene scissa in due macro-aree: la gestione operativa e le attività di extra-gestione, che non sono connesse all'attività caratteristica dell'azienda.
All'interno dell'area della gestione operativa vengono, a loro volta, distinte due categorie di voci:

- Attività operative immobilizzate nette nelle quali rientrano gli investimenti e gli eventuali disinvestimenti in capitale fisso quali, ad esempio, terreni, fabbricati, impianti e macchinari, brevetti, spese d'impianto e ampliamento, al netto dei relativi fondi di ammortamento;
- Attività operative correnti nette che comprendono crediti e passività legati al normale svolgimento dell'attività d'impresa. Tale aggregato viene anche definito "Capitale Circolante Netto Operativo" e rappresenta l'ammontare di liquidità assorbito dalla gestione caratteristica: i crediti e i debiti di gestione, difatti, sono costi e ricavi la cui manifestazione finanziaria non si è ancora realizzata.

La somma tra le attività di gestione correnti e durevoli rappresenta il capitale investito netto operativo[107], ovvero l'ammontare di risorse di varia natura che sono state complessivamente investite per svolgere le operazioni di normale gestione.

Tra le attività di extra-gestione si collocano, invece, investimenti in elementi durevoli e non che sono estranei all'attività tipica dell'azienda e che non vengono impiegati nello svolgimento del ciclo produttivo. Un esempio di attività di extra-gestione è rappresentato da immobili ad uso abitativo dati in locazione, nel caso in cui l'impresa non operi nel settore immobiliare.

L'area del passivo, in sede di riclassificazione, viene suddivisa in: capitale proprio, passività finanziarie a breve termine e debiti finanziari con scadenza oltre l'esercizio. La distinzione degli impieghi finanziari in base alla scadenza ha la funzione di valutare se sussista la corretta correlazione temporale tra fonti e impieghi: idealmente, le passività correnti dovrebbero finanziare il capitale circolante netto operativo, mentre quelle consolidate dovrebbero essere destinate alla copertura degli investimenti in attività durevoli.[108] I mezzi propri, in quanto a scadenza indefinita, dovrebbero anch'essi

[107] https://www.cloudfinance.it/stato-patrimoniale-gestionale-capitale-investito.html
[108] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 22

concorrere al finanziamento di quanto investito in capitale fisso. Occorre, inoltre, specificare che le passività finanziarie vengono iscritte al netto delle disponibilità liquide e delle altre attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni e che non attengono alla gestione caratteristica. L'aggregato così calcolato viene definito "posizione finanziaria netta" e rappresenta il livello complessivo di indebitamento finanziario depurato della liquidità a disposizione dell'impresa.

TOTALE ATTIVO	TOTALE PASSIVO
Area della gestione operativa	**Passività finanziarie correnti**
Attività nette correnti	Debiti verso banche a breve termine
Crediti verso clienti a breve termine	Obbligazioni a breve termine
Crediti verso l'Erario a breve termine	Debiti rappresentati da titoli di credito a breve termine
Rimanenze	
Ratei e risconti attivi	
(-)Debiti verso fornitori a breve termine	
(-)Debiti verso l'Erario a breve termine	
(-)Ratei e risconti passivi	**Passività finanziarie consolidate**
	Debiti verso banche a lungo termine
	Obbligazioni a lungo termine
Attività operative non correnti	Debiti rappresentati da titoli di credito a lungo termine
Immobilizzazioni materiali	(-)Disponibilità liquide
Immobilizzazioni immateriali	
Immobilizzazioni finanziarie	
Crediti verso clienti a lungo termine	
Crediti verso l'Erario a lungo termine	
(-)Debiti verso fornitori a lungo termine	
(-)Debiti verso l'Erario a lungo termine	**Patrimonio netto**
(-)Fondo TFR	Capitale sociale
(-)Fondi per rischi e oneri	Riserve
	Utili a nuovo
	(-)Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti

Tabella 2: Stato Patrimoniale riclassificato a pertinenza gestionale[109]

2.2.3 Il Conto Economico riclassificato a ricavi e a costo del venduto

Il principale limite del prospetto di Conto Economico civilistico è che non distingue la quota di reddito generata dallo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa dalla

[109] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 26

ricchezza prodotta dalle altre gestioni e non consente, dunque, di compiere un'accurata analisi della redditività della gestione caratteristica. A tal proposito, gli analisti, prima di compiere le proprie valutazioni, provvedono alla riclassificazione anche del Conto Economico.

Un primo metodo impiegato è quello a ricavi e a costo del venduto, nel quale le componenti di reddito afferenti alla gestione caratteristica vengono rappresentate in forma scalare e classificate in due macro-aree[110]:

- Ricavi netti, pari al valore complessivo dei beni ceduti o dei servizi prestati nel corso del periodo amministrativo, al netto di eventuali resi o sconti concessi ai clienti;
- Costo del venduto, ovvero tutti quegli oneri operativi sostenuti dall'impresa per conseguire il fatturato dell'esercizio. Rientrano in tale sezione i costi per l'acquisto di materie prime, i costi sostenuti per la manodopera diretta, la variazione delle rimanenze e gli ammortamenti dei cespiti impiegati per completare il ciclo produttivo.

Sottraendo ai ricavi netti il costo del venduto si ottiene una grandezza rappresentativa del reddito generato dalla gestione caratteristica: il risultato operativo caratteristico, altrimenti definito EBIT, acronimo che sta per *Earnings Before Interests and Taxes*.[111] Si tratta di un aggregato indicativo dello stato di salute del complesso aziendale: se per più anni consecutivi l'impresa presenta un reddito della gestione operativa esiguo o, addirittura, negativo significa che il management non è in grado di generare valore tramite l'attività principale e, dunque, di coprire eventuali oneri aggiuntivi derivanti dalle altre gestioni aziendali e di remunerare adeguatamente le risorse investite[112]. Per giungere, poi, al reddito complessivo dell'esercizio è necessario sommare i risultati afferenti alle altre gestioni:

- Proventi o oneri patrimoniali accessori quali, ad esempio, fitti relativi ad immobili che non vengono impiegati per la realizzazione dell'attività tipica;

[110] Teodori Claudio, Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione, Giappichelli, 2017, pag. 53
[111] https://www.borsaitaliana.it/borsa/a dglossario/earnings-before-interest-and-taxes.html
[112] Teodori Claudio, Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione, Giappichelli, 2017, pag. 54

- ❖ Componenti di reddito straordinari, derivanti da operazioni inusuali e sporadiche che non sono in alcun modo connesse al normale svolgimento dell'attività d'impresa;
- ❖ Proventi ed oneri finanziari, connessi al reperimento e alla gestione di disponibilità finanziarie;
- ❖ Imposte dell'esercizio quali, ad esempio, l'Imposta sul Reddito delle Società (IRES) e l'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (IRAP).

Ricavi d'esercizio
+/- Variazione rimanenze pf
- Costo del Venduto
(+ Acquisti di merci)
(+/- Variazione rimanenze merci e materie prime)
(+ Costi del personale)
(+ Ammortamenti)
Reddito operativo
- Oneri straordinari
+ Proventi straordinari
- Oneri Finanziari
+ Proventi Finanziari
Reddito ante-imposte
- Imposte dell'esercizio
Utile

Tabella 3: Conto Economico riclassificato a ricavi e costo del venduto[113]

2.2.4 Il Conto Economico riclassificato a valore della produzione e a valore aggiunto

La riclassificazione a valore della produzione e a valore aggiunto rappresenta un'altra modalità di riordinare le voci di Conto Economico, al fine di individuare il contributo della gestione principale alla ricchezza complessivamente generata nel periodo. Le voci relative all'attività operativa vengono riorganizzate con modalità differenti rispetto al modello a ricavi e costo del venduto, mentre la sezione afferente alle gestioni patrimoniale e accessoria, finanziaria, straordinaria e tributaria è identica allo schema antecedentemente esposto.

[113] Cristofari Barbara e Daidola Giorgio, Analisi di bilancio per flussi ed indici. Con casi svolti, Tangram Edizioni Scientifiche, 2012, pag. 39

Il primo aggregato del prospetto riclassificato è rappresentato dal Valore della produzione, ovvero la somma tra i ricavi operativi, al netto di eventuali sconti o abbuoni, la variazione delle rimanenze di semilavorati e prodotti finiti e gli incrementi di valore a seguito di lavori interni.

Al fine di giungere al Valore aggiunto, è necessario sottrarre al Valore della produzione i Costi della produzione: acquisti di beni, la variazione delle giacenze di merci e materie prime, i costi sostenuti per i servizi. La grandezza così ottenuta è estremamente importante, in quanto rappresenta il maggior valore che l'attività aziendale ha apportato alle materie prime acquisite, al lordo dei costi del personale e degli altri fattori impiegati. L'ammontare del Valore aggiunto è strettamente legato al tipo di attività svolta e al livello di integrazione verticale dell'impresa: un'azienda industriale che realizza internamente tutte le fasi di fabbricazione del prodotto avrà un valore aggiunto superiore rispetto ad aziende che esternalizzano gran parte del processo produttivo[114].

Sottraendo al Valore aggiunto i costi del lavoro, si giunge ad un'altra grandezza rilevante per l'analisi di bilancio: il Margine Operativo Lordo, anche chiamato EBITDA, dall'inglese *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*[115]. Si tratta del valore che, pur non essendo un flusso di cassa vero e proprio, si avvicina molto alla liquidità generata dall'azienda tramite lo svolgimento dell'attività operativa, in quanto risultato della somma algebrica di componenti di reddito monetari a cui in futuro conseguiranno, presumibilmente, delle entrate o delle uscite di cassa[116]. Un MOL positivo indica, dunque, che l'impresa riesce, tramite la propria attività principale, a produrre risorse monetarie disponibili per la copertura degli oneri generati dalle altre gestioni.

Infine, l'EBIT è il risultato della sottrazione dal MOL dei costi non monetari afferenti all'attività operativa, quali accantonamenti a fondi e ammortamenti. Questi ultimi sono oneri che, pur riducendo l'utile, non comportano uscite di denaro e, dunque, non impattano sui *cash flows*. In merito a questa grandezza, valgono le medesime considerazioni compiute per il Conto Economico riclassificato a ricavi e costo del venduto:

---

[114] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 29

[115] https://gruppoitalfinance.it/it/update/ebitda-che-cose-analisi-bilancio#:~:text=L'EBITDA%2C%20acronimo%20inglese%20per,deprezzamenti%20e%20gli%20interessi%20aziendali.

[116] https://gruppoitalfinance.it/it/update/ebitda-che-cose-analisi-bilancio#:~:text=L'EBITDA%2C%20acronimo%20inglese%20per,deprezzamenti%20e%20gli%20interessi%20aziendali.

un reddito operativo positivo è sintomo di un'impresa sana, in grado di generare ricchezza tramite le operazioni caratteristiche.

Ricavi d'esercizio
+/- Variazione rimanenze p.f.
- Acquisti
+/- Variazione rimanenze merci e materie prime
Valore aggiunto
- Costi del personale
Margine Operativo Lordo
- Ammortamenti
Reddito operativo
- Oneri Straordinari
+ Proventi Straordinari
- Oneri Finanziari
+ Proventi Finanziari
Reddito ante-imposte
- Imposte dell'esercizio
Utile

Tabella 4: Conto Economico riclassificato a valore aggiunto[117]

Una volta effettuata la riorganizzazione delle poste patrimoniali e reddituali è possibile passare alla disamina dei tre equilibri aziendali fondamentali e alla loro valutazione tramite i principali indici e margini di bilancio.

2.3 L'equilibrio economico

L'equilibrio economico è quella situazione di armonia nella quale l'impresa oggetto di valutazione opera in condizioni di efficienza e riesce ad ottenere un'adeguata redditività. Requisito necessario, ma non sufficiente, per garantire la sussistenza dell'equilibrio reddituale è che i principali margini del Conto Economico riclassificato siano positivi: un utile maggiore di zero indica che il management è capace, tramite le varie attività svolte, caratteristiche e non, di coprire appieno gli oneri generati da tutte le aree aziendali. Similmente, il risultato operativo della gestione caratteristica (EBIT) rappresenta l'attitudine della gestione tipica di generare un valore incrementale rispetto ai costi derivanti dall'impiego delle materie prime, del personale e dei principali fattori

[117] Cristofari Barbara e Daidola Giorgio, Analisi di bilancio per flussi ed indici. Con casi svolti, Tangram Edizioni Scientifiche, 2012, pag. 40

produttivi; anche in questo caso, è di cruciale importanza che sia positivo e, ci si auspica, sufficientemente elevato da garantire, non solo la copertura degli oneri derivanti dalle altre gestioni ma anche l'avanzo di risorse aggiuntive da poter distribuire tra i soci o accantonare a riserva.
Tuttavia, la sola presenza di margini di reddito positivi non garantisce la sussistenza della condizione fondamentale di redditività. La redditività, infatti, viene definita dagli studiosi come l'abilità dell'impresa di remunerare congruamente il capitale investito ed impiegato per la produzione di reddito[118]. Ecco che la valutazione delle principali grandezze di Conto Economico riclassificato dev'essere affiancata all'analisi dei tassi di redditività, ricavati tramite il rapporto tra voci sia di Conto Economico che di Stato Patrimoniale.

Un primo indicatore impiegato per l'analisi della redditività complessiva dell'azienda è il ROA, acronimo di *Return on Assets*. È il risultato del rapporto tra l'utile e il Totale Attivo ed esprime, percentualmente, la remunerazione di ogni Euro di capitale investito tanto nella gestione caratteristica quanto nelle altre gestioni e finanziato con *equity* e con capitale di terzi.

$$Return\ On\ Assets\ (\%) = \frac{Reddito\ netto}{Totale\ Attivo}\%$$

Può assumere valori positivi o minori di zero, a seconda che nell'esercizio sia stato conseguito un utile o una perdita. In presenza di un ROA elevato e superiore a zero, l'impresa versa in buone condizioni di redditività, in cui ogni Euro del Totale Attivo viene impiegato efficacemente e genera valore distribuibile tra gli azionisti. Al contrario, nel caso in cui il *Return on Assets* assuma valori prossimi allo zero o, addirittura, negativi si può, ragionevolmente, affermare che l'equilibrio reddituale risulta minacciato.
Di cruciale importanza è, inoltre, l'analisi dell'andamento del ROA nel corso degli anni: se l'indicatore presenta valori modesti ma in crescita nel tempo, ci si può attendere che l'equilibrio, seppur precario, si collochi in una fase di miglioramento. Di contro, un ROA

[118] Renzi Antonio e Vagnani Gianluca, Fabbisogno finanziario, equilibrio e redditività, Giappichelli, 2016, pag. 340

elevato ma in diminuzione rispetto agli esercizi precedenti deve allarmare il vertice, in quanto l'utilizzo degli impieghi sta perdendo economicità[119].

Un altro indicatore fondamentale per il vaglio dell'equilibrio economico è il ROE, acronimo che sta per *Return On Equity*, ed esprime la redditività complessiva del capitale di rischio. Si calcola applicando la seguente formula

$$Return\ On\ Equity\ (\%) = \frac{Reddito\ netto}{Capitale\ proprio}\%$$

La misura così ottenuta indica, percentualmente, la ricchezza generata da ogni Euro di capitale apportato dagli azionisti, tramite tutte le gestioni aziendali, anche quelle non caratteristiche. Tanto maggiore è il ROE, tanto maggiore è la redditività del complesso aziendale e tanto più elevata sarà l'attrattività dell'azienda nei confronti di potenziali investitori.
È possibile compiere una valutazione della bontà del ROE tramite il confronto dello stesso con il costo del capitale di rischio (r_e): se la redditività del capitale proprio supera la sua onerosità, significa che l'azienda, tramite le sue varie gestioni, è in grado di remunerare appieno il rischio sopportato dagli azionisti. La relazione tra ROE e r_e risulta lampante se si analizza il calcolo del valore dell'*equity* (E) tramite il modello classico del *Discounted Cash Flow* (DCF) nell'ipotesi *steady-state*. In tale modello, il valore del capitale proprio viene calcolato come rapporto tra l'utile e il costo del capitale di rischio, impiegando la formula della rendita perpetua. Il risultato netto, a sua volta, può essere determinato tramite la moltiplicazione tra il capitale proprio e il ROE, giungendo dunque alla seguente formula[120]:

$$E = \frac{Reddito\ netto}{r_e} = \frac{ROE * Capitale\ proprio}{r_e}$$

[119] https://www.businesscoachingitalia.com/roa-come-calcolare-e-interpretare-il-tasso-di-rendimento-aziendale/

[120] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 176

Dal rapporto sovraesposto si evince che vi è generazione di valore solo in presenza di una redditività complessiva superiore al costo dell'*equity.*

Il ROE e il ROA, tuttavia, sono soggetti ai medesimi limiti dell'utile: non permettono di valutare l'economicità dell'attività tipica, in quanto influenzati dai risultati delle gestioni secondarie. Risulta, dunque, opportuno analizzare un indicatore di redditività che sia depurato dai risultati delle gestioni accessorie: il ROI, *Return On Investments*, calcolato nel seguente modo:

$$Return\ On\ Investments\ (\%) = \frac{EBIT}{Capitale\ investito\ nella\ gestione\ caratteristica}\%$$

Al numeratore si utilizza il reddito operativo, desumibile dal Conto Economico riclassificato, mentre al denominatore si inseriscono le attività nette correnti ed immobilizzate investite nella gestione operativa, rinvenibili dallo Stato Patrimoniale riclassificato a pertinenza gestionale.

La percentuale così ottenuta rappresenta la redditività che scaturisce dalla sola gestione caratteristica e permette, dunque, di valutare la capacità del vertice di condurre efficacemente l'impresa nello svolgimento del suo oggetto sociale.

Siccome non considera le scelte di finanziamento e gli effetti delle aree aziendali diverse da quella tipica, è un indicatore che si presta al confronto con i ROI delle altre imprese che operano nel medesimo settore e consente di compiere una valutazione della performance dell'entità oggetto di analisi[121]: se l'indice di redditività del capitale investito è superiore alla media del settore significa che l'impresa, tramite il solo svolgimento dell'attività tipica, riesce ad ottenere, percentualmente, maggiore ricchezza rispetto ai competitors e a remunerare al meglio il capitale investito.

È possibile compiere un'analisi più approfondita del ROI tramite la sua scomposizione in due componenti principali: il tasso di redditività delle vendite (*Return On Sales*) e il tasso di rotazione del capitale investito netto.

$$ROI = ROS * Tasso\ di\ rotazione\ del\ capitale\ investito$$

Più precisamente, le due determinanti del ROI si calcolano come segue:

[121] Rea Antonio Michele, L'analisi di bilancio per il controllo della gestione, Giappichelli, 2016 pag. 345

$$ROI\ (\%) = \frac{EBIT}{Vendite} * \frac{Vendite}{Capitale\ investito\ nella\ gestione\ caratteristica}$$

Il primo elemento dell'equazione, corrispondente al quoziente tra il reddito della gestione caratteristica e l'ammontare del fatturato, rappresenta il contributo dei ricavi di vendita alla generazione di reddito: indica, in percentuale, il margine di guadagno operativo realizzato su ogni Euro di fatturato[122]. L'andamento del ROS è strettamente collegato con le politiche commerciali dell'azienda e con il livello di efficienza del processo produttivo: è possibile, difatti, aumentare la redditività agendo sull'ammontare dei ricavi, per esempio tramite aumenti di prezzo o mediante politiche di marketing e comunicazione più efficaci, o riducendo l'incidenza dei costi operativi. Il valore assunto dall'indicatore fornisce informazioni preziose sulla capacità dell'impresa di produrre reddito:

- se ROS > 0 significa che il fatturato è più che sufficiente per compensare i costi operativi e garantisce risorse aggiuntive per la copertura degli oneri delle altre gestioni aziendali;
- in caso di ROS nullo, i ricavi coprono appena gli oneri della gestione caratteristica e l'eventuale generazione di utile dipende esclusivamente dai risultati delle gestioni accessoria, finanziaria e straordinaria;
- se ROS < 0 la redditività dell'impresa risulta gravemente compromessa, in quanto l'ammontare delle vendite viene più che eroso, oltre che dai costi di gestione, anche dagli oneri afferenti alle aree aziendali diverse da quella operativa[123].

La seconda componente del ROI, il tasso di rotazione del capitale investito nella gestione caratteristica (*Return On Turnover*[124]), è un indicatore del livello di produttività del capitale impiegato per lo svolgimento dell'attività tipica. La misura così calcolata indica, mediamente, quante volte nel corso dell'esercizio gli impieghi si "rinnovano" (tornano in forma monetaria), per mezzo delle vendite.[125] Un ROT elevato denota un alto grado di sfruttamento della capacità produttiva e ci si può ragionevolmente attendere che l'azienda benefici di economie scala.

[122] Giunta Francesco e Pisani Michele, L'analisi del bilancio, Apogeo Education, 2016, pag. 535
[123] https://www.cfmt.it/sites/default/files/af/materiali/Gli_indici_di_Bilancio.pdf
[124] https://www.businesscoachingitalia.com/rot-cose-e-come-si-calcola-il-return-on-turnover/#:~:text=L'indice%20ROT%2C%20conosciuto%20come,da%20parte%20di%20un'impresa.
[125] Giunta Francesco e Pisani Michele, L'analisi del bilancio, Apogeo Education, 2016, pag. 534

La bontà del ROI dell'impresa oggetto di valutazione è desumibile non solo dal suo confronto con la redditività media dei competitors, bensì anche dalla sua comparazione con un altro indicatore impiegato spesso nella pratica per il vaglio dell'equilibrio economico: l'onerosità dei mezzi di terzi, anche definita ROD (*Return On Debts*).

$$Return\ On\ Debts\ (\%) = \frac{Oneri\ finanziari}{Posizione\ Finanziaria\ Netta}\%$$

Il ROD indica, in termini percentuali, quanto costa all'impresa il ricorso al capitale di debito. Affinché l'impresa operi in condizioni di economicità, è necessario che i margini generati per mezzo della gestione caratteristica siano superiori al costo delle risorse prese a prestito dai terzi[126].

Viceversa, un ROI inferiore all'onerosità del capitale di debito indica la presenza di gravi diseconomie: i rendimenti derivanti dall'attività tipica vengono completamente erosi dagli oneri del ricorso ai mezzi di terzi e vi è, dunque, distruzione di valore.

Anche per quanto concerne il ROI è possibile compiere una valutazione della sua bontà tramite il confronto con il relativo costo del capitale: il WACC, acronimo che sta per *Weighted Average Cost of Capital*, ovvero il costo medio ponderato del capitale, che considera il costo del capitale di rischio (r_e) e il costo del capitale di debito (r_d) ponderati per il peso dell'*equity* e del capitale di terzi sul totale del passivo. Nel calcolo del WACC, il fattore ($1-t_c$) per il quale viene moltiplicato il costo del debito ha la funzione di considerare l'effetto dei cosiddetti "scudi fiscali". Si tratta del risparmio di imposte di cui beneficia l'impresa per effetto degli oneri finanziari che, riducendo il reddito netto, riducono la base imponibile e, di conseguenza, i relativi oneri tributari.

$$WACC = r_e * \frac{E}{D+E} + r_d * \frac{D}{D+E} * (1 - t_c)$$

Impiegando il modello *Discounted Cash Flows* nell'ipotesi *steady-state*, il valore dell'impresa può essere calcolato mediante il rapporto tra l'EBIT e il WACC. L'EBIT, a sua volta, può essere ricavato dalla formula inversa del ROI come moltiplicazione tra il capitale investito nella gestione caratteristica e il tasso di redditività.

[126] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 37

$$V = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{ROI * Capitale\ investito\ nella\ gestione\ caratteristica}{WACC}$$

Da tale relazione si può comprendere come vi sia generazione di valore solo se il ROI è in grado di coprire e superare il costo medio ponderato del capitale.[127]

2.4 L'equilibrio patrimoniale

Affinché il complesso aziendale sia in grado di operare agevolmente in condizioni di redditività, è necessario che disponga di una struttura di impieghi e di fonti che consenta l'ottimale svolgimento di tutte le varie attività, in particolare quella caratteristica. Questa condizione indefettibile è rappresentata dall'equilibrio patrimoniale e si può verificarne la sussistenza tramite l'analisi dello Stato Patrimoniale riclassificato.
Una prima dimensione da analizzare è la combinazione tra attività durevoli e attività correnti, desumibile dagli indicatori di elasticità e rigidità degli impieghi che possono essere ricavati dallo Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario.

$$Elasticità\ degli\ impieghi\ (\%) = \frac{Attività\ correnti}{Totale\ Attivo}\%$$

$$Rigidità\ degli\ impieghi\ (\%) = \frac{Attività\ non\ correnti}{Totale\ Attivo}\%$$

Gli indici sovraesposti misurano l'incidenza degli impieghi non durevoli e delle poste immobilizzate sul totale delle attività, possono assumere valori tra lo 0% e il 100% e sono tra loro complementari: se aumenta uno, diminuisce l'altro e viceversa.
L'indice di elasticità degli impieghi esprime, in valori percentuali, quanta parte dell'attivo è composta da elementi liquidi o prontamente liquidabili che possono, dunque, essere agevolmente e rapidamente trasformati in denaro per far fronte ad eventuali impegni immediati. Un elevato indice di elasticità denota una struttura snella e flessibile agli improvvisi mutamenti del contesto che, in ogni momento, possono minacciare l'attività

[127] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 175

d'impresa[128]. Specularmente, l'indice di rigidità degli impieghi indica la quota di attivo costituita da elementi immobilizzati. Se tale indicatore risulta superiore dell'indice di elasticità, significa che gran parte dell'attivo è costituita da componenti durevoli, di difficile smobilizzo e denota, dunque, una rigidità strutturale.
I livelli di elasticità e rigidità considerati "accettabili" variano notevolmente a seconda del genere di attività svolta: per le aziende ad elevato contenuto industriale sarà ragionevole attendersi una certa rigidità degli impieghi che, tuttavia, non denota un'impresa in disequilibrio patrimoniale, in quanto tale struttura è indispensabile per il compimento dell'attività tipica. All'inverso, un'impresa commerciale o di servizi, che non necessita di ingenti investimenti durevoli per il compiuto svolgimento dell'attività caratteristica, si considera in equilibrio quando gran parte degli impieghi è composta da componenti correnti[129]. Per valutare l'idoneità della struttura del Totale Attivo è, dunque, necessario comparare gli indicatori di composizione degli impieghi dell'impresa oggetto di analisi con i saggi di aziende similari per settore, attività svolta e dimensioni.

L'analisi degli impieghi va, poi, affiancata all'esame della struttura delle fonti di finanziamento, anch'essa imprescindibile per il mantenimento di un'entità sana e in equilibrio. Affinché tutti gli elementi operino in armonia, è essenziale che vi sia una corretta correlazione temporale tra le attività e le passività. A tal proposito, prima di passare alla disamina dei principali indicatori utilizzati dagli analisti, è necessario approfondire il concetto di fabbisogno finanziario che pervade, in ogni momento, l'attività d'impresa. Il fabbisogno finanziario è l'ammontare di risorse che occorre all'azienda per alimentare le varie operazioni, caratteristiche e non: effettuare investimenti, completare il ciclo produttivo, far fronte alle proprie obbligazioni, pagare i propri dipendenti. Questa necessità sorge dal fatto che la manifestazione finanziaria dei costi e dei ricavi, spesso, avviene in momenti distinti e le uscite di denaro, tendenzialmente, precedono le entrate. L'esigenza di liquidità può essere classificata in:

- fabbisogno finanziario di breve termine, quando ci si attende che la carenza di liquidità possa essere soddisfatta entro l'esercizio. È il caso, ad esempio, dei crediti a breve termine o delle giacenze che si prevede di cedere entro dodici mesi;

[128] https://dizionarioeconomico.com/indice-di-elasticita-degli-impieghi
[129] https://www.softwareanalisidibilancio.it/composizione.html

- ❖ fabbisogno finanziario di medio-lungo termine, generato da esborsi monetari sostenuti per acquisire elementi a lento smobilizzo, quali, ad esempio, immobilizzazioni.

Queste due tipologie di fabbisogno richiedono adeguati mezzi di copertura acquisibili da fonti interne o esterne. Nel primo caso, il finanziamento avviene tramite l'apporto di capitale di rischio da parte dei proprietari e mediante gli utili conseguiti nel corso degli esercizi, nella seconda fattispecie, invece, le risorse provengono da soggetti terzi all'impresa: fornitori, banche o altri intermediari finanziari. Similmente ai fabbisogni, anche le fonti hanno una "durata", in quanto prevedono il rimborso entro oppure oltre l'esercizio. Affinché sussista l'equilibrio patrimoniale è imprescindibile che vi sia coerenza tra l'esigibilità delle fonti e il tempo impiegato dalle poste dell'attivo per trasformarsi in liquidità. È, dunque, essenziale che la direzione organizzi le politiche di finanziamento sulla base della natura e della durata dei fabbisogni finanziari.
Idealmente, gli investimenti in elementi durevoli dovrebbero essere completamente finanziati con mezzi di copertura a lungo termine, quali passività consolidate e capitale proprio. Se ciò non avvenisse e le attività non correnti fossero, anche solo parzialmente, coperte tramite fonti a breve scadenza, l'impresa si troverebbe a dover far fronte ad impegni a breve termine con impieghi che, per loro natura, si trasformano in liquidità in un periodo di tempo superiore all'esercizio: si genererebbe, dunque, una condizione di carenza di liquidità che potrebbe minare il regolare svolgimento dell'attività caratteristica[130]. Gli analisti verificano l'esistenza di una corretta copertura dell'attivo fisso tramite il calcolo del Margine di copertura (o di struttura) e dell'indice di struttura, ricavabili dallo Stato Patrimoniale riclassificato secondo la liquidità degli impieghi e l'esigibilità delle fonti.

$$Margine\ di\ copertura = Capitale\ proprio + Passivit\grave{a}\ consolidate - Attivo\ durevole$$

$$Indice\ di\ struttura = \frac{Capitale\ proprio + Passivit\grave{a}\ consolidate}{Attivo\ durevole}$$

[130] Marchi Luciano (a cura di), Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale, Giappichelli, 2014, pag. 425

Vi è un'idonea correlazione temporale tra le fonti e gli impieghi quando il margine di copertura risulta maggiore di zero e, dunque, l'attivo immobilizzato è completamente finanziato con risorse a lunga scadenza. Se il margine di copertura risulta positivo, si avrà, di conseguenza, un quoziente di struttura superiore ad 1. Nonostante entrambi assolvano la stessa funzione, si considera preferibile verificare la coerenza temporale tramite il calcolo dell'indice, in quanto consente di compiere comparazioni con gli esercizi passati oppure con le imprese che operano nel medesimo settore e hanno dimensioni analoghe[131]. In tal modo è possibile verificare se, pur essendoci un margine di struttura positivo, si siano verificati peggioramenti della composizione fonti-impieghi nel corso dei periodi amministrativi ed intervenire di conseguenza.

Specularmente, affinché l'equilibrio patrimoniale sia garantito, le attività circolanti dovrebbero essere finanziate per lo più con passività correnti. Parte del fabbisogno finanziario a breve termine viene soddisfatta tramite le dilazioni di pagamento concesse dai fornitori. Per la quota non coperta dai debiti commerciali o da altri debiti di gestione, rappresentata dal Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO), l'impresa si trova a doversi rivolgere alle banche o ad altri istituti di credito per la concessione di finanziamenti a breve termine quali, ad esempio, affidamenti in conto corrente o anticipi di fatture[132].

<table>
<tr><th colspan="2">STATO PATRIMONIALE</th></tr>
<tr><th>Totale Attivo</th><th>Totale Passivo</th></tr>
<tr><td rowspan="2">Attivo immobilizzato</td><td>Patrimonio netto</td></tr>
<tr><td>Passività consolidate</td></tr>
<tr><td>CCNO</td><td>Passività finanziarie a breve</td></tr>
</table>

Tabella 5: Equilibrio patrimoniale[133]

[131] Marchi Luciano (a cura di), Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale, Giappichelli, 2014, pag. 426

[132] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 43

[133] Fonte: Rielaborazione personale

Un ulteriore elemento da vagliare per l'analisi dell'equilibrio patrimoniale è il livello di indebitamento complessivo. Un'impresa solida patrimonialmente, difatti, è un'impresa che non dipende eccessivamente dalle risorse apportate da terzi e che dispone di un sufficiente ammontare di capitale proprio. Il quoziente di indebitamento, dato dal rapporto tra le passività e il patrimonio netto, indica, per ogni Euro di *equity*, a quanti Euro di indebitamento ha fatto ricorso l'azienda.

$$Quoziente\ di\ indebitamento = \frac{Capitale\ di\ debito}{Capitale\ di\ rischio}$$

Tanto più elevato è tale coefficiente, tanto maggiore è la dipendenza dai mezzi di terzi e tanto più l'impresa viene considerata sottocapitalizzata. Al fine di interpretare correttamente tale indicatore, l'analista non può esimersi dal considerare la qualità dell'indebitamento e la sua esigibilità. A parità di coefficiente di indebitamento, difatti, il grado di rischiosità di un'azienda varia in relazione alla composizione dei mezzi di terzi.
Per quanto concerne la tipologia di indebitamento, si possono distinguere due categorie principali:

- Debiti di gestione, sorti fisiologicamente nel corso dello svolgimento dell'attività tipica. Se questi costituiscono gran parte delle passività, l'azienda viene considerata meno rischiosa;
- Debiti di finanziamento, derivanti dall'apporto di risorse da parte di finanziatori esterni quali, ad esempio, intermediari finanziari.

Spesso, gli analisti, per compiere una più accurata valutazione dell'indebitamento, utilizzano il rapporto tra i debiti finanziari e il capitale proprio[134], in quanto un'impresa con una maggiore incidenza di debiti di finanziamento viene considerata meno autonoma e, di conseguenza, meno solida patrimonialmente.

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

[134] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 36

In tal modo, è possibile comprendere in che misura l'impresa dipenda da banche o da altri istituti di credito che apportano risorse caratterizzate da una certa onerosità: gli interessi passivi. È evidente come un grado di indebitamento finanziario eccessivamente elevato abbia delle ripercussioni rilevanti sull'equilibrio economico: un significativo ammontare di oneri finanziari, pur generando dei benefici fiscali per effetto della deducibilità, provoca anche una diminuzione del reddito netto e, dunque, un peggioramento della redditività.
Per comprendere appieno la rischiosità del grado di indebitamento e il suo impatto sull'equilibrio reddituale è opportuno introdurre la formula della leva finanziaria.

$$ROE = ROI + (ROI - ROD) * \frac{Debiti\ Finanziari}{Capitale\ Proprio}$$

Un elevato livello di indebitamento ha un effetto positivo sulla redditività dell'*equity* solo nel momento in cui la capacità della gestione caratteristica di generare reddito è superiore all'onerosità dei mezzi di terzi. Al contrario, se la differenza tra il ROI e il ROD è inferiore a zero, un significativo grado di indebitamento finanziario causa un rilevante deterioramento del ROE e, dunque dell'equilibrio economico. Un contenuto rapporto tra i debiti di finanziamento e il patrimonio netto, invece, fa sì che il ROE sia meno sensibile ad eventuali diseconomie nella gestione caratteristica e, quindi, il complesso aziendale si considera meno rischioso.

Oltre al tipo di debito, è necessario considerare anche la sua durata, al fine di compiere una minuziosa valutazione della struttura delle fonti di finanziamento dell'impresa. Con la medesima logica impiegata per calcolare gli indicatori di composizione degli impieghi è possibile calcolare i coefficienti di elasticità e di rigidità delle fonti[135].

$$Indice\ di\ elasticità\ delle\ fonti = \frac{Passività\ correnti}{Totale\ passività}$$

$$Indice\ di\ rigidità\ delle\ fonti = \frac{Passività\ non\ correnti}{Totale\ passività}$$

[135] https://studiofazzini.it/ricerche/analisi-bilancio-solidita/#:~:text=La%20composizione%20delle%20fonti%20%C3%A8,esame%20dell'equilibrio%20finanziario%20non

Per quanto concerne le fonti, a differenza delle considerazioni compiute antecedentemente per gli impieghi, è preferibile avere un'incidenza maggiore delle passività consolidate rispetto agli impegni a breve termine. Difatti, una struttura delle passività eccessivamente elastica comporterebbe un'elevata mole di obbligazioni a cui far fronte nel breve periodo, col rischio che l'impresa subisca una forte contrazione della liquidità e si trovi costretta a richiedere ulteriori finanziamenti, peggiorando, così, ulteriormente l'equilibrio.

2.5 L'equilibrio finanziario

Posto che per qualsiasi impresa risulta complesso, se non impossibile, finanziare le svariate operazioni svolte esclusivamente tramite le risorse apportate dai soci, si rende, inevitabilmente, necessario il ricorso al capitale di debito, tramite i vari canali disponibili. Nella prassi, le principali fonti di finanziamento esterne sono rappresentate da debiti verso fornitori, debiti verso banche o verso altri istituti di credito, prestiti obbligazionari o prestiti agevolati[136]. Tutte queste fonti, in quanto provenienti dall'esterno, sono risorse che devono essere rimborsate entro una data scadenza: è, dunque, essenziale che l'azienda detenga denaro a sufficienza per far fronte, con puntualità, agli impegni assunti. L'equilibrio finanziario è quella condizione fondamentale che garantisce, da un lato, il soddisfacimento dei fabbisogni che sorgono dalle varie gestioni aziendali e, dall'altro, l'ottemperanza delle obbligazioni nei confronti dei conferenti di capitale di debito[137]. È, dunque, di cruciale importanza monitorare costantemente la dinamica finanziaria, al fine di assicurarsi la bontà dello stato di salute dell'impresa.
È possibile individuare l'eventuale presenza di tensioni finanziarie dall'analisi di due prospetti fondamentali:

- lo Stato Patrimoniale riclassificato, da cui è possibile valutare se vi sia un adeguato livello di indebitamento e ricavare i principali coefficienti di liquidità. Quest'analisi viene definita "statica", in quanto compiuta su grandezze fondo, disponibili in un dato istante dell'esercizio.

[136] https://agicap.com/it/articolo/fonti-di-finanziamento/
[137] https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari12.pdf

- il Rendiconto Finanziario, dal quale è desumibile l'andamento dei flussi di cassa, indispensabili per il regolare adempimento degli impegni assunti nei confronti di terzi. Tale tipologia di valutazione viene definita, invece, "dinamica" in quanto effettuata su grandezze flusso, risultato delle varie operazioni del periodo amministrativo.

Una prima dimensione da analizzare è, indubbiamente, il tasso di indebitamento, il cui calcolo è stato antecedentemente esplicato nella sezione concernente l'equilibrio patrimoniale. Un debito eccessivamente elevato rispetto al capitale proprio non è solo sintomo di uno squilibrio strutturale, bensì indica che l'impresa versa in una situazione di tensione finanziaria: uno smisurato ricorso ai mezzi di terzi, difatti, denota l'incapacità dell'impresa di generare in autonomia risorse sufficienti ad alimentare le varie gestioni aziendali e a far fronte alle obbligazioni assunte. Al contrario, in presenza di un'adeguata patrimonializzazione ci si può ragionevolmente attendere il rispetto degli impegni secondo le scadenze pattuite e con mezzi di pagamento "normali" quali, ad esempio, il denaro.
La solvibilità del complesso aziendale è, poi, desumibile dalla determinazione degli indici di disponibilità e di liquidità. I suddetti coefficienti consentono di verificare se l'impresa disponga di impieghi liquidi o di agevole smobilizzo con cui fronteggiare regolarmente le proprie passività più prossime.
L'indice di disponibilità, altrimenti chiamato *current ratio*, è dato dal rapporto tra le attività correnti e le passività correnti. Il margine corrispondente al *current ratio* è il Capitale Circolante Netto (CCN), dato dalla differenza tra le attività e la passività a breve termine.

$$Capitale\ Circolante\ Netto = Attività\ correnti - Passività\ correnti$$

$$Current\ ratio = \frac{Attività\ correnti}{Passività\ correnti}$$

Affinché l'organizzazione si possa considerare in equilibrio, gli analisti considerano soddisfacente un Capitale Circolante Netto maggiore di zero e un quoziente di disponibilità maggiore di 1. In tal caso, le risorse liquide o liquidabili nel breve periodo

sono più che sufficienti a coprire i debiti a breve termine e l'impresa, dunque, non deve disinvestire elementi durevoli o richiedere ulteriori finanziamenti per ottenere risorse finanziarie aggiuntive. Se l'indice di disponibilità fosse inferiore a 1, l'impresa verserebbe in una condizione di squilibrio sia finanziario che patrimoniale: le passività correnti andrebbero a finanziare parte dell'attivo immobilizzato, facendo così venir meno la corretta correlazione temporale tra fonti ed impieghi.

L'indice di liquidità, o *acid test ratio*, è espressivo della capacità del complesso aziendale di soddisfare le obbligazioni più prossime mediante la porzione più liquida del capitale circolante: disponibilità immediate e crediti a breve termine[138]. Similmente al coefficiente di disponibilità, anche all'*acid test ratio* è possibile affiancare il calcolo di un margine che assolve la medesima funzione: il Margine di Tesoreria, risultato della differenza tra l'attivo circolante al netto delle giacenze e i debiti a breve termine.[139]

$$Margine\ di\ Tesoreria = Disponibilità\ liquide + Crediti\ a\ breve - Passività\ correnti$$

$$Acid\ test\ ratio = \frac{Disponibilità\ liquide + Crediti\ a\ breve}{Passività\ correnti}$$

Nella prassi è accettabile un Margine di Tesoreria inferiore a zero, purché il quoziente di liquidità sia prossimo a 1: significa che la gran parte delle obbligazioni più immediate viene soddisfatta tramite gli elementi più liquidi del Totale Attivo, mentre la quota restate richiede che vengano cedute le scorte di magazzino. Un indice di liquidità superiore a 1 denota un'impresa estremamente solvente, che non necessita nemmeno della dismissione delle giacenze per liberare liquidità.
Nonostante il CCN e il Margine di Tesoreria assolvano la medesima funzione dei coefficienti di disponibilità e di liquidità, si ritiene che quest'ultimi abbiano una maggiore valenza informativa, in quanto consentono la comparazione con imprese che operano nel medesimo settore e con i dati degli esercizi precedenti. Tramite il confronto con gli altri operatori del mercato è possibile comprendere se l'impresa sia più o meno solvente dei *competitors* e se, quindi, possa aspirare ad accedere più o meno agevolmente al credito. Il

[138] https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari12.pdf
[139] https://www.cfmt.it/sites/default/files/af/materiali/Gli_indici_di_Bilancio.pdf

raffronto con gli indicatori di solvibilità degli anni passati permette di rilevare quanto prima un ipotetico peggioramento dell'equilibrio finanziario.

Al fine di comprendere appieno la dinamica della liquidità della gestione caratteristica è utile analizzare l'andamento del Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO) nel corso dei periodi amministrativi, desumibile dalla riclassificazione dello Stato Patrimoniale a pertinenza gestionale.

$$CCNO = Crediti\ di\ gestione + Giacenze - Debiti\ di\ gestione$$

Il CCNO un indicatore del fabbisogno finanziario generato dall'attività tipica corrente dell'impresa. L'ammontare di tale margine dipende in larga misura dalle politiche di gestione delle scorte, di incasso dei ricavi e di pagamento degli oneri operativi: una sua variazione nel corso degli anni, dunque, discende da un mutamento nella durata del Ciclo Monetario. Il Ciclo Monetario è dato dalla somma dei giorni medi di dilazione concessi ai clienti e dei tempi medi di giacenza delle rimanenze in magazzino al netto delle dilazioni ottenute dai fornitori[140].

$$Ciclo\ Monetario = Giorni\ Clienti + Giorni\ Scorte - Giorni\ Fornitori$$

$$Giorni\ medi\ di\ dilazione\ sui\ crediti = \frac{Crediti\ v/clienti}{Ricavi\ di\ vendita} * 365$$

$$Giorni\ medi\ di\ dilazione\ sui\ debiti = \frac{Debiti\ v/fornitori}{Acquisti} * 365$$

$$Tempi\ medi\ di\ giacenza\ delle\ rimanenze = \frac{Scorte}{Ricavi\ di\ vendita} * 365$$

Tanto più elevata è la durata del Ciclo Monetario, tanto maggiore è il tempo che intercorre dal momento in cui l'impresa sopporta le uscite di cassa relative agli acquisti all'istante in cui i ricavi hanno la loro manifestazione finanziaria.

[140] https://www.cfmt.it/sites/default/files/af/materiali/Gli_indici_di_Bilancio.pdf

Un aumento del Ciclo Monetario e, dunque, del CCNO viene, generalmente, mal visto dagli analisti, in quanto può essere connesso alla perdita di potere contrattuale nei confronti di clienti e fornitori e ad un'inefficiente gestione del magazzino[141]. Una variazione positiva del CCNO, difatti, denota che la gestione caratteristica corrente assorbe maggiore liquidità rispetto al passato.
Viceversa, una diminuzione del Capitale Circolante Netto Operativo, dal punto di vista finanziario, è da interpretare come un segnale positivo: l'impresa riesce ad ottenere maggiori dilazioni dai fornitori, a concedere minori differimenti ai propri clienti e ad ottimizzare la gestione delle scorte. Tanto più breve è il Ciclo Monetario, tanto minore sarà la quantità di finanziamenti a breve necessaria per coprire il CCNO[142].

Al fine di valutare l'attitudine della gestione caratteristica a generare risorse sufficienti a sostenere adeguatamente l'onerosità del debito, è opportuno calcolare l'indice di copertura degli interessi passivi (ICR, *Interests Coverage Ratio*). È dato dal rapporto tra l'EBITDA e gli oneri finanziari[143]:

$$Interests\ Coverage\ Ratio = \frac{EBITDA}{Oneri\ Finanziari}$$

Nella prassi, si ritiene soddisfacente un ICR superiore a 1,5: significa che l'impresa, tramite l'attività tipica, genera un ammontare di risorse pari a 1,5 volte l'ammontare degli interessi. In tal caso, il complesso aziendale risulta sufficientemente autonomo ed in grado di sostenere agevolmente gli esborsi connessi al ricorso ai mezzi di terzi.
In presenza di un tasso di copertura degli oneri finanziari inferiore a 1,5, invece, la quasi totalità del Margine Operativo Lordo è assorbita dai costi afferenti alla gestione finanziaria e non avanzano, dunque, risorse aggiuntive per alimentare le altre gestioni aziendali.
Un ICR che assume valori inferiori a 1 è la fattispecie più grave: l'attività operativa copre solo parzialmente gli interessi passivi ed è, dunque, necessario attingere dalle altre gestioni per riuscire ad onorare gli impegni assunti verso gli enti finanziatori. In tal caso

[141] https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-circolante-netto.html
[142] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 28
[143] https://www.investopedia.com/terms/i/interestcoverageratio.asp

l'impresa versa in un'importante tensione finanziaria e l'equilibrio finanziario risulta notevolmente compromesso.
Come ogni indicatore, l'*Interests Coverage Ratio* si presta al confronto con gli esercizi anteriori, al fine di appurare se l'equilibrio finanziario stia migliorando, si stia deteriorando o se sia invariato rispetto al passato.

Una volta conclusa l'analisi degli indicatori finanziari ricavabili dallo Stato Patrimoniale riclassificato, è possibile completare il vaglio dell'equilibrio finanziario tramite l'esame del Rendiconto Finanziario. Tale prospetto esprime la dinamica dei flussi di cassa, essenziali per il rispetto degli impegni a scadenza, e consente di valutare se l'impresa, nel corso dell'esercizio, sia stata in grado di generare entrate di cassa sufficienti a superare le uscite di denaro. Per la costruzione del Rendiconto Finanziario sono necessari il Conto Economico dell'esercizio appena conclusosi e due Stati Patrimoniali riclassificati, uno dell'esercizio corrente e uno dell'esercizio precedente, al fine di verificare se nelle poste dell'attivo o del passivo siano intervenute variazioni che possano aver generato o distrutto liquidità. Entrando nello specifico si considerano operazioni che hanno contribuito alla creazione di cassa[144]:

- una riduzione dei crediti;
- una diminuzione dell'attivo immobilizzato per effetto, ad esempio, dell'alienazione di cespiti;
- un aumento del patrimonio netto a seguito, ad esempio, dell'apporto di capitale sociale da parte dei soci o dell'accantonamento dell'utile a riserva;
- un incremento dei debiti di gestione e finanziari; si pensi, ad esempio, all'accensione di un nuovo finanziamento.

Al contrario, assorbono liquidità:

- un aumento dei crediti;
- l'acquisto di nuove immobilizzazioni;
- una diminuzione del capitale proprio tramite, ad esempio, l'utilizzo delle riserve per la copertura di perdite o la distribuzione dei dividendi;

[144] https://www.fpcu.it/App_Common/Files/FilesEventi/53761/Rendiconto%20finanziario_.pdf

- una diminuzione delle passività per effetto, ad esempio, del pagamento dei fornitori o dell'Erario oppure del rimborso di un debito bancario.

Per quanto concerne le poste di Conto Economico, rilevano, ai fini del calcolo dei flussi di cassa, le componenti di reddito positive e negative che hanno natura monetaria. Dovranno, dunque, essere esclusi quegli elementi reddituali ai quali non consegue un'entrata o un'uscita di risorse monetarie come, ad esempio, ammortamenti, accantonamenti a fondi o svalutazioni[145].

La prima grandezza fondamentale esaminata dagli analisti è il flusso generato dalla gestione caratteristica: FCFO, acronimo che sta per *Free Cash Flow from Operations*, che sintetizza la liquidità prodotta o assorbita attraverso la gestione corrente e le operazioni compiute sul capitale fisso (CAPEX).

Margine Operativo Lordo
- Δ Capitale Circolante Netto Operativo
- Imposte operative
Flusso di Cassa della Gestione Corrente
- CAPEX
Free Cash Flow from Operations (FCFO)

Tabella 6: Calcolo FCFO[146]

Ai fini del calcolo degli FCFO:

- l'EBITDA dev'essere corretto per la variazione del CCNO, che rappresenta quella parte di costi e di ricavi operativi che non ha ancora avuto la propria manifestazione finanziaria;
- le imposte operative sono il risultato delle imposte dell'esercizio incrementate degli scudi fiscali. Si tratta dell'imposizione fiscale che l'impresa subirebbe se non potesse beneficiare della deducibilità degli oneri finanziari;
- la voce "CAPEX" (*Capital Expenditures*) è data dalla differenza tra gli investimenti e i disinvestimenti in immobilizzazioni, depurata dell'effetto degli ammortamenti

[145] https://www.odcec.torino.it/public/convegni/slides_torino_03122018.pdf
[146] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 63

che, per loro natura, sono costi a cui non conseguono uscite di cassa. Si tratta delle spese nette sostenute dall'impresa per dotarsi di capitale fisso destinato a generare proventi operativi e, dunque, liquidità negli esercizi seguenti[147].

È cruciale che, nel corso degli esercizi, il flusso della gestione caratteristica sia sufficientemente elevato da consentire all'azienda di coprire, tramite l'attività principale, le uscite di cassa derivanti dalle altre gestioni e di garantire risorse finanziarie ai proprietari, il cosiddetto FCFE (*Free Cash Flow to Equity*). Un *Free Cash Flow from Operations* di modico valore o, addirittura, negativo è, indubbiamente, sintomo di un'attività tipica gestita in maniera inefficiente che distrugge liquidità e che provoca tensione finanziaria all'azienda.
Il *cash flow* disponibile per gli azionisti è quell'ammontare di denaro che può essere distribuito ai soci, a seguito del regolamento dei debiti con i principali portatori di interessi come, ad esempio, i fornitori, l'ente impositore e gli istituti bancari.

Free Cash Flow from Operations (FCFO)
- Oneri finanziari
+ Scudi fiscali
+ Proventi finanziari
- Rimborso debiti finanziari
+ Accensione finanziamenti
- Oneri straordinari
+ Proventi straordinari
- Investimenti di extra-gestione
+ Disinvestimenti di extra-gestione
Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Tabella 7: Calcolo FCFE[148]

Al fine di individuare le risorse monetarie effettivamente disponibili per l'imprenditore o per i soci, il flusso di cassa derivante dalle operazioni di gestione dev'essere depurato degli esborsi afferenti alle gestioni finanziaria e straordinaria: interessi passivi calcolati

[147] https://www.odcec.torino.it/public/convegni/slides_torino_03122018.pdf
[148] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 63

sui debiti verso banche, restituzione delle quote di un finanziamento, acquisti di immobili civili e altre componenti di reddito straordinarie. È necessario, poi, incrementare il *Free Cash Flow from Operations* dell'ammontare dei proventi straordinari e finanziari conseguiti nel corso dell'esercizio.
Infine, un ultimo elemento da sommare ai flussi di cassa della gestione caratteristica è l'effetto del beneficio fiscale della deducibilità degli oneri finanziari, calcolato come segue:

$$Scudi\ fiscali = Oneri\ finanziari * t_c$$

La moltiplicazione tra gli interessi passivi e l'aliquota fiscale rappresenta il risparmio di imposte di cui gode l'impresa per effetto dell'indebitamento e, dunque, nella determinazione dei flussi di cassa viene considerato un'entrata di cassa, in quanto consente all'azienda di disporre di maggiori risorse monetarie.
Addizionando o sottraendo gli effetti delle operazioni compiute sul capitale proprio, si giunge, infine, al *cash flow* totale generato (o assorbito) nel corso dell'esercizio appena conclusosi.

Free Cash Flow to Equity (FCFE)
- Dividendi distribuiti
- Riduzione Patrimonio Netto
+ Aumento Patrimonio Netto
Variazione disponibilità liquide

Tabella 8: Calcolo flusso di cassa globale[149]

Entrando nello specifico:

- la distribuzione di dividendi assorbe liquidità e viene, dunque, indicata con segno negativo;
- la riduzione del capitale proprio a seguito della delibera di restituzione del capitale sociale o di utilizzo di riserve per la copertura di perdite viene, anch'essa, indicata con segno negativo;

[149] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 63

- l'incremento dell'*equity* comporta un maggiore ammontare di risorse monetarie disponibili per l'impresa e viene, di conseguenza, sommato al *Free Cash Flow to Equity*.

Dal rendiconto finanziario è possibile calcolare un importante indicatore per valutare la solidità finanziaria dell'impresa e la sua capacità di rimborso: il DCSR, acronimo inglese che sta per *Debt Service Coverage Ratio*. Tale indice può essere determinato con due formule differenti, a seconda che si desideri valutare la sostenibilità degli impegni finanziari di breve o di lungo periodo:

$$Debt\ Service\ Coverage\ Ratio\ a\ breve = \frac{Flusso\ di\ Cassa\ della\ Gestione\ Corrente}{Quota\ capitale + Oneri\ finanziari}$$

$$Debt\ Service\ Coverage\ Ratio\ a\ lungo = \frac{EBITDA\ al\ netto\ dell'imposizione\ fiscale}{Quota\ capitale + Oneri\ finanziari}$$

In questa seconda formulazione si considera solo il Margine Operativo Lordo al netto delle imposte in quanto molti analisti ritengono che, nel lungo termine, le variazioni del Capitale Circolante Netto Operativo siano nulle[150].
Per entrambe le formulazioni la metodologia di analisi è la medesima:

- un DSCR>1 denota una situazione finanziaria molto positiva, in quanto la liquidità generata copre appieno gli esborsi connessi agli interessi passivi e alla quota di debito da rimborsare;
- se il DSCR assume un valore pari a 1 significa che l'impresa è in grado di coprire, tramite la gestione caratteristica, le uscite derivanti dalla gestione finanziaria. Malgrado ciò, una volta onorati gli impegni assunti verso i terzi, non sono disponibili ulteriori risorse finanziarie spendibili in investimenti o distribuibili tra i soci;
- un DCSR inferiore all'unità è sintomo di gravi squilibri finanziari e di una scarsa solvibilità. Aziende in tale situazione sono considerate estremamente rischiose e potrebbero faticare molto ad accedere al credito.

[150] Beltrame Federico, Bertinetti Giorgio S., Sclip Alex, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021, pag. 58

Nella determinazione del DCSR è utile utilizzare sia valori storici che prospettici. Nel primo caso è possibile verificare se, nel corso degli esercizi, sia peggiorata o migliorata la capacità di rimborso del complesso aziendale. L'impiego di flussi di cassa prospettici, invece, si presta alla valutazione della sostenibilità del debito nel futuro.

L'analisi dei flussi di cassa, affinché si possa giungere ad un'adeguata conclusione sulla situazione finanziaria dell'impresa e sulla sua attitudine a generare valore, non dev'essere compiuta esclusivamente sull'esercizio appena conclusosi, bensì anche sugli esercizi passati: un solo esercizio terminato con un *cash flow* operativo di modico valore non indica necessariamente una situazione di disequilibrio finanziario, mentre più anni consecutivi caratterizzati da distruzione di liquidità dovrebbero allarmare il vertice.
Un altro elemento essenziale da considerare nel corso dell'esame dei flussi di cassa è lo stadio del ciclo di vita in cui si colloca l'impresa e la sua strategia: tipicamente, nei primi anni di vita, un'impresa, seppure in crescita e ben funzionante, è carente di liquidità, per effetto degli esborsi necessari al supporto dello sviluppo che sta affrontando.
Si pensi, ad esempio, ad un'organizzazione giovane che nel periodo amministrativo appena terminato ha effettuato ingenti investimenti in macchinari all'avanguardia o ha sostenuto significativi costi di ricerca e sviluppo: è molto plausibile che il flusso della gestione caratteristica sia modesto o, addirittura, negativo. La situazione appena descritta, tuttavia, non è quella di un'impresa in squilibrio, bensì di un'entità in espansione che, probabilmente, negli esercizi successivi riuscirà agevolmente a conseguire *cash flows* operativi positivi ed elevati.
Al contrario, un esiguo *Free Cash Flow from Operations* causato da una riduzione dei ricavi operativi o da un aumento del Capitale Circolante Netto Operativo, potrebbe essere sintomo di squilibrio: la minore liquidità, in questo caso, potrebbe essere dovuta alla perdita di attrattività nel mercato e alla diminuzione del potere contrattuale nei confronti di clienti e fornitori. In tal caso, è opportuno che il vertice riveda la propria strategia e trovi un modo per riposizionarsi rispetto ai *competitors*.

Per quanto concerne l'analisi dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti, è necessario affiancare all'esame del rendiconto finanziario la valutazione del coefficiente di indebitamento. Un *Free Cash Flow to Equity* elevato per effetto dell'accensione di un nuovo finanziamento non è, necessariamente, da considerarsi un segnale positivo per gli

equilibri finanziario e patrimoniale. Tale apporto di risorse da terzi, nonostante abbia avuto un effetto benefico sulla liquidità di breve periodo, potrebbe, difatti, aver incrementato notevolmente il rapporto *Debito/Equity* rendendo, dunque, l'impresa meno patrimonializzata e più rischiosa.
Viceversa, un flusso per i proprietari di modesto valore potrebbe, in un dato esercizio, essere dovuto al rimborso di una cospicua quota di un debito finanziario. È evidente come, nonostante l'esigua liquidità generata, ne giovino gli equilibri patrimoniale e finanziario: la dipendenza dai mezzi di terzi risulta diminuita, vi è una minore incidenza degli oneri finanziari e l'azienda appare più capitalizzata.
Come si evince dagli esempi appena citati, è cruciale, a seguito della determinazione degli indici e dei flussi di cassa, contestualizzare i risultati ottenuti. L'analisi degli equilibri, quindi, non può prescindere dall'acquisizione di informazioni relative allo stadio del ciclo di vita in cui si colloca l'impresa, alla tipologia di attività svolta e all'ambiente in cui opera.

2.6 Le interdipendenze tra gli equilibri aziendali

Le varie tipologie di equilibrio esplicate nel presente capitolo non devono essere valutate come elementi a sé stanti, bensì come parte di un sistema: se viene a mancare uno solo degli equilibri aziendali, l'effetto contagio è pressocché inevitabile. Di seguito verrà brevemente esposto come criticità di carattere reddituale abbiano un impatto sugli equilibri patrimoniale e finanziario e, viceversa, come una struttura patrimoniale non consona e delle tensioni finanziarie abbiano rilevanti ripercussioni sulla marginalità del complesso aziendale.

Il progressivo venir meno delle condizioni di redditività, se non adeguatamente arginato, genera nel lungo periodo scompensi di carattere finanziario e patrimoniale. Se l'azienda perde la propria capacità di produrre reddito e, di conseguenza, liquidità, si trova, da un lato, costretta ad erodere parte del capitale proprio per coprire le perdite conseguite e, dall'altro, a rivolgersi a banche o altri tipi di intermediari finanziari per ottenere le risorse monetarie che, autonomamente, non riesce a generare.
L'effetto di tale operazione è duplice:

- viene meno l'equilibrio patrimoniale, a seguito dell'aumento del livello di indebitamento e del decremento dell'*equity*;

- si deteriora l'equilibrio finanziario, come conseguenza della carenza di liquidità e del maggior coefficiente di indebitamento, che rende l'impresa ancora più rischiosa agli occhi dei finanziatori.

A fronte della maggiore rischiosità del complesso aziendale, la banca potrebbe rivedere le condizioni del finanziamento e richiedere un tasso di interesse più elevato. Ecco che aumenta l'onerosità dei mezzi di terzi (ROD) e peggiorano ulteriormente gli scompensi di carattere reddituale.
È evidente come, in assenza di tempestivi interventi, si azioni un circolo vizioso arduo da arrestare.

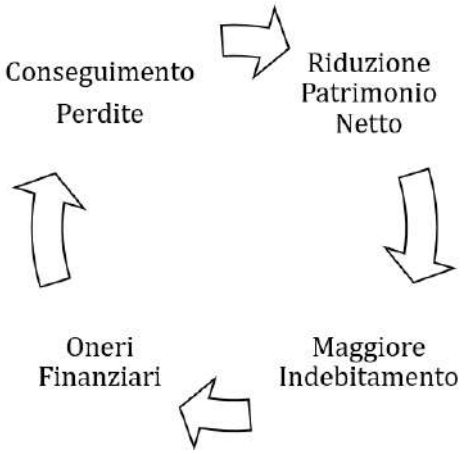


Figura 4: Effetti della perdita di redditività[151]

Specularmente, una struttura patrimoniale squilibrata e la presenza di tensioni finanziarie possono minacciare la redditività e determinare, così, il venir meno dell'equilibrio economico. La scorretta correlazione temporale tra fonti ed impieghi ostacola il regolare adempimento delle obbligazioni verso i terzi e "costringe" l'azienda ad incrementare il suo ricorso al capitale di debito. Qualora parte dell'attivo fisso fosse finanziata con fonti di finanziamento a breve, l'azienda si troverebbe a dover far fronte ad obbligazioni prossime alla scadenza con mezzi che richiedono un periodo superiore all'esercizio per tornare moneta[152]. La carenza di liquidità così sorta verrà colmata tramite l'accensione di nuovi finanziamenti, che incrementeranno il coefficiente di indebitamento.

[151] Fonte: Rielaborazione personale
[152] Marchi Luciano (a cura di), Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale, Giappichelli, 2014, pag. 426

Ad un maggiore livello di indebitamento si associa, inevitabilmente, un maggiore livello di rischio, il quale può indurre l'ente finanziatore a richiedere dei saggi d'interesse più elevati. Ecco che, a questo punto, gli scompensi sorti nella struttura patrimoniale e finanziaria si riversano sulle componenti di reddito e minacciano la sussistenza dell'equilibrio economico: l'incremento degli oneri finanziari provoca il deterioramento dell'utile.

Nell'ipotesi più grave, gli interessi passivi potrebbero superare la ricchezza generata per mezzo della gestione caratteristica e portare al conseguimento di perdite d'esercizio. A fronte di un reddito netto negativo, sorge la necessità di attingere alle riserve accantonate negli esercizi precedenti. Una volta intaccato il capitale di rischio, l'impatto sugli equilibri è duplice:

- l'impresa risulta sottocapitalizzata e, dunque, peggiora l'equilibrio patrimoniale;
- il complesso aziendale è eccessivamente indebitato e rischioso, in forte tensione finanziaria.

Anche in questo caso, se non si adottano misure consone ad arginare gli scompensi strutturali, il reciproco contagio fra i vari equilibri è inarrestabile.

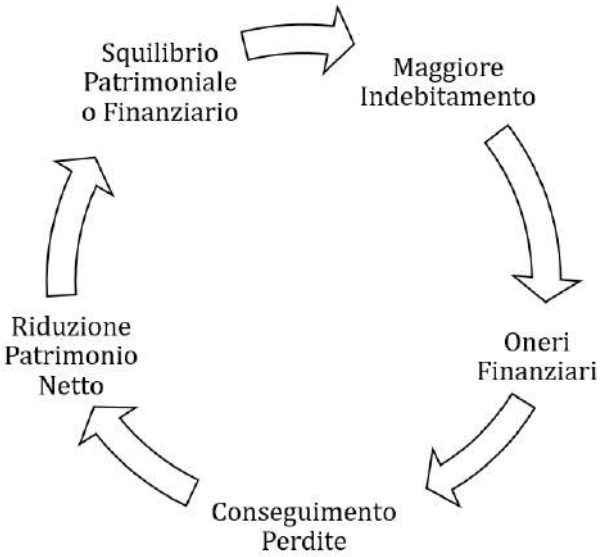


Figura 5: Effetti degli squilibri patrimoniali e finanziari[153]

[153] Fonte: Rielaborazione personale

CAPITOLO 3

LA PREVISIONE DELLO STATO DI CRISI D'IMPRESA

3.1 Cenni introduttivi

Tra gli elementi cardine della recente riforma della disciplina della crisi e dell'insolvenza si annoverano la celerità nell'intercettare la crisi e la tempestiva adozione di idonee misure per la sua risoluzione. A tal proposito, il Codice evidenzia la necessità di dotarsi di strutture organizzative e strumenti che consentano di rilevare quanto prima la presenza di scompensi di carattere reddituale, patrimoniale e finanziario.

Lo strumento più comunemente impiegato per la valutazione dello stato di salute dell'impresa è l'analisi di bilancio per indici, approfondita nel precedente capitolo. Pur richiedendo adeguate competenze di carattere contabile, l'esame dei principali margini ed indicatori del bilancio si presta ad un diffuso impiego: i dati utili al calcolo dei *ratio* necessari sono agevolmente accessibili, in quanto gran parte delle imprese oltre una certa soglia dimensionale sono dotate di un sistema di contabilità generale e di un sistema di controllo di gestione che si occupa del costante monitoraggio della performance.

Nonostante l'analisi economico-finanziaria del bilancio tramite gli indici sia diffusamente utilizzata nella prassi per la valutazione della performance e sia altrettanto largamente insegnata in pressocché la totalità delle facoltà ad indirizzo economico, non è l'unica modalità con cui sia possibile verificare se vi sia una crisi in atto.

Sin dai primi decenni del secolo scorso, difatti, diversi studiosi si sono interessati alla delicata tematica del dissesto aziendale, col fine ultimo di individuare un modello che consentisse, nel modo più efficiente ed efficace possibile, la determinazione della probabilità di *default* del complesso aziendale. Si fornisce di seguito una panoramica delle varie tipologie di modelli diffuse nella dottrina e si approfondiscono le modalità più note e più impiegate per la previsione della crisi d'impresa.

3.2 I modelli di previsione della crisi d'impresa

È possibile compiere una prima classificazione dei modelli predittivi sulla base della natura delle informazioni di cui ci si avvale: qualitative o quantitative[154]. Con i metodi qualitativi il rischio di insolvenza viene determinato mediante l'analisi di elementi a cui, di norma, non viene associato un valore numerico e che non sono ricavabili dai prospetti di bilancio. Una valutazione siffatta viene, tipicamente, compiuta dagli intermediari finanziari per determinare il rischio di credito e decidere, dunque, se concedere o meno un dato finanziamento[155].

Nonostante non siano determinabili quantitativamente, i fattori considerati dai modelli qualitativi hanno, spesso, un ruolo determinante nel buon esito (o nell'insuccesso) dell'attività d'impresa: il principio di revisione ISA Italia 570, difatti, li considera, assieme agli indicatori di tipo quantitativo, al fine di valutare se sussistano "dubbi significativi sulla capacità dell'impresa di continuare ad operare come un'entità in funzionamento"[156]. La prospettiva d'analisi è duplice: interna ed esterna.

La prospettiva interna esamina le caratteristiche del modello di business, degli assetti proprietari, degli strumenti di cui si avvale l'azienda e delle strategie che persegue. A titolo d'esempio, alcuni elementi che influiscono notevolmente sulla prosecuzione dell'attività d'impresa:

- la competenza e l'esperienza dei manager;
- la relazione con clienti e fornitori strategici;
- la possibilità di accedere agevolmente a risorse o a canali distributivi chiave;
- il corretto funzionamento dei sistemi informativi impiegati;
- il *fit* tra le tecniche adottate e l'ambiente tecnologico;
- investimenti coerenti con la strategia che si intende implementare.

La carenza di uno o più degli elementi sopracitati potrebbe ostacolare il compiuto svolgimento dell'oggetto sociale e cagionare scompensi a livello reddituale, patrimoniale e finanziario.

---

[154] https://www.odcec.torino.it/public/elaborati/e-book_-_la_gestione_dell_impresa_in_crisi.pdf

[155] Proto Antonio (a cura di), L'attività delle banche: operazioni e servizi, Giappichelli, 2021, pag 37

[156] ISA Italia 570 https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/export/mef/resources/PDF/ISA_ITALIA_570_04_7_2017_loc_v3_CL.pdf

L'ottica esterna si focalizza su fattori di carattere macroeconomico quali, ad esempio, le tendenze di settore, l'andamento dei prezzi delle materie prime, il livello di disoccupazione, l'ingresso di nuovi concorrenti o l'introduzione di prodotti o servizi sostitutivi[157], modifiche del quadro normativo applicabile. Malgrado il vertice non abbia pieno governo su tali elementi, è, pressocché, inevitabile che dei mutamenti nel contesto abbiano un'influenza sul conseguimento degli obiettivi aziendali. Si pensi, ad esempio, all'elevata inflazione che caratterizza il corrente periodo storico: il notevole incremento dei prezzi dei materiali genera una spinta al rialzo del corrispettivo dei prodotti finiti e induce i clienti a ridurre il proprio volume di acquisto. L'aumento dei costi e la contrazione dei ricavi ha, così, un impatto sull'equilibrio economico e potrebbe, nel lungo periodo, minacciare il presupposto del *going concern*.
Il principale limite tipico di tali metodi predittivi è l'elevata soggettività con cui vengono valutati gli elementi qualitativi: proprio perché non sono determinabili con una formula universalmente condivisa, si ritiene che la loro interpretazione muti al variare del soggetto valutatore. Ecco che, nonostante considerino aspetti che, pur non essendo quantificabili, ricoprono un ruolo significativo nel buon esito dell'attività d'impresa, i modelli qualitativi non sono sufficienti alla determinazione della probabilità di insolvenza e devono, di conseguenza, essere affiancati da un'analisi numerica più accurata.

I modelli di tipo quantitativo, invece, utilizzano variabili di carattere numerico e, dunque, più oggettive. I più adoperati nella pratica poggiano sull'impiego dei principali indicatori di bilancio e della loro combinazione tramite formule per la stima del rischio di *default*. I metodi quantitativi possono, a loro volta, essere distinti in modelli teorici e, più puntuali, modelli empirici[158].

3.2.1 I modelli teorici

I modelli teorici, pressocché inutilizzati nella prassi, si limitano all'analisi della struttura patrimoniale e del livello di indebitamento. L'assunto di base è la relazione di proporzionalità diretta che sussiste tra il grado di indebitamento e la rischiosità del

157 https://www.analisiaziendale.it/il_ruolo_degli_indicatori_qualitativi_nella_rilevazione_di_situazione_di_crisi_2000281.html

158 Madonna Salvatore e Poddighe Francesco (a cura di), I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti, Giuffrè, 2006, pag 62

complesso aziendale: all'aumentare del ricorso al capitale di terzi, cala la solidità patrimoniale dell'impresa e si incrementa il livello di rischio ad essa associato. In particolare, la probabilità di insolvenza è massima nel momento in cui l'impresa perde il beneficio della leva finanziaria e il valore di liquidazione dell'attivo è inferiore al valore delle passività. I principali fautori di tali metodologie di analisi sono Wilcox e Scott[159], ognuno dei quali ha elaborato il proprio modello teorico ipotizzando un'entità il cui ciclo di vita si sviluppa in solo due esercizi.

Lo studioso Wilcox, nello sviluppo del suo modello, equipara l'azienda ad uno scommettitore e lo svolgimento dell'attività d'impresa ad una scommessa. L'autore ipotizza il compimento, ogni anno, di un investimento di una somma pari ad S che, a seconda dell'esito, può aumentare o decrementare il valore netto di liquidazione del complesso aziendale. Ai fini della stima della variazione di tale valore, è necessario calcolare il cosiddetto "flusso di cassa rettificato"[160], ovvero le entrate e le uscite alle quali si sommano algebricamente:

- gli utili, al netto dei dividendi distribuiti, che vengono considerati con segno positivo;
- con segno negativo il maggior valore delle attività contabili al netto dell'aumento del loro valore di liquidazione.

Indicando con P la probabilità di successo dell'investimento e con Q la probabilità di insuccesso, il dissesto è certo quando $P<Q$ e, dunque, per effetto dell'esito negativo dell'investimento S, il valore netto di liquidazione è nullo: l'ammontare di denaro ricavabile dal realizzo degli impieghi non supera il valore di estinzione dei debiti[161].

L'azienda protagonista del modello di Scott rimane in vita per due esercizi, in ognuno dei quali effettua due investimenti di valore pari a I_1 e I_2. Se si ipotizza che il valore del capitale inizialmente investito sia pari a K_0, al termine del primo esercizio tale valore sarà K_1, pari a K_0+I_1 e, a seguito del secondo periodo amministrativo, pari a $K_2=K_1+I_2$. Sulla base di

[159] Madonna Salvatore e Poddighe Francesco (a cura di), I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti, Giuffrè, 2006, pag. 62
[160] Bisogno Marco, I modelli di previsione delle insolvenze. Profili teorici e applicazioni empiriche in ambito giuridico, Franco Angeli Edizioni, 2013, pag. 22
[161] Bisogno Marco, I modelli di previsione delle insolvenze. Profili teorici e applicazioni empiriche in ambito giuridico, Franco Angeli Edizioni, 2013, pag. 23

come vengono impiegati i due investimenti, secondo il modello, l'impresa realizza dopo il primo anno un utile (o una perdita) pari a X_1 e dopo il secondo un reddito, positivo o negativo, di un ammontare pari a X_2; tali cifre contribuiscono all'incremento o al depauperamento del valore di liquidazione (S) al termine della vita dell'azienda.
Siccome l'ipotesi di base considerata dall'autore è l'assenza di ricorso al capitale di debito, i redditi conseguiti nel primo esercizio devono essere sufficientemente elevati da recuperare la somma I_1 e consentire il compimento dell'investimento I_2, mentre gli utili del secondo periodo devono, a loro volta, garantire la creazione di un valore incrementale rispetto alle uscite degli esercizi antecedenti. L'azienda si considererebbe in *default* qualora ciò non avvenisse e il valore terminale di liquidazione risultasse nullo o inferiore a zero[162].
I modelli teorici, come accennato in precedenza, non sono impiegati nella pratica in quanto soggetti a molteplici limiti che ne minano la capacità predittiva dello stato di crisi: le variabili utilizzate sono astratte ed estremamente semplificate, l'impresa oggetto di valutazione è "ideale" e difficilmente paragonabile alle entità presenti nel tessuto economico, lo schema d'analisi è applicabile esclusivamente nei due esercizi che precedono il dissesto e non consente, dunque, di rilevare i primi segnali d'allarme con largo anticipo.

3.2.2 I modelli empirici tradizionali

I modelli quantitativi empirici, a differenza di quelli teorici, non poggiano su mere ipotesi, bensì sull'analisi di dati reali relativi ai bilanci di un campione d'imprese in salute e in *default*. Attraverso tecniche di carattere induttivo e statistico, tali modelli consentono di individuare gli indicatori che meglio si prestano alla previsione della crisi e dell'insolvenza[163]. Tale genere di approccio si sviluppa in fasi che possono essere così sintetizzate:

1. selezione del campione di aziende effettivamente operanti;
2. analisi delle informazioni delle entità campionate;
3. elaborazione del modello sulla base dei dati esaminati;
4. estensione del modello all'intera popolazione di imprese.

[162] Bisogno Marco, I modelli di previsione delle insolvenze. Profili teorici e applicazioni empiriche in ambito giuridico, Franco Angeli Edizioni, 2013, pag. 25
[163] https://www.giappichelli.it/media/catalog/product/excerpt/9788892118348.pdf

Affinché sia possibile estendere all'universo il modello elaborato sul campione selezionato, è cruciale che le metodologie utilizzate siano statistiche, in quanto solo una procedura siffatta consente il passaggio dal campione all'intera popolazione[164].
Sulla base della modernità della tecnica impiegata, è possibile compiere una prima distinzione tra modelli tradizionali e modelli innovativi. I primi adottano schemi di analisi noti e ben consolidati nel tempo, mentre i secondi, di norma più complessi, si avvalgono di strumenti recenti e all'avanguardia quali, ad esempio, il *Machine learning*[165].

I modelli tradizionali possono, a loro volta, essere classificati, sulla base del grado di complessità che li contraddistingue, in[166]:

- semplici, che non necessitano di conoscenze specifiche. Proprio per la semplicità che li contraddistingue, tali metodi hanno una scarsa valenza predittiva;
- complessi. In questa categoria rientra l'analisi di bilancio, la quale richiede il possesso di buone competenze contabili;
- evoluti, che combinano l'analisi per indici con l'utilizzo di tecniche statistiche.

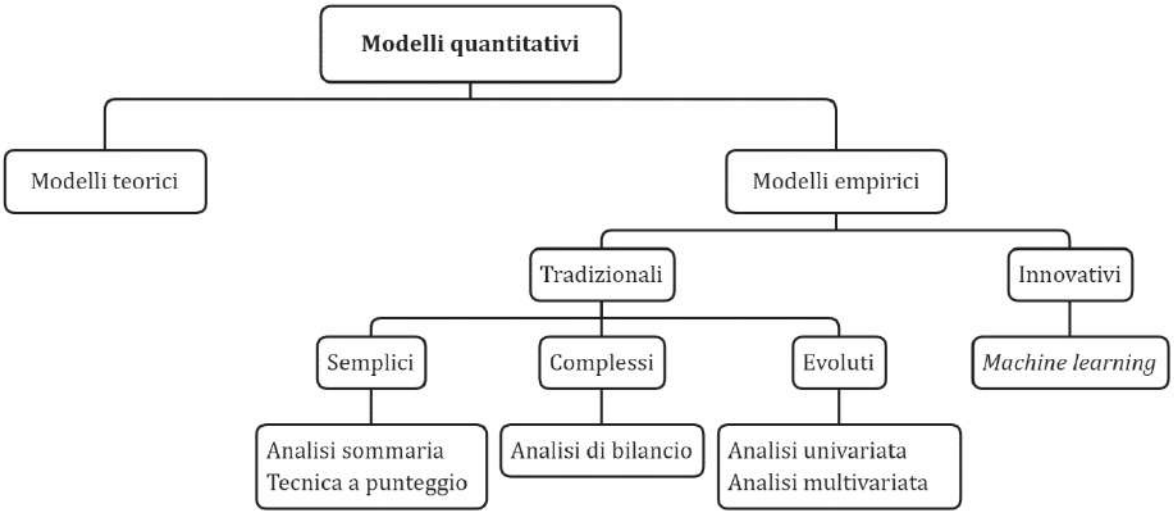


Figura 6: Sintesi modelli di tipo quantitativo[167]

[164] Cestari Greta, La diagnosi precoce della crisi aziendale. Analisi del processo patologico e modelli predittivi, Giuffrè, 2009, pag. 129
[165] Marchini Pier Luigi e Ziliotti Marco, Crisi d'impresa. Analisi economica e modelli di regolazione, Franco Angeli Edizioni, 2015, pag. 76
[166] Madonna Salvatore e Poddighe Francesco (a cura di), I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti, Giuffrè, 2006, pag. 64
[167] Fonte: Rielaborazione dal manuale Madonna Salvatore e Poddighe Francesco (a cura di), I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti, Giuffrè, 2006, pag. 64

L'analisi sommaria prevede la raccolta di informazioni di vario genere da cui è possibile formarsi un giudizio sulla probabilità di *default* dell'entità. Non è previsto alcun genere di elaborazione di dati, da qui l'appellativo "sommaria": gli elementi raccolti vengono esaminati superficialmente. Le principali fonti da cui attingere sono rappresentate dai documenti contabili, dagli istituiti di credito, da società specializzate, dai canali istituzionali, da clienti e da fornitori[168]. Scendendo nel dettaglio:

- i vari prospetti di bilancio, pur essendo fondamentali per l'analisi della virtuosità dell'impresa, non sempre sono affidabili al 100%, in quanto potrebbero essere compromessi da politiche di bilancio create *ad hoc* per apparire maggiormente in salute;
- gli istituti creditizi possono fornire importanti informazioni in merito agli affidamenti concessi, ad eventuali sconfinamenti, alla puntualità con cui il debitore effettua i rimborsi. Questo agevola la valutazione del rischio di credito dell'impresa analizzata;
- dalle società specializzate si possono ricavare dati ai fini dell'esame dell'affidabilità commerciale dell'azienda e dei rapporti che intrattiene con gli intermediari finanziari[169];
- tramite i canali istituzionali è, infine, possibile ottenere statistiche o dati di settore che consentano di formarsi un giudizio sullo stato in cui versa l'impresa oggetto d'analisi.

Il principale vantaggio è l'estrema semplicità di tale approccio, in quanto non sono necessarie competenze specifiche. È, tuttavia, opportuno evidenziare come un esame sommario dei dati possa portare a trarre conclusioni errate sull'effettivo rischio di crisi.

Una seconda tipologia di modello semplice è la tecnica a punteggio, una versione estremamente semplificata del processo di *credit scoring*: sulla base delle informazioni raccolte si assegna un punteggio (*score*) che sia indicativo dell'attitudine al rimborso dell'azienda oggetto di valutazione. La tecnica a punteggio si articola in due stadi principali:

---

[168] Coronella Stefano, I modelli di previsione delle crisi aziendali: alcune riflessioni, Rivista Italiana di ragioneria e di economia aziendale, Settembre-Ottobre 2009
https://www.researchgate.net/publication/311993564_I_modelli_di_previsione_delle_crisi_aziendali_alcune_riflessioni#fullTextFileContent

[169] https://www.dnb.it/prodotti-e-servizi/gestione-rischio-di-credito/ CRIBIS D&B è una società specializzata che opera in Italia che assiste nella determinazione del rischio di credito

1. l'elaborazione e la presentazione all'azienda di un questionario relativo alla zona geografica in cui opera, alla sua ragione sociale, al numero di istituti di credito con cui interagisce e all'ammontare delle passività finanziarie, ai giorni medi di dilazione di clienti e fornitori, all'incidenza delle passività correnti sul totale, al numero dei dipendenti. In particolare, conoscere il luogo in cui l'impresa esercita la sua attività e il settore consente di valutare il rischio Paese, ovvero il rischio che mutamenti nel contesto politico, economico e legislativo minino l'attività d'impresa e comportino una minore solvibilità[170].
2. L'assegnazione di un punteggio percentuale sulla base delle risposte ottenute, che verrà comparato con il livello massimo di rischio accettabile. Se lo *score* supera la soglia limite, l'impresa si considera a rischio di insolvenza[171].

Per quanto la tecnica a punteggio risulti più elaborata rispetto all'analisi sommaria, si ritiene che la sua affidabilità non sia sufficiente alla previsione della crisi, in quanto i risultati vengono fortemente condizionati dalla quantità di domande e dal modo in cui vengono formulate. Per di più, ignora le possibili interdipendenze esistenti tra i vari elementi esaminati.

Nel novero dei modelli complessi, il più noto e diffuso è, indubbiamente, l'analisi di bilancio. Non è accessibile a chiunque, in quanto il soggetto valutatore deve, necessariamente, disporre di comprovate competenze in ambito contabile. Esso, infatti, è chiamato a riclassificare opportunamente i vari prospetti di bilancio, determinare ed interpretare correttamente i principali indicatori reddituali, patrimoniali e finanziari. Di cruciale importanza sono l'accesso ai dati degli esercizi precedenti, per analizzare il trend degli indicatori selezionati, e la comparazione con le altre imprese del settore. Al fine di cogliere appieno ogni aspetto dei tre equilibri fondamentali e intercettare al meglio i primi sintomi di crisi, è necessario attribuire ad ogni coefficiente un "peso", sulla base della sua valenza predittiva. Per compiere correttamente tale operazione è necessario, dunque, ricorrere alle tecniche statistiche che caratterizzano i modelli tradizionali evoluti[172].

---

[170] https://www.mglobale.it/glossario/rischio-paese-country-risk.kl

[171] Coronella Stefano, I modelli di previsione delle crisi aziendali: alcune riflessioni, Rivista Italiana di ragioneria e di economia aziendale, Settembre-Ottobre 2009 https://www.researchgate.net/publication/311993564_I_modelli_di_previsione_delle_crisi_aziendali_alcune_riflessioni#fullTextFileContent

[172] Madonna Salvatore e Poddighe Francesco (a cura di), I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti, Giuffrè, 2006, pag. 69

I modelli evoluti si sono diffusi a partire dagli anni '60, quando si rese necessario integrare la classica analisi di bilancio con formule statistiche, al fine di individuare, tra i molteplici coefficienti, quelli che maggiormente consentivano di prevedere la crisi d'impresa. Si tratta di modelli caratterizzati da un maggiore grado di affidabilità e di complessità rispetto a quelli antecedentemente esposti.

L'analisi univariata combina l'esame degli indici di bilancio con metodologie statistiche di tipo unidimensionale: ogni coefficiente del modello viene esaminato singolarmente, mediante l'impiego di indici statistici, ai fini di misurarne l'attitudine a prevedere la crisi d'impresa. Tra gli indicatori statistici più utilizzati vi sono: media, moda, mediana, varianza, deviazione standard, i percentili[173]. Lo studio più noto in merito è quello condotto da Beaver nel 1966, che verrà approfondito maggiormente di seguito.

Nonostante tale approccio abbia una notevole capacità predittiva, esso è soggetto ad un importante limite: non considera le interrelazioni sussistenti tra gli indicatori presi in esame. Ecco che si rende necessario il passaggio da un'analisi univariata ad una multivariata.

Tale metodologia, più elaborata, prevede l'impiego di tecniche statistiche multidimensionali, le quali, oltre a pesare i coefficienti, consentono di giungere ad un punteggio (*score*) che considera le relazioni tra i vari indici prescelti. Sulla base dello *score* ottenuto, è possibile definire l'impresa sana, a rischio o in gravi tensioni finanziarie[174]. La formula più nota e utilizzata è quella dello Z – Score di Altman (1968), in quanto risulta affidabile e non eccessivamente complessa da applicare. Anch'essa verrà maggiormente approfondita di seguito.

3.2.3 I modelli empirici innovativi

I modelli empirici innovativi sono tra i più complessi metodi quantitativi per la previsione dello stato di crisi o di insolvenza. Essi si avvalgono di un particolare ramo dell'intelligenza artificiale: il *Machine learning* (o apprendimento automatico). Si tratta di un'innovativa tecnica di analisi di dati che prevede l'utilizzo di algoritmi; il principale punto di forza di tale metodo è rappresentato dalla modalità di elaborazione delle informazioni: una volta creato l'algoritmo, questo riconosce in automatico le variabili da

[173] https://www.assirm.it/glossario/analisi-univariata/

[174] https://www.affaridiborsa.com/articoli/130-z-score-5-indici-per-stabilire-se-la-societa-e-a-rischio-di-fallimento.html#Come_si_interpreta_lo_Zscore

analizzare ed effettua le previsioni richieste, senza che sia necessario l'intervento umano[175]. Poiché tali modelli non verranno impiegati ai fini del presente lavoro, se ne fornisce di seguito un breve accenno. Tra i modelli innovativi più noti si annoverano:

- gli alberi decisionali;
- le reti neurali;
- gli algoritmi genetici.

Tra gli strumenti citati, gli alberi decisionali[176] sono i meno affidabili e meno utilizzati, in quanto seguono uno schema dicotomico del tipo "impesa sana/impresa anomala" e non prevedono, dunque, l'analisi di situazioni intermedie e più complesse, le quali nella realtà sono estremamente diffuse. L'albero decisionale prevede il raggiungimento di una decisione tramite una sequenza di relazioni, i cosiddetti "nodi decisionali". Partendo da un nodo principale, detto "nodo radice", sulla base delle alternative percorribili, si costruiscono i nodi "figlio" (o altrimenti definiti "nodi foglia"), che rappresentano i possibili risultati ottenibili a seguito dell'assunzione di una certa decisione. Dai nodi "foglia" possono, a loro volta, sorgere altri nodi decisionali, seguendo sempre il medesimo meccanismo, fino a giungere alla decisione finale[177].

I modelli predittivi basati sulle reti neurali[178] sono estremamente complessi e poggiano sull'assunto che, ai fini della previsione del *default*, possa essere utilizzata una simulazione del funzionamento del sistema neurale umano. L'algoritmo creato con tale logica, difatti, analizza una grossa quantità di input, assegna loro pesi distinti e giunge, infine, ad una decisione (output). Una volta ottenuto l'output, è necessario stabilire se questo superi o meno un dato valore soglia, ovvero un valore al di sopra del quale vi è il rischio che la decisione terminale sia distorta. Se il risultato risulta superiore al valore limite, questo diventerà l'input di un nuovo processo decisionale, fino a che non si giunge ad un esito che risulti il meno distorto possibile[179]. Le reti neurali, rispetto agli alberi decisionali, sono in grado di gestire un grado di complessità più elevato; tuttavia, l'elevato

[175] https://www.hpe.com/it/it/what-is/machine-learning.html
[176] Per ulteriori approfondimenti si veda Marchini Pier Luigi e Ziliotti Marco, Crisi d'impresa. Analisi economica e modelli di regolazione, Franco Angeli Edizioni, 2015, pag. 77
[177] https://www.bigdata4innovation.it/data-science/decision-tree-cose-e-come-gestisce-le-conseguenze/
[178] Per ulteriori approfondimenti si veda Madonna Salvatore e Poddighe Francesco (a cura di), I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti, Giuffrè, 2006, pagg. 440 e ss.
[179] https://www.ibm.com/it-it/cloud/learn/neural-networks

costo e la grossa mole di dati necessari al loro funzionamento fanno sì che esse siano molto dispendiose da utilizzare[180].

I modelli che poggiano sugli algoritmi genetici[181] si ispirano alla Teoria dell'evoluzione della specie di Charles Darwin, secondo cui, per effetto del meccanismo della selezione naturale, sono destinate a sopravvivere solo le specie più virtuose e che più sono in grado di adattarsi ai continui mutamenti dell'ambiente. Gli algoritmi genetici hanno, dunque, la funzione di individuare la combinazione di caratteristiche che, idealmente, un dato elemento deve possedere affinché possa perdurare nel tempo[182].
Più precisamente, all'algoritmo viene chiesto di analizzare una popolazione di soluzioni per un determinato quesito. Ad ogni elemento viene associato un valore, definito di "*fitness*", che sia indicativo della bontà della soluzione rispetto alla risoluzione del problema[183].
Ai fini della previsione dello stato di crisi o di *default*, l'algoritmo genetico fornisce il set di requisiti che caratterizzano un'impresa sana: tramite il confronto tra l'azienda oggetto d'analisi e il complesso di caratteristiche fornito all'algoritmo è, dunque, possibile verificare se vi sia o meno il rischio di crisi d'impresa. Nella pratica, tale metodologia si presta molto alla massimizzazione di funzioni complesse e non lineari che non possono essere risolte tramite la classica analisi matematica. Malgrado i vantaggi, gli algoritmi genetici richiedono specifiche competenze matematiche, statistiche ed informatiche e, affinché ci si possa avvalere di tale strumento, è necessario dotarsi di onerose attrezzature informatiche[184].

[180] Marchini Pier Luigi e Ziliotti Marco, Crisi d'impresa. Analisi economica e modelli di regolazione, Franco Angeli Edizioni, 2015, pag. 76
[181] Per ulteriori approfondimenti si veda Naldi Giovanni e Pareschi Lorenzo, Matlab. Concetti e progetti, Apogeo, 2002, pagg. 176 e ss.
[182] Marchini Pier Luigi e Ziliotti Marco, Crisi d'impresa. Analisi economica e modelli di regolazione, Franco Angeli Edizioni, 2015, pag. 77
[183] Naldi Giovanni e Pareschi Lorenzo, Matlab. Concetti e progetti, Apogeo, 2002, pag. 176
[184] Panizza Andrea, Piano industriale e finanziario, Ipsoa, 2022

3.3 La previsione della crisi tramite l'analisi univariata: gli studi di Beaver (1966)

William H. Beaver, ricercatore americano nato nel 1940[185], è noto per il suo studio sulla previsione della crisi d'impresa tramite l'analisi univariata degli indici di bilancio. Beaver ha condotto la sua ricerca su campione composto da 158 imprese operanti dal 1954 al 1964: 79 imprese "anomale" e 79 imprese sane.

3.3.1 Il campione analizzato

Nella costruzione del campione, per "anomala" Beaver intende un'azienda incapace di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni finanziarie, i cui dati di bilancio siano disponibili nel *Moody's Industrial Manual*. Le imprese insolventi così estratte sono poi state classificate per dimensione dell'attivo e per settore di appartenenza. Una volta operata tale catalogazione, sono state selezionate, anch'esse dal *Moody's Industrial Manual*, le restanti 79 imprese sane in modo tale che per ogni società "anomala" ve ne fosse una corrispondente in salute con dimensione dell'attivo e settore di operatività simili. Secondo Beaver è cruciale la distinzione degli elementi del campione sulla base dell'industria e dell'ammontare dell'attivo in quanto ad uno stesso coefficiente di bilancio potrebbe essere associata una differente probabilità di dissesto, a seconda dell'attività svolta e della dimensione: l'autore ritiene, difatti, che a parità di *ratio*, l'impresa di maggiori dimensioni sia meno rischiosa.
Successivamente, per ogni azienda anomala sono stati selezionati i bilanci relativi ai cinque esercizi antecedenti all'insolvenza e per ogni corrispondente entità in salute sono stati selezionati i prospetti concernenti i medesimi anni.

3.3.2 Le variabili esaminate

Una volta terminata la costruzione del campione oggetto di analisi, Beaver ha individuato un set di 30 indicatori che, potenzialmente, potessero essere predittivi del rischio di insolvenza. Al fine della loro inclusione dello studio, è sufficiente che i *ratio* soddisfino almeno uno dei seguenti criteri:

[185] https://en.wikipedia.org/wiki/William_H._Beaver

- ❖ frequenza di utilizzo nella letteratura;
- ❖ performance: gli indicatori, già utilizzati in studi precedenti, avevano portato ad esiti discretamente precisi;
- ❖ presenza di una grandezza flusso al numeratore.

Sulla base delle variabili inserite al numeratore e al denominatore, i coefficienti sono stati raggruppati in sei aggregati.

Gruppo I (Indicatori di cassa)	**Gruppo V (Coefficienti tra attività liquide e passività correnti**
Cash Flow / Vendite Cash Flow / Totale Attivo Cash Flow / Capitale proprio Cash Flow / Passività	Cassa / Passività correnti Attività immediate / Passività correnti Attività correnti / Passività correnti
Gruppo II (Indicatori di reddito)	**Gruppo VI (Indici di rotazione)**
Reddito netto / Vendite Reddito netto / Totale Attivo Reddito netto / Capitale proprio Reddito netto / Passività	Cassa / Vendite Crediti di gestione / Vendite Rimanenze / Vendite Attività immediate / Vendite Attività correnti / Vendite CCN / Vendite Capitale proprio / Vendite Totale Attivo / Vendite Cassa / Spese monetarie operative Liquidità immediate / Spese monetarie operative (Liquidità immediate - passività correnti) / Spese monetarie operative
Gruppo III (Coefficienti tra passività e attivo)	
Passività correnti / Totale Attivo Passività consolidate / Totale Attivo Mezzi di terzi / Totale Attivo (Mezzi di terzi+Azioni privilegiate) / Totale Attivo	
Gruppo IV (Coefficienti tra attività correnti e Totale Attivo)	
Cassa / Totale Attivo Attività immediate / Totale Attivo Attività correnti / Totale Attivo CCN / Totale Attivo	

Tabella 9: Indicatori individuati da Beaver[186]

Nell'individuare gli indicatori più utili alla previsione dell'insolvenza, Beaver si avvale della medesima logica che sottostà alla teoria del *cash flow*: l'impresa viene considerata un contenitore di liquidità, che si arricchisce grazie ai flussi di cassa positivi e si depaupera per effetto delle uscite di denaro. Tanto maggiore è la liquidità detenuta dall'azienda, tanto maggiore sarà la sua solvibilità. Specularmente, il rischio che l'entità sia insolvente

[186] Beaver William H., Financial Ratios ad Predictors of Failure, Journal of Accounting Research, 1966, Vol. 4, pagg. 71-111

cresce all'aumentare della probabilità che l'ammontare di liquidità si esaurisca[187]. Entrando nello specifico, secondo lo studioso, le voci di bilancio che influiscono maggiormente sull'eventualità che l'impresa sia insolvente sono:

- l'ammontare di disponibilità liquide disponibile e il flusso di cassa generato nel corso dell'esercizio; tanto più elevati sono tali valori, tanto minore sarà il rischio di *default*;
- il totale dei mezzi di terzi e delle spese operative; in tal caso, all'incrementare di tali somme, si innalzerà la probabilità d'insolvenza.

Dallo studio condotto dal ricercatore, dei trenta quozienti selezionati, solo sei risultano coerenti col modello del *cash flow* e, dunque, maggiormente predittivi dell'insolvenza:

- Cash Flow / Passività;
- Reddito netto / Totale Attivo;
- Mezzi di terzi / Totale Attivo;
- CCN / Totale Attivo;
- Attività correnti / Passività correnti;
- (Liquidità immediate – passività correnti) / Spese monetarie operative.

Una volta premesso ciò, Beaver ricorre al Test di Classificazione Binaria (*Dichotomous Classification Test*) per individuare con maggiore accuratezza il coefficiente che più si confà alla previsione dell'insolvenza: una volta disposti i *ratio* in ordine crescente, si individua un punto di *cut-off* che sia tale da minimizzare gli errori di classificazione[188]. Il valore di *cut-off* ha la funzione di distinguere le imprese sane da quelle anomale: se il coefficiente è al di sotto del punto di *cut-off* l'impresa viene classificata come "fallita", viceversa, se è superiore l'azienda viene considerata "sana". Dall'analisi così compiuta, l'indicatore che meglio consente di discriminare tra imprese "fallite" e "non fallite", con il minore errore di classificazione, risulta essere il rapporto tra Cash Flow e Totale dei debiti[189].

[187] Beaver William H., Financial Ratios ad Predictors of Failure, Journal of Accounting Research, 1966, Vol. 4, pagg. 71-111

[188] Per ulteriori approfondimenti sul *Dichotomous Classification Test* si veda Beaver William H., Financial Ratios ad Predictors of Failure, Journal of Accounting Research, 1966, Vol. 4, pagg. 71-111

[189] Beaver William H., Financial Ratios ad Predictors of Failure, Journal of Accounting Research, 1966, Vol. 4, pagg. 71-111

3.4 La previsione della crisi tramite l'analisi multivariata: gi studi di Altman (1968)

Edward I. Altman, economista statunitense nato nel 1941[190], è noto per aver elaborato nel 1968 un modello di valutazione del rischio di credito che tuttora è diffusamente utilizzato nella pratica per la determinazione della probabilità di *default*: lo *Z-Score Model*. Nella sua prima versione, il modello era destinato al solo esame delle imprese manifatturiere quotate in Borsa. Negli anni successivi Altman ha elaborato due versioni distinte di Z-Score: lo Z' – Score e lo Z'' – Score, funzionali all'esame di imprese di minori dimensioni, i cui valori mobiliari non sono negoziati in mercati regolamentati.
Nell'elaborare la formula dello *score*, Altman è ricorso all'analisi discriminante multivariata, al fine di tenere in considerazione non solo la valenza predittiva dei coefficienti prescelti, bensì anche le interrelazioni tra gli stessi. In particolare, lo Z – Score è il risultato di una funzione lineare con la seguente struttura:

$$Z - score = a_1\, x_1 + a_2\, x_2 + a_3\, x_3 + \cdots + a_n\, x_n$$

dove x_1, x_2 … x_n rappresentano gli indicatori selezionati, mentre a_1, a_2 … a_n sono i pesi assegnati ad ogni elemento della formula, sulla base della sua rilevanza ai fini della previsione dell'insolvenza.

3.4.1 Il campione analizzato

Altman ha condotto il suo studio su un campione composto da 66 aziende quotate, 33 insolventi e 33 sane. Le "anomale" sono state estratte dalle aziende manifatturiere entrate in uno stato di bancarotta negli anni 1964 e 1965. Ai fini dello studio di Altman, per anomala s'intende un'azienda dichiarata giuridicamente fallita e assoggettata ad una procedura concorsuale. Con il medesimo criterio adottato da Beaver, per ogni impresa insolvente ne è stata selezionata una in salute, esistente nel 1966, operante in un'industria analoga e con una dimensione dell'attivo simile.
Una volta selezionate le entità oggetto di studio, sono state raccolte le informazioni di bilancio.

[190] https://it.wikipedia.org/wiki/Edward_Altman

3.4.2 Le variabili esaminate

Dai prospetti di bilancio ottenuti sono stati, poi, inclusi nella formulazione dello Z-score i *ratio* più frequentemente utilizzati nella letteratura precedente che fossero pertinenti con lo scopo dello studio. Altman ha, così, individuato cinque indicatori predittivi dello stato di insolvenza con cui costruire il proprio modello.

Il primo quoziente selezionato, denominato X_1 ai fini della determinazione dello Z – Score, è dato dal rapporto tra il Capitale Circolante Netto e il Totale Attivo.

$$X_1 = \frac{Capitale\ Circolante\ Netto}{Totale\ Attivo}$$

Si tratta di un indicatore della liquidità dell'impresa che considera le dimensioni aziendali (Totale Attivo) e le passività correnti, a cui conseguono esborsi monetari nel breve termine (inglobate nella grandezza del CCN). Lo studioso ha eletto tale coefficiente in quanto ritiene che, al deterioramento delle condizioni di equilibrio, peggiori il rapporto tra Capitale Circolante Netto e il totale degli impieghi: l'indice ha, dunque, valenza predittiva.

Il secondo indicatore scelto è dato dal quoziente tra il reddito, che, nel corso degli esercizi, non è stato distribuito ai proprietari, e il Totale Attivo.

$$X_2 = \frac{Utili\ non\ distribuiti}{Totale\ Attivo}$$

X_2 misura la "redditività cumulata"[191] nel tempo: tanto maggiore è il coefficiente, tanto più l'azienda, nel corso dei periodi amministrativi, è capace di generare reddito con cui alimentare la propria attività. Altman evidenzia come tale indice sia strettamente correlato con gli anni di vita dell'entità oggetto di esame: tanto più il complesso aziendale è giovane, tanto più ci si può attendere un tasso di redditività cumulata modesto, per

[191] Altman Edward I., Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, The Journal of Finance, 1968, Vol. 23, No. 4, pagg. 589-609

effetto della scarsa economicità che caratterizza le prime fasi di vita di una qualsiasi organizzazione economica.

Un'altra importante variabile inserita nel modello è il rapporto tra il reddito generato dalla gestione caratteristica, al netto delle componenti di reddito negative non monetarie, e il totale delle attività.

$$X_3 = \frac{EBIT}{Totale\ Attivo}$$

Il terzo elemento dello Z – Score è indicativo del livello di remunerazione che la gestione operativa garantisce agli impieghi. È un importante indicatore della capacità di sopravvivenza dell'impresa: la probabilità di dissesto, difatti, si innalza nel momento in cui viene meno un congruo grado di remunerazione del capitale investito.
Il quarto elemento costitutivo del modello è dato dal valore di mercato delle azioni della società, ordinarie e privilegiate, diviso per il valore delle passività correnti e consolidate.

$$X_4 = \frac{Valore\ di\ mercato\ dell'Equity}{Valore\ contabile\ Debiti}$$

La penultima variabile considerata da Altman misura di quanto si può ridurre il valore della capitalizzazione di Borsa prima che il totale dei debiti eroda l'ammontare degli impieghi e l'azienda divenga, quindi, insolvente[192]. L'autore ritiene che sia una grandezza rappresentativa della rischiosità del complesso aziendale: un rapporto *Market Cap/*Totale Debiti di modesto ammontare denota una maggiore sensibilità a mutamenti del valore dell'*equity* o delle passività e, dunque, una minore solidità.

Infine, l'ultima componente della formula è rappresentata dall'indice di rotazione degli impieghi: il rapporto tra l'ammontare del fatturato e il totale del capitale investito.

$$X_5 = \frac{Vendite}{Totale\ Attivo}$$

[192] Fabbrini Giuseppe e Montrone Alessandro, Economia aziendale. Ricerche e profili evolutivi, Franco Angeli Edizioni, 2015, pag. 400

Esso denota la capacità dell'impresa di sfruttare efficientemente ed efficacemente i suoi impieghi per conseguire, nel corso dell'esercizio, un fatturato soddisfacente. L'eventuale peggioramento dell'indicatore provoca, inevitabilmente, il deterioramento dell'equilibrio economico.

Come si evince, il set di indicatori eletto da Altman consente di vagliare gli elementi cardine dei tre equilibri fondamentali del complesso aziendale: redditività, liquidità e indipendenza dai mezzi di terzi.
Una volta individuate le variabili, lo studioso ha verificato che esse potessero effettivamente permettere di discriminare le aziende anomale da quelle sane, comparando i coefficienti medi delle imprese fallite con quelli delle imprese non fallite. Di seguito i risultati emersi:

Indice	Imprese "anomale"	Imprese sane
X_1	-6,10%	41,40%
X_2	-62,60%	35,50%
X_3	-31,80%	15,30%
X_4	40,10%	247,70%
X_5	150,00%	190,00%

Tabella 10: Coefficienti medi delle imprese del campione[193]

L'analisi dei dati del campione ha confermato la valenza predittiva degli indicatori selezionati dall'autore: le imprese non insolventi presentano valori ben superiori rispetto alle imprese in *default*.

A questo punto, lo studioso si è avvalso della tecnica statistica dell'analisi discriminante multivariata (MDA, acronimo che sta per *Multiple Discriminant Analysis*) per costruire una funzione lineare che fosse rappresentativa della capacità predittiva degli indici selezionati e che, al contempo, tenesse in considerazione le relazioni tra gli stessi. Una volta calcolati i pesi da attribuire ai vari coefficienti, è stata individuata la seguente formula[194]:

[193] Altman Edward I., Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, The Journal of Finance, 1968, Vol. 23, No. 4, pagg. 589-609
[194] Altman Edward I. e Hotchkiss Edith, Corporate Financial Distress and Bankruptcy. Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt, John Wiley and Sons Ltd, 2006, pag. 241

$$Z - Score = 1{,}2X_1 + 1{,}4X_2 + 3{,}3X_3 + 0{,}6X_4 + 0{,}999X_5$$

Successivamente, si è resa necessaria l'individuazione di un punto di *cut-off* che consentisse di distinguere correttamente un'impresa sana da un'impresa "malata" e di, dunque, minimizzare il più possibile gli errori di classificazione di Tipo I e Tipo II. Entrando nello specifico, si ha un errore di Tipo I quando un'impresa che viene classificata dal modello come insolvente in realtà è sana; l'errore, ben più grave, di Tipo II, invece, si commette quando lo stato di *default* non viene intercettato dalla formula e l'impresa viene erroneamente catalogata come non insolvente[195].

Sulla base dei risultati emersi dallo studio del campione, Altman ha individuato due punti di *cut-off* che permettessero di classificare correttamente l'impresa analizzata: 2,99 e 1,81. In particolare:

- uno Z – Score superiore a 2,99 denota un'azienda sana;
- se lo Z – Score è inferiore a 1,81 l'entità oggetto d'esame è considerata insolvente.

I valori compresi tra 1,81 e 2,99 sono definiti "zona grigia", in quanto si tratta di un intervallo in cui è maggiore il rischio di incorrere in un errore di classificazione di Tipo I o di Tipo II. Al fine di arginare tale problematica, Altman ha individuato un punteggio intermedio che consentisse di discriminare le potenziali imprese sane da quelle potenzialmente insolventi: 2,675. Sulla base del punteggio ottenuto, dunque, gli elementi del campione possono essere classificati in:

- sicuramente sani se lo Z – Score è maggiore di 2,99;
- potenzialmente sani se lo Z – Score ha un valore compreso tra 2,675 e 2,99;
- potenzialmente in *default* se il punteggio si colloca nell'intervallo tra 1,81 e 2,675;
- sicuramente insolventi in caso di valori minori di 1,81.

[195] Marzo Giuseppe e Variano Stefano, La valutazione delle aziende in crisi, Franco Angeli Edizioni, 2022, par. 2.3



Figura 7: Sintesi punti di cut-off Z-score[196]

Nonostante i molteplici aspetti considerati e la relativa semplicità di calcolo, la prima versione dello Z – Score ha un importante limite applicativo: si presta esclusivamente alla valutazione di organizzazioni economiche manifatturiere di dimensioni medio-grandi che siano quotate in Borsa. Non consente, dunque, di esaminare una rilevante fetta del tessuto economico: le imprese non quotate e non operanti nel settore manifatturiero, le Piccole e Medie Imprese e le *start-up*. Quest'ultime, in particolare, per le loro peculiarità, sono maggiormente a rischio di insolvenza ed è, quindi, opportuno individuare un modello predittivo che ne consenta il monitoraggio.

3.4.3 Le varianti dello Z – Score: lo Z' – Score (1993) e lo Z" – Score (1995)

Qualche decennio dopo l'elaborazione della prima variante dello Z – Score, Altman ha provveduto ad una sua rivisitazione, al fine di consentirne l'applicazione anche ad imprese manifatturiere non quotate in Borsa. Le correzioni compiute dall'autore hanno interessato una delle variabili impiegate e i pesi assegnati ai vari indicatori. Entrando nello specifico, la componente X_4, rappresentata dal rapporto tra la *Market Cap* e i Debiti, è stata sostituita da:

$$X_4 = \frac{Patrimonio\ Netto}{Totale\ Debiti}$$

[196] Fonte: Rielaborazione personale

L'utilizzo del valore contabile del capitale proprio in luogo del valore di mercato fa sì che la formulazione dello Z-Score sia applicabile a qualsiasi organizzazione manifatturiera, a prescindere che i suoi titoli siano o meno negoziati in Borsa.
Tale sostituzione, tuttavia, ha comportato una modifica dei pesi assegnati alle variabili e dei punti di *cut-off*. La nuova formula risulta[197]:

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

Mentre il punto intermedio di *cut-off* rimane invariato, risultano differenti i punteggi che consentono di classificare un'impresa come "certamente sana" o "certamente anomala":

- se Z' – Score<1,23 l'azienda si considera indubbiamente in *default*;
- se il valore supera 2,9 l'impresa è classificata come certamente sana.

Ciò ha comportato un incremento dell'intervallo di valori che si colloca nella zona grigia e, quindi, un maggiore rischio di classificare erroneamente gli elementi esaminati.

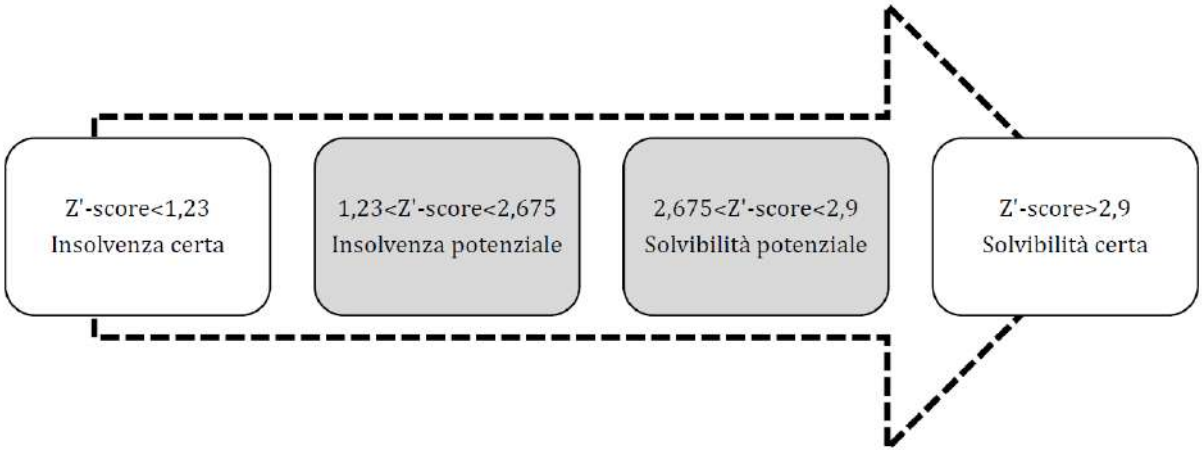


Figura 8: Sintesi punti di cut-off Z'-score[198]

In collaborazione con gli studiosi Hartzell e Peck, è stata apportata una seconda modifica nel 1995, al fine di giungere ad una formula che fosse funzionale all'analisi della solvibilità di imprese diverse da quelle manifatturiere: lo Z" – Score.

[197] Altman Edward I. e Hotchkiss Edith, Corporate Financial Distress and Bankruptcy. Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt, John Wiley and Sons Ltd, 2006, pag. 246
[198] Fonte: Rielaborazione personale

La formula della seconda variante dello Z – Score comprende tutte le variabili previste per lo Z' – Score, eccetto per X_5. Il rapporto tra il fatturato e il Totale Attivo, secondo l'autore, ha un effetto distorsivo: l'ammontare e la stagionalità delle vendite, difatti, risentono enormemente del settore di appartenenza. L'assenza della componente X_5, dunque, consente di comparare gli *score* di aziende operanti in industrie diverse senza incorrere in errori di valutazione. Per effetto dell'eliminazione dell'ultimo coefficiente della formula, si è resa necessaria la modifica dei pesi assegnati ai vari elementi[199]:

$$Z^{"} - Score = 3{,}25 + \ 6{,}56X_1 + 3{,}26X_2 + 6{,}72X_3 + 1{,}05X_4$$

Sono stati, altresì, ridefiniti i punti di *cut-off* e l'intervallo di valori corrispondente alla "zona grigia"[200]:

- per punteggi maggiori di 5,85 l'impresa viene classificata come certamente solvente;
- se lo *score* è inferiore a 4,75 il dissesto è indubbio;
- per valori compresi tra 4,75 e 5,85 l'azienda si trova in una situazione d'incertezza.

Nonostante Altman non abbia esplicitamente definito un valore che consentisse di interpretare la zona di incertezza, è possibile ipotizzare che, similmente allo Z – Score e allo Z' – Score, esso si collochi nel mezzo dell'intervallo: 5,3.

[199] Altman Edward I., Caouette Jack B., Caouette John B. e Narayanan Paul, Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge, John Wiley and Sons Ltd, 1998, pag. 121

[200] https://commercialisti.brescia.it/images/ELABORATO%20COMMISSIONE%20ANALISI%20DI%20BIL%20def%2001022017.pdf

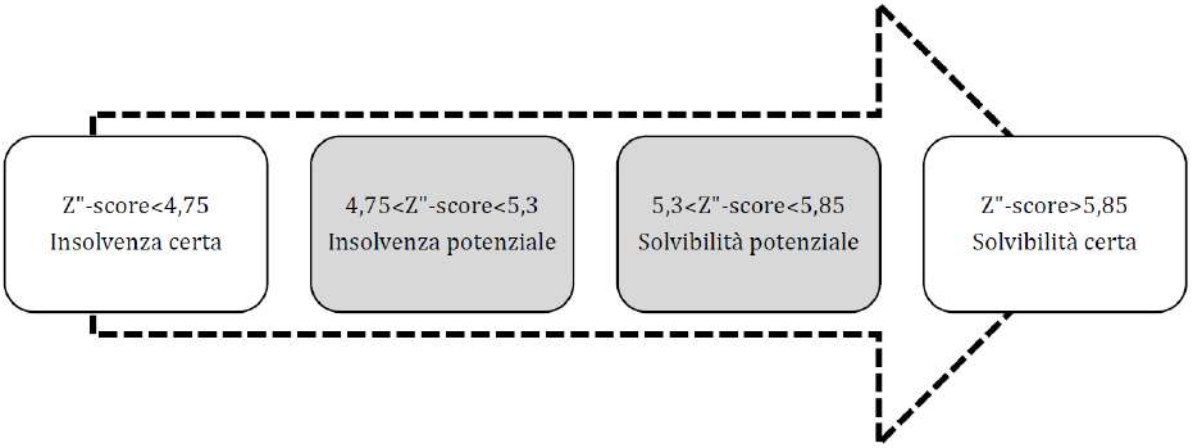


Figura 9: Sintesi punti di cut-off Z"-score[201]

3.5 La previsione della crisi nel nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

La centralità della tempestiva intercettazione della crisi è emersa sin dalle prime fasi della stesura del testo normativo che disciplina gli istituti della crisi e dell'insolvenza. La *ratio* di questo novello complesso di norme è quella di assistere l'imprenditore debitore nel rilevare quanto prima eventuali squilibri e perseguire, ove possibile, il risanamento.

In origine, nella sua prima versione, il D.Lgs n. 14 del 12 gennaio 2019 prevedeva un cosiddetto "sistema di allerta interna ed esterna": un set di procedure di segnalazione da seguire tassativamente qualora si rilevassero squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario. A tale scopo, il Legislatore, all'articolo 13 del Decreto[202], aveva espressamente delegato il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) ad individuare una serie di indicatori di cui avvalersi per individuare la presenza di eventuali disequilibri. L'impresa che versasse in uno stato di crisi aveva la possibilità di accedere alla cosiddetta "composizione assistita della crisi" (ad oggi abrogata) e risanare la propria posizione.

Le procedure di allerta sono state sostituite, per effetto del recepimento della direttiva europea *Insolvency*, dall'istituto, più snello, della composizione negoziata della crisi. Ad oggi, il Legislatore non prescrive più il monitoraggio del sistema di indici elaborato dal

[201] Fonte: Rielaborazione personale

[202] https://www.gazzettaufficiale.it/eli/gu/2019/02/14/38/so/6/sg/pdf versione originaria D.Lgs 12 gennaio 2019, numero 14

CNDCEC e non impone i medesimi obblighi stringenti disciplinati dalla versione originaria del Codice.

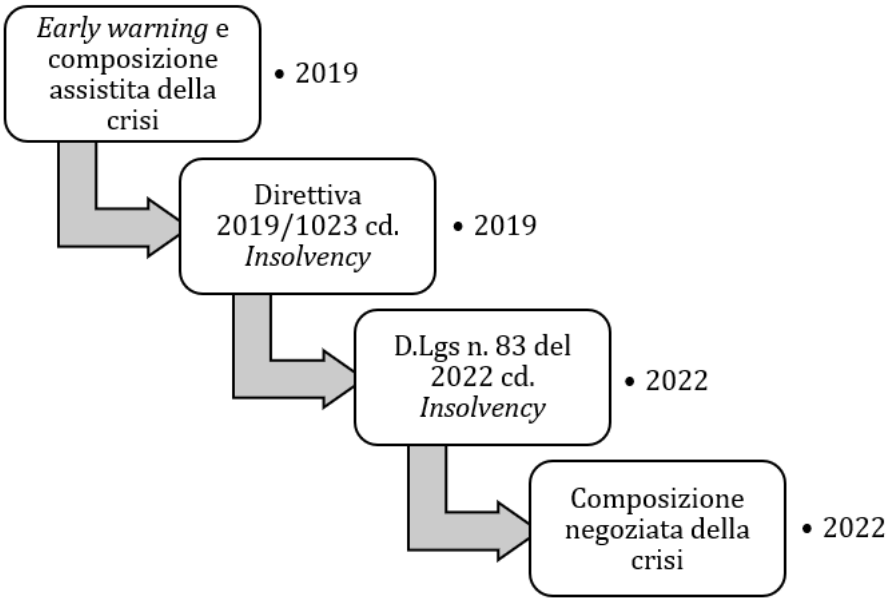


Figura 10: L'emersione della crisi nel C.C.I.I.[203]

3.5.1 Le procedure di allerta interna ed esterna

Accanto ai doveri di dotarsi di assetti idonei alla rilevazione dello stato di crisi, il Legislatore, nella prima versione del Codice, ha prescritto agli organi di controllo, al revisore unico o società di revisione (cosiddetta "allerta interna") e ai creditori pubblici qualificati (cd. "allerta esterna") specifici obblighi di segnalazione ad un apposito organo, l'Organo di gestione della crisi d'impresa (OCRI). L'articolo 16 del Codice, in origine, prescriveva l'istituzione di un OCRI presso ogni Camera di Commercio con le funzioni di[204]:

- raccogliere le segnalazioni da parte degli organi interni e dei creditori pubblici qualificati;
- gestire le procedure di *early warning*;
- affiancare l'imprenditore nel corso della composizione assistita della crisi. In caso di esito negativo della procedura, l'OCRI doveva segnalarlo al Pubblico Ministero, ai fini dell'apertura della liquidazione giudiziale.

[203] Fonte: Rielaborazione personale
[204] Teti Stefano, Procedure di allerta, Giappichelli, 2019, pag. 47

Entrando nello specifico, l'allerta interna scattava qualora l'organo di controllo o il revisore esterno rilevassero l'assenza di adeguati assetti organizzativi e contabili oppure la sussistenza di squilibri di carattere economico, patrimoniale o finanziario.
Mentre per l'Agenzia delle Entrate, per l'Agenzia delle Entrate - Riscossione e per l'Istituto Nazionale della Previdenza Sociale gli obblighi di segnalazione sussistevano in caso di esposizioni debitorie superiori ad un dato "importo rilevante"[205]. Per quanto concerne l'Agenzia delle Entrate si riteneva rilevante un debito scaduto IVA di almeno il 30% del volume d'affari e non inferiore a:

- 25.000 Euro nel caso in cui il fatturato del periodo d'imposta precedente fosse inferiore a 2 milioni di Euro;
- 50.000 Euro nel caso di volume d'affari dell'esercizio precedente da 2 a 10 milioni di Euro;
- 100.000 Euro per fatturati oltre i 10 milioni di Euro.

Per l'INPS si considerava rilevante un debito scaduto da oltre sei mesi di importo almeno pari a 50.000 Euro, mentre per l'Agente della riscossione l'esposizione da segnalare differiva sulla base della forma giuridica del debitore: oltre 500.000 Euro per gli imprenditori individuali e oltre 1 milione di Euro per le imprese collettive.
In caso di mancata segnalazione, era prevista, per i creditori pubblici qualificati, la perdita del diritto di prelazione sul credito e, per l'Agenzia delle Entrate riscossione, l'inopponibilità del credito per gli oneri di riscossione[206].

3.5.2 Gli indicatori di allerta elaborati dal CNDCEC

Ai sensi dell'articolo 13 comma 1 della versione originaria, si consideravano indizi inequivocabili della presenza di squilibri il venir meno della sostenibilità del debito e delle prospettive di *going concern* per i successivi sei mesi. Dalla lettura della norma si comprende come sia di cruciale rilevanza l'esame dei flussi di cassa e del livello di indebitamento.
Al secondo comma dell'articolo veniva assegnato al CNDCEC il compito, con cadenza almeno triennale, di elaborare degli indicatori che, analizzati in maniera unitaria, più si confacessero alla rilevazione tempestiva dello stato di crisi. Per valutazione unitaria il

[205] https://www.gazzettaufficiale.it/eli/gu/2019/02/14/38/so/6/sg/pdf Articolo 15 versione originaria del Codice
[206] https://www.gazzettaufficiale.it/eli/gu/2019/02/14/38/so/6/sg/pdf Articolo 15 comma 1

CNDCEC non intende il calcolo di uno *score*, bensì un "percorso logico di indici"[207] al termine del quale si riesca a giungere ad una conclusione sullo stato in cui versa l'impresa. L'approccio proposto, difatti, è di tipo sequenziale e segue una logica analoga a quella degli alberi decisionali:

1. il primo elemento da esaminare è il Patrimonio Netto. Se questo è negativo o sotto il minimo legale ci si può ragionevolmente attendere che l'azienda versi in uno stato di crisi; qualora il Patrimonio Netto risulti positivo, si passa al secondo step del percorso;
2. calcolo e valutazione del *Debt Service Coverage Ratio*. Se superiore a 1 l'impresa si considera sana, mentre se il coefficiente è inferiore all'unità, la capacità di rimborso risulta compromessa e vi è la presunzione dello stato di crisi.

La bozza elaborata dal CNDCEC nel 2019 contemplava, inoltre, cinque indici da calcolare e da esaminare nel caso in cui non fosse possibile misurare il DCSR o lo stesso non fosse attendibile[208]:

- ❖ coefficiente di sostenibilità dell'onerosità del debito;
- ❖ quoziente di autonomia patrimoniale;
- ❖ indice di ritorno liquido degli impieghi;
- ❖ indice di disponibilità;
- ❖ tasso di indebitamento previdenziale o tributario.

Ognuno di essi va confrontato con delle cosiddette "soglie di allerta": in caso di superamento di tutte le soglie il complesso aziendale si ritiene in crisi.

3.5.2.1 Il calcolo degli indicatori

Ai fini dell'applicazione dell'approccio sequenziale, per Patrimonio Netto si intende il totale della classe A della sezione del passivo dello Stato Patrimoniale civilistico (Patrimonio Netto) al netto dei Crediti verso i soci e dei dividendi che sono stati deliberati ma non ancora contabilizzati. È necessario, inoltre, non considerare l'ammontare della

[207] https://commercialisti.it/documents/20182/1236821/codice+crisi_definizioni+indici+%28ott+2019%29.pdf/2072f95c-22a2-41e1-bd2f-7e7c7153ed84 Crisi d'impresa. Gli indici di allerta Bozza del 19 ottobre 2019 elaborata da Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

[208] https://commercialisti.it/documents/20182/1236821/codice+crisi_definizioni+indici+%28ott+2019%29.pdf/2072f95c-22a2-41e1-bd2f-7e7c7153ed84 Crisi d'impresa. Gli indici di allerta Bozza del 19 ottobre 2019 elaborata da Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi, qualora fosse stata costituita.

Patrimonio Netto desumibile dallo Stato Patrimoniale
-Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti
-Dividendi deliberati e non contabilizzati
-Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi
Patrimonio Netto

Tabella 11: Calcolo Patrimonio Netto

Per il calcolo del tasso di copertura del debito il CNDCEC propone due approcci alternativi che impiegano dati desumibili dal budget di tesoreria.
La prima metodologia prevede il calcolo del rapporto tra le disponibilità liquide e le uscite connesse al rimborso del debito previste per i successivi sei mesi. Le disponibilità liquide sono date dalla differenza tra i flussi in entrata e i flussi in uscita per il semestre seguente; dalle uscite di denaro sono esclusi gli esborsi derivanti dal debito.

$$DSCR_1 = \frac{Entrate\ di\ cassa - Uscite\ di\ cassa}{Rimborso\ del\ debito}$$

Secondo l'altro approccio proposto, il DSCR è dato dal rapporto tra i flussi di cassa al servizio del debito e i flussi in uscita legati al debito non operativo scadente entro i sei mesi successivi.

$$DCSR_2 = \frac{Flussi\ di\ cassa\ disponibili}{Flussi\ in\ uscita\ per\ effetto\ del\ debito}$$

dove i flussi al servizio del debito sono calcolati come segue:

FCFO sei mesi successivi
+ Disponibilità di cassa iniziali
+ Linee di credito utilizzabili
Flusso di cassa al servizio del debito

Tabella 12: Calcolo flussi di cassa disponibili

Il valore da inserire al denominatore viene così determinato:

Quota capitale debito finanziario + Oneri finanziari + Debiti fiscali e contributivi + Debiti verso fornitori scaduti oltre i limiti della fisiologia
Flussi in uscita legati al debito

Tabella 13: Calcolo flussi in uscita dovuti all'indebitamento[209]

Il coefficiente di sostenibilità degli interessi passivi è dato dal rapporto tra gli oneri finanziari e i ricavi derivanti dalle vendite o dalle prestazioni di servizi, al netto di eventuali sconti e/o abbuoni:

$$Sostenibilità\ oneri\ finanziari = \frac{Oneri\ Finanziari}{Ricavi\ di\ vendita}$$

Il quoziente di autonomia patrimoniale ha lo scopo di verificare se l'azienda sia sufficientemente patrimonializzata e, quindi, indipendente rispetto ai terzi. Viene determinato dividendo il patrimonio netto per il totale dei debiti, compresi i ratei e i risconti passivi desumibili dalla voce E del Totale Passivo dello Stato Patrimoniale civilistico.

$$Autonomia\ patrimoniale = \frac{Patrimonio\ Netto}{Totale\ capitale\ di\ debito}$$

Il ritorno liquido degli impieghi è il risultato del rapporto tra il *cash flow* dell'esercizio e il Totale Attivo. Ai fini del calcolo dell'indicatore, il *cash flow* è dato dall'utile al lordo dei costi non monetari e al netto dei ricavi non monetari.

$$Ritorno\ liquido\ degli\ impieghi = \frac{Cash\ Flow}{Totale\ Attivo}$$

[209] Per "debiti scaduti oltre i limiti della fisiologia" si intendono ritardi nei pagamenti per effetto dei quali il fornitore ha sospeso la fornitura o ha compiuto azioni funzionali alla riscossione della somma maggiorata di interessi moratori

L'indice di disponibilità è il quoziente tra le attività correnti e le passività a breve:

$$Indice\ di\ disponibilità = \frac{Attività\ correnti}{Passività\ correnti}$$

Il tasso di indebitamento previdenziale o tributario misura l'incidenza dei debiti verso l'Erario e gli Istituti di Previdenza sul totale delle attività:

$$Indebitamento\ previdenziale\ o\ tributario = \frac{Debiti\ tributari\ o\ previdenziali}{Totale\ Attivo}$$

Per i cinque indicatori sovraesposti, il CNDCEC ha individuato per ogni settore le cosiddette "soglie di allerta". Il superamento congiunto di tali valori, difatti, fa presumere la sussistenza dello stato di crisi.

Settore	Soglie di Allerta				
	Oneri finanziari/ Ricavi (%)	Patrimonio Netto/ Debiti (%)	Attività correnti/ Passività correnti (%)	Cash Flow/ Totale Attivo (%)	Debiti prev+trib/ Totale Attivo (%)
(A) Agricoltura, silvicoltura e pesca	2,8	9,4	92,1	0,3	5,6
(B) Estrazione (C) Manifattura (D) Prod. Energia/Gas	3,0	7,6	93,7	0,5	4,9
(E) Forn. Acqua, Reti fognarie e Rifiuti (D) Trasm. Energia/Gas	2,6	6,7	84,2	1,9	6,5
(F41) Costruzione di edifici	3,8	4,9	108,0	0,4	3,8
(F42) Ingegneria civile (F43) Costr. specializzate	2,8	5,3	101,1	1,4	5,3
(G45) Comm. ingrosso e dett. autoveicoli (G46) Comm. ingrosso (D) Distrib. Energia/Gas	2,1	6,3	101,4	0,6	2,9
(G47) Comm. dettaglio (I56) Bar e Ristoranti	1,5	4,2	89,8	1,0	7,8
(H) Trasporto e magazzinaggio (I55) Hotel	1,5	4,1	86,0	1,4	10,2
(JMN) Servizi alle imprese	1,8	5,2	95,4	1,7	11,9
(PQRS) Servizi alle persone	2,7	2,3	69,8	0,5	14,6

Tabella 14: Soglie di allerta[210]

Di seguito uno schema riassuntivo del percorso proposto nel 2019 ai fini della rilevazione dello stato di crisi:

[210] Fonte: Rielaborazione da: https://commercialisti.it/documents/20182/1236821/codice+crisi_definizioni+indici+%28ott+2019%29.pdf/2072f95c-22a2-41e1-bd2f-7e7c7153ed84

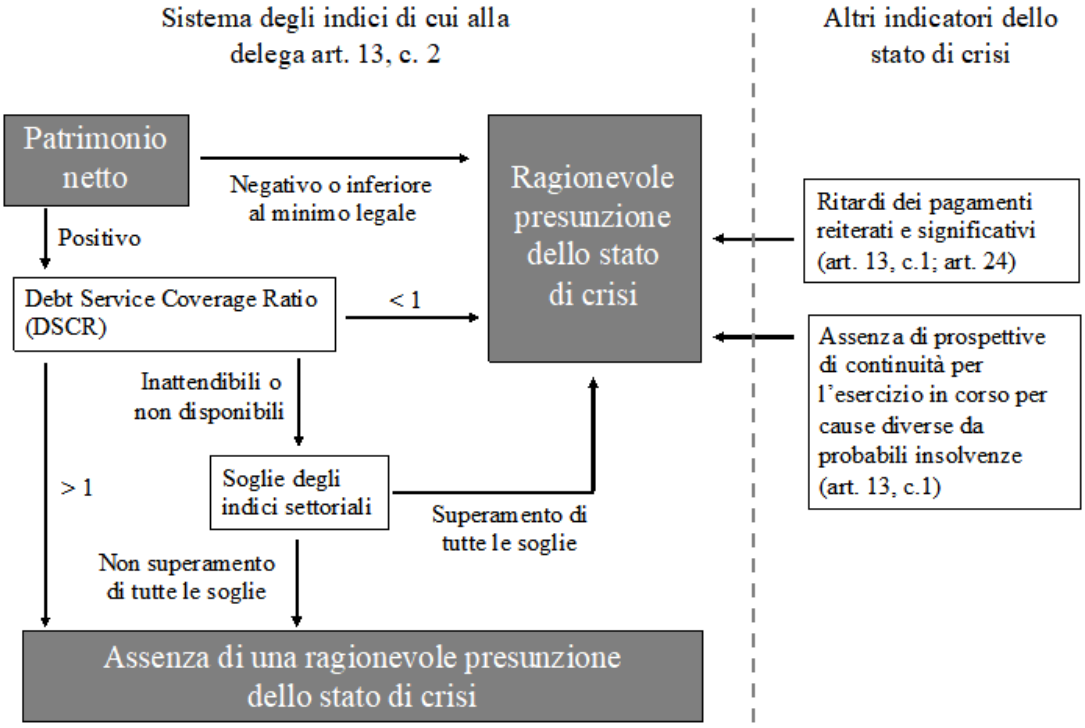


Figura 11: Percorso logico proposto dal CNDCEC[211]

Il modello così elaborato risultava inapplicabile in un contesto imprevedibile come quello che si è venuto a creare a seguito della pandemia da Covid-19, nel quale la crisi, purtroppo, non interessava solo poche imprese, bensì la quasi totalità del tessuto economico: il sistema di indicatori proposto, difatti, appariva rigido e macchinoso.

Inoltre, la previsione normativa che imponeva all'OCRI di segnalare al Pubblico Ministero l'esito negativo della composizione assistita costituiva un disincentivo al ricorso a tale strumento di regolazione della crisi: il timore di essere "costretto" ad accedere alla procedura di liquidazione giudiziale, difatti, spesso superava il desiderio di perseguire il risanamento.

A fronte dei limiti sopracitati, il Legislatore ha provveduto al recepimento della Direttiva UE 2019/1023 con il decreto *Insolvency*.

211 https://studiofazzini.it/ricerche/analisi-di-bilancio-gli-indicatori-di-allerta-nellaccertamento-dello-stato-di-crisi/ Crisi d'impresa. Gli indici di allerta Bozza del 19 ottobre 2019 elaborata da Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

3.5.3 La Direttiva UE 2019/1023 e il Decreto Legislativo n. 83 del 2022

L'Unione Europea, nel 2019, ha emanato la Direttiva UE 2019/1023 con lo scopo ultimo di armonizzare, tra i vari stati membri, la normativa in tema di crisi ed insolvenza e di agevolare, ove possibile, l'esercizio dell'attività economica da parte delle imprese in difficoltà; da qui, l'appellativo "*Insolvency*".

I punti salienti della direttiva sono tre[212]:

- quadri di ristrutturazione preventiva funzionali alla prevenzione dello stato di insolvenza;
- l'esdebitazione per i debiti non soddisfatti per mezzo della procedura di regolazione della crisi e dell'insolvenza;
- maggiore efficacia ed efficienza degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza.

Quest'ultimo punto si traduce, nel Codice della Crisi e dell'Insolvenza, nell'eliminazione del rigido sistema di allerta e nella possibilità, per l'imprenditore debitore, di accedere a procedure snelle e prettamente stragiudiziali per il risanamento della propria posizione.

A seguito dell'emanazione della direttiva, il Governo ha elaborato il Decreto Legislativo n. 83 del 2022, anch'esso denominato *Insolvency*, con il quale sono state apportate importanti modifiche al testo normativo che disciplina gli istituti della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Il Titolo II del Codice, originariamente intitolato "Procedure di allerta e di composizione assistita della crisi", è stato integralmente abrogato e sostituito dalla disciplina relativa alla composizione negoziata della crisi, al concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio, alle procedure di segnalazione e alla piattaforma unica nazionale[213].

Ad oggi, i principali segnali di allarme, difatti, non sono più gli indicatori elaborati nel 2019 dal CNDCEC, bensì le esposizioni debitorie di cui al quarto comma dell'articolo 3 e al primo comma dell'articolo 25-*novies* del Codice. Ai sensi dell'articolo 3 comma 4, si considerano indizi di crisi:

- un ammontare dei debiti verso dipendenti scaduti da oltre trenta giorni superiore alla metà del totale mensile;

[212] https://www.chiomenti.net/public/files/0/Direttiva-2019-1023-ristrutturazione-e-insolvenza.pdf Art. 1 Direttiva UE 2019/1023

[213] https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01344763.pdf

- ❖ passività commerciali scadute da oltre novanta giorni e superiori all'ammontare dei debiti non scaduti;
- ❖ esposizioni debitorie nei confronti di banche o altri istituiti di credito scadute da oltre due mesi o il superamento, da almeno sessanta giorni, del limite massimo degli affidamenti.

L'articolo 25-*novies* disciplina le segnalazioni da parte dei creditori pubblici qualificati. A differenza del sistema di allerta esterna previsto dalla versione originaria del Codice, in caso di mancata segnalazione, ad oggi, non è prevista alcuna sanzione e il creditore non viene privato del diritto di prelazione. Sono, altresì, state modificate le soglie di allerta.
Per quanto concerne l'INPS, la segnalazione va effettuata quando vi è un ritardo superiore ai tre mesi nel versamento dei contributi, di un ammontare superiore:

- ❖ al 30% del debito contributivo dell'anno precedente e al valore di 15.000 Euro per imprese con dipendenti;
- ❖ a 5.000 Euro per aziende che non hanno lavoratori subordinati o parasubordinati.

L'INAIL è tenuto a segnalare qualora vi sia un debito non versato e scaduto da oltre novanta giorni e superiore ai 5.000 Euro.
L'Agenzia delle Entrate segnala nel caso in cui vi sia un debito IVA scaduto e non versato di importo maggiore di 5.000 Euro.
Per quanto riguarda l'Agente della riscossione, vi è il dovere di segnalazione se gli importi da riscuotere sono scaduti da oltre tre mesi e superano le seguenti soglie:

- ❖ 100.000 Euro per le imprese individuali;
- ❖ 200.000 Euro per le società di persone;
- ❖ 500.000 Euro per gli altri tipi di società[214].

È stata, inoltre, modificata la disciplina afferente alle segnalazioni da parte dell'organo di controllo: la figura dell'OCRI è stata soppressa e le comunicazioni devono essere trasmesse all'organo amministrativo non appena si rilevi la presenza di squilibri e vi sia, dunque, la possibilità di accedere alla composizione negoziata della crisi. La segnalazione è motivata, trasmessa con mezzi che ne consentano di provare l'avvenuta ricezione e deve

[214] Articolo 25-*novies* comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

contenere il termine entro cui l'organo amministrativo si deve attivare per perseguire il risanamento.

Per quanto concerne la procedura di composizione assistita della crisi e l'OCRI, queste sono state sostituite dal percorso di composizione negoziata della crisi e dalla figura dell'esperto. L'esperto, nella composizione negoziata, assiste l'imprenditore nelle trattative con i creditori, senza, tuttavia, sostituirsi ad esso. A differenza dell'OCRI, l'esperto non è tenuto a segnalare al Pubblico Ministero la sussistenza dello stato di insolvenza: il debitore, in questo caso, risulta maggiormente incentivato ad accedere allo strumento, in quanto non rischia che venga proposta nei suoi confronti un'istanza di apertura della procedura di liquidazione giudiziale.

Un ulteriore elemento di novità introdotto dal Decreto *Insolvency* è l'istituzione della piattaforma unica nazionale[215], a cui è possibile accedere per mezzo del sito istituzionale della Camera di Commercio. All'interno della piattaforma, l'imprenditore debitore trova le indicazioni operative per redigere il piano di risanamento e ha la possibilità di effettuare un test per verificare se l'indebitamento sia sostenibile e, dunque, se ci si possa ragionevolmente attendere di perseguire il risanamento.
Il grado di complessità del risanamento è dato dal rapporto tra il debito da ristrutturare e i flussi che ogni anno possono essere impiegati al suo servizio:

$$Perseguibilità\ di\ risanamento = \frac{Debito\ da\ ristrutturare}{Flussi\ annui\ al\ servizio\ del\ debito}$$

dove il debito da ristrutturare può essere determinato come segue:

[215] Articolo 13 comma 1 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

Debito scaduto + *(di cui relativo ad iscrizioni a ruolo)* + Debito riscadenziato o oggetto di moratorie + Linee di credito bancarie utilizzate delle quali non ci si attende il rinnovo + Rate di mutui e finanziamenti in scadenza nei successivi 2 anni *(per le cooperative si tiene conto della probabile richiesta di rimborso del prestito sociale secondo le evidenze storiche non precedenti a tre anni)* + Investimenti relativi alle iniziative industriali che si intendono adottare - Ammontare delle risorse ritraibili dalla dismissione di cespiti (immobili, partecipazioni, impianti e macchinario) o rami di azienda compatibili con il fabbisogno industriale - Nuovi conferimenti e finanziamenti, anche postergati, previsti - Stima dell'eventuale margine operativo netto negativo nel primo anno, comprensivo dei componenti non ricorrenti
Debito da ristrutturare

Tabella 15: Calcolo debito da ristrutturare[216]

All'indebitamento scaduto o prossimo alla scadenza vengono sommate le uscite di denaro che si stima di sostenere per investimenti di carattere industriale e le linee di credito che ci si attende non vengano rinnovate. È necessario, invece, sottrarre dalla quota da ristrutturare le entrate di denaro rappresentate da conferimenti, nuovi finanziamenti e cessioni di cespiti o rami d'azienda. Ai fini dell'effettuazione del test pratico, non si considerano, inoltre, le eventuali diseconomie del primo esercizio.

I flussi annui al servizio del debito sono dati dall'EBITDA che si stima di conseguire dal secondo esercizio in poi, al netto degli esborsi connessi agli investimenti di mantenimento e all'imposizione fiscale.

[216] https://composizionenegoziata.camcom.it/ocriWeb/#/home Sezione "Effettua il test"

Stima del Margine Operativo Lordo prospettico normalizzato annuo, prima delle componenti non ricorrenti, a regime - Investimenti di mantenimento annui a regime - Imposte sul reddito annue che dovranno essere assolte
Flussi annui al servizio del debito

Tabella 16: Flusso al servizio del debito[217]

L'esito del test e la relativa interpretazione differiscono in base all'ammontare del debito. Per quanto concerne i debiti di ammontare inferiore ai 30.000 Euro, questi, una volta effettuato il test, risulteranno sempre sostenibili: la piattaforma, all'esito positivo della verifica, elabora un piano di rateizzazione che il debitore potrà comunicare ai suoi creditori. Se, entro trenta giorni, i creditori non manifestano il proprio dissenso, il piano si considera approvato e potrà, dunque, essere eseguito secondo le modalità e le tempistiche indicate nello stesso. [218]

Per i debiti oltre i 30.000 Euro, invece, la perseguibilità del risanamento dipenderà dal valore ottenuto dividendo il debito da ristrutturare per il flusso al suo servizio. Entrando nello specifico[219]:

- per valori da 1 a 2, il risanamento risulta perseguibile, senza eccessive difficoltà, attraverso la gestione corrente.
- quando il rapporto è pari a 3 o 4, la gestione corrente non risulta sufficiente e il risanamento dipende dal successo delle iniziative industriali che l'azienda intende intraprendere; in tal caso, sarà necessario elaborare un piano, seguendo le istruzioni contenute nella sezione "check list" della piattaforma.
- se il coefficiente assume valori pari a 5 o 6, la posizione risulta risanabile solo tramite risorse ricavabili dalla cessione dell'intero complesso o di un ramo di esso;
- infine, un quoziente superiore a 6 denota una situazione di forte squilibrio reddituale, che non consente di perseguire il risanamento con modalità "normali". In tal caso, sarà necessario intraprendere operazioni estranee rispetto alla

[217] https://composizionenegoziata.camcom.it/ocriWeb/#/home Sezione "Effettua il test"
[218] Articolo 25-*undecies* comma 2 Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza
[219] https://composizionenegoziata.camcom.it/ocriWeb/assets/resources/Istruzioni_Test_Pratico.pdf

normale gestione dell'impresa, quali, ad esempio: operazioni straordinarie, trasformazione del *business model*, rivisitazione del processo produttivo.

Esito Test Pratico	Perseguibilità risanamento
1-2	Risanamento tramite la gestione corrente
3-4	Risanamento tramite iniziative industriali
5-6	Risanamento tramite cessione d'azienda o ramo di essa
>6	Risanamento mediante iniziative straordinarie

Tabella 17: Test pratico di verifica della perseguibilità del risanamento[220]

Alla data odierna, la disciplina vigente prevede un sistema di rilevazione della crisi più snello rispetto alla versione originaria, che poggia sul monitoraggio di pochi ma rilevanti elementi. Tuttavia, trattandosi di una normativa giovane e ancora in fase di "sperimentazione", è ragionevole attendersi che in futuro sia oggetto di nuovi aggiustamenti. Basti pensare al Decreto Legge 24 febbraio 2023 numero 13, col quale è stata ulteriormente modificata la disciplina in tema di composizione negoziata della crisi.

[220] https://composizionenegoziata.camcom.it/ocriWeb/assets/resources/Istruzioni_Test_Pratico.pdf

CAPITOLO 4

L'IMPATTO DELLA PANDEMIA DA COVID-19 NEI SETTORI DELLA RISTORAZIONE E DEL TURISMO: UN'ANALISI EMPIRICA TRAMITE LO Z" – SCORE DI ALTMAN

4.1 Cenni introduttivi

Federalberghi (Federazione delle Associazioni Italiane Alberghi e Turismo), trimestralmente, pubblica il cosiddetto "Barometro del turismo": un report contenente i principali indicatori relativi al settore del turismo, al fine di tenerne monitorato l'andamento economico[221]. Sfogliando i prospetti concernenti i quattro trimestri del 2020 e confrontandoli con l'esercizio precedente, è lampante l'effetto che l'emergenza sanitaria ha avuto sulla performance delle attività erogatrici di servizi di alloggio e ristorazione operanti nel territorio italiano: una notevole contrazione del tasso di visitatori e una conseguente flessione del fatturato. Sin dal primo trimestre del 2020 le attività di alloggio hanno assistito ad un calo del fatturato del 24,7% rispetto al medesimo periodo dell'anno antecedente, mentre i ricavi nel settore della ristorazione si sono ridotti del 23,8%[222].

A tal proposito, nel presente capitolo si è voluto compiere un'analisi empirica su un campione selezionato di imprese del Nord Italia tuttora attive ed operanti in tali settori, al fine di comprendere come si siano modificati gli equilibri e, dunque, il rischio di insolvenza, a seguito dell'emergenza pandemica che dal 2020 ha, purtroppo, colpito il nostro Paese e tutto il mondo.

Affinché la ricerca fosse il più esaustiva possibile, è stata svolta in più passaggi:

1. scelta della popolazione e selezione del campione d'indagine;
2. analisi descrittiva del campione;
3. applicazione del modello di *scoring*.

[221] https://www.federalberghi.it/barometro/all-barometro.aspx?pag=2

[222] https://www.federalberghi.it/download/view.aspx?pdf=https://intranet.federalberghi.it/pubblicazioni/Barometro/Il%20barometro%20del%20turismo%20-%20II%20trimestre%202020/barometro%20del%20turismo%20-%20II%20trimestre%202020.pdf#page=8

In un primo momento, dunque, si è provveduto alla fissazione dei criteri da impiegare per l'individuazione della popolazione oggetto di studio, dalla quale, poi, selezionare il campione da analizzare.
Successivamente, è stata compiuta una disamina delle peculiarità delle aziende campionate: distribuzione geografica, dimensioni e anno di costituzione.
Infine, si è provveduto ad un minuzioso esame dei bilanci d'esercizio e all'applicazione del modello di Altman. Per la presente analisi, è stata scelta la formulazione dello Z"-Score, in quanto maggiormente coerente con le caratteristiche delle imprese esaminate: non quotate e non manifatturiere.
Il fine della presente ricerca è quello di verificare se, ed in che modo, si sia modificato il rischio d'insolvenza, calcolato tramite lo Z"-Score. In particolare, si vuole verificare se vi sia un suo peggioramento in concomitanza con lo scoppio della pandemia, nel corso dell'esercizio 2020. L'analisi si sposterà, poi, sui livelli di indebitamento e sulla sua composizione. A tal proposito, si intende verificare se vi sia un peggioramento del livello di indebitamento, in particolare quello finanziario, al fine di colmare la lacuna di ricchezza provocata dall'emergenza sanitaria.
Si provvederà, infine, ad analizzare l'elasticità della struttura dei debiti: lo scopo è comprendere se, per effetto della crisi, la struttura si sia "elasticizzata", rendendo le imprese più esposte a tensioni di liquidità, oppure si sia irrigidita, dando, così, sollievo alle entità oggetto di studio.

4.2 Selezione popolazione e campioni d'indagine

Nel presente lavoro ci si è avvalsi della banca dati AIDA (acronimo per Analisi Informatizzata Delle Aziende italiane) per estrapolare i dati relativi ai campioni oggetto d'analisi. AIDA è gestito da Bureau van Dijk e consente di accedere ad un grosso quantitativo di dati aggiornati relativi ad imprese italiane, con una storicità massima di 10 anni dall'ultimo esercizio disponibile: bilanci ottici, principali indicatori economico-patrimoniali e finanziari, dati sull'occupazione, codici ATECO (ai fini della classificazione merceologica), informazioni sull'azionariato ed eventuali partecipazioni[223].
Tuttavia, prima di procedere all'estrapolazione dei dati, ci si è avvalsi di dati e statistiche di settore al fine di individuare la distribuzione geografica e dimensionale delle imprese

[223] https://www.bvdinfo.com/it-it/le-nostre-soluzioni/dati/nazionali/aida

del Nord Italia operanti nel settore dei servizi di alloggio e ristorazione. Dai siti dell'ISTAT e della Fondazione Nazionale dei Commercialisti è stato possibile raccogliere informazioni in merito alle classi dimensionali maggiormente diffuse nel settore. In particolare, l'ISTAT è stato estremamente utile per l'individuazione delle classi di addetti più diffuse, mentre dalla pagina web della Fondazione Nazionale dei Commercialisti è stato possibile definire le classi di fatturato che più caratterizzano la popolazione oggetto di studio. Di seguito viene sintetizzato quanto emerso:

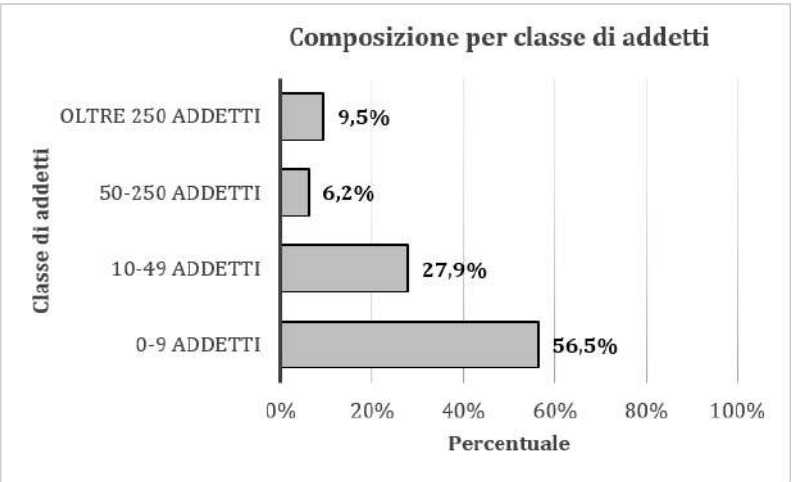


Grafico 1: Composizione per addetti del settore dei servizi di alloggio e ristorazione[224]

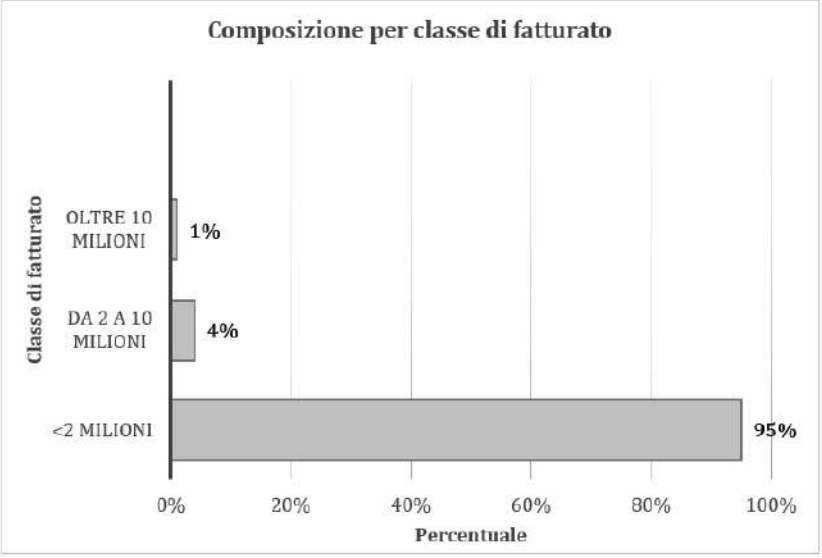


Grafico 2: Composizione per classe di fatturato del settore dei servizi di alloggio e ristorazione[225]

[224] https://www.istat.it/storage/rapporti-tematici/imprese2021/Rapportoimprese2021.pdf
[225] https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1635

Al fine della classificazione delle imprese sulla base della dimensione, è stata emanata la Direttiva Comunitaria 2003/361/CE del 6 maggio 2003, recepita nel nostro ordinamento dal Decreto Ministeriale del 18 aprile 2005, intitolato "Adeguamento alla disciplina comunitaria dei criteri di individuazione di piccole e medie imprese"[226] . In particolare, il Decreto Ministeriale si avvale, ai fini della determinazione della dimensione, delle seguenti variabili: numero di addetti, fatturato e Totale Attivo. Ai sensi del Decreto si considerano grandi quelle imprese che abbiano:

- oltre 250 dipendenti e
- un fatturato superiore ai 50 milioni di Euro o un Totale Attivo superiore ai 43 milioni di Euro

Un'azienda si definisce media qualora abbia:

- un numero di occupati compreso tra 50 e 250 e
- un fatturato compreso tra 10 milioni e 50 milioni di Euro (o un Totale Attivo oltre i 10 milioni di Euro ma non superiore ai 43 milioni di Euro).

Per piccola impresa s'intende un'entità che soddisfi congiuntamente i seguenti criteri:

- numero di dipendenti compreso tra 10 e 49 e
- un volume d'affari (o Totale Attivo) che si collochi nell'intervallo tra 2 e 10 milioni di Euro.

Infine, è definita micro quell'impresa che:

- occupa meno di 10 dipendenti;
- realizza un fatturato (o Totale Attivo) inferiore ai 2 milioni di Euro.

Impresa	Dipendenti	Totale Attivo	Fatturato
Grande	> 250	> 43 mln	> 50 mln
Media	da 50 a 250	da 10 a 43 mln	da 10 a 50 mln
Piccola	da 10 a 49	da 2 a 10 mln	da 2 a 10 mln
Micro	< 10	< 2 mln	< 2 mln

Tabella 18: Criteri Decreto Ministeriale 18 aprile 2005

Sulla base dei criteri appena citati si può, dunque, affermare che la maggior parte del settore dei servizi di alloggio e ristorazione è costituita da imprese di dimensione micro e piccole, con un numero ristretto di addetti ed un livello di fatturato medio-basso.

[226] https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/DM_18_4_2005_Definizione_PMI.pdf

Una volta individuate le classi dimensionali più diffuse, si è reso necessario comprendere come le strutture ricettive alberghiere e i ristoranti fossero distribuiti nel Settentrione. A tal proposito, ci si è avvalsi del "Rapporto Ristorazione 2021" pubblicato da Federalberghi[227] e delle statistiche sugli esercizi alberghieri disponibili nella pagina "Noi Italia"[228] del sito dell'ISTAT. Di seguito vengono sintetizzati i risultati emersi:

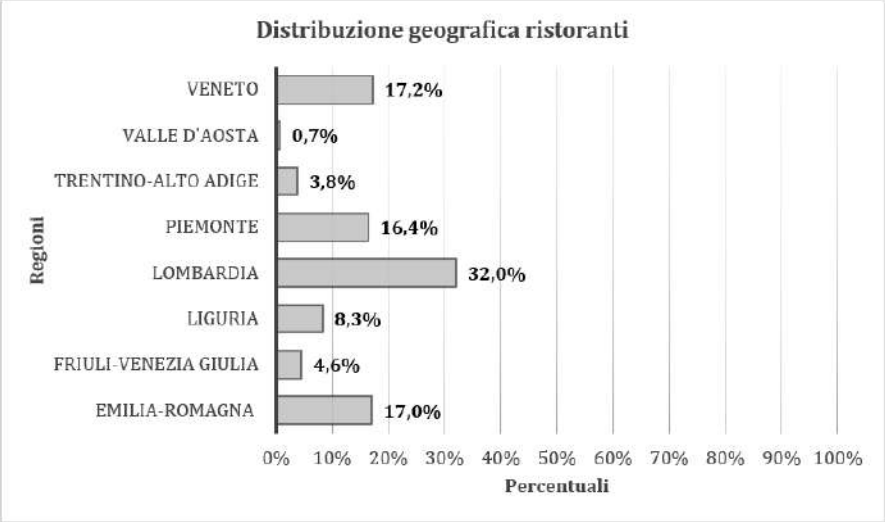


Grafico 3: Distribuzione geografica ristoranti

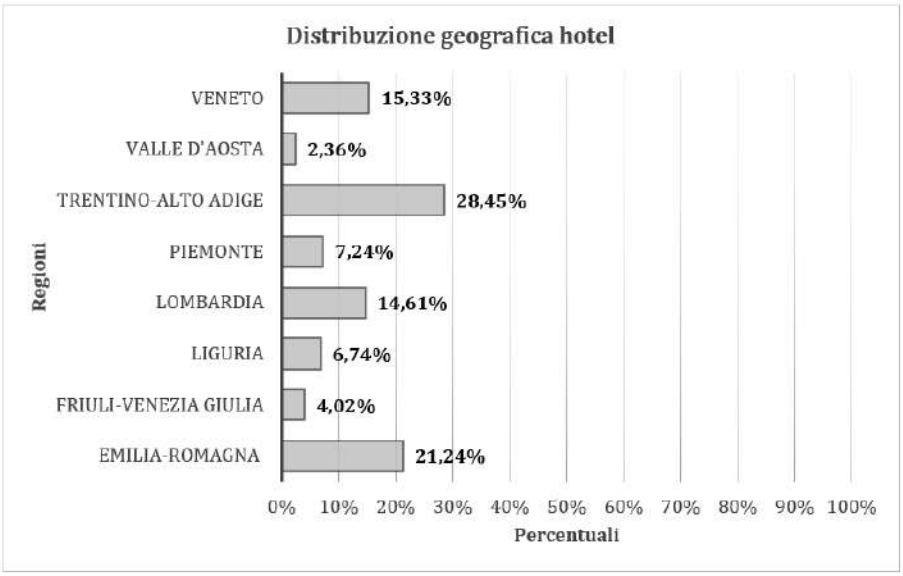


Grafico 4: Distribuzione geografica hotel

[227] https://www.fipe.it/wp-content/uploads/2022/03/Rapporto-Ristorazione-2021.pdf
[228] https://noi-italia.istat.it/pagina.php?L=0&categoria=8&dove=ITALIA

Come è ragionevole attendersi, le regioni più popolose, quali Emilia-Romagna, Lombardia, Piemonte e Veneto risultano essere anche le aree caratterizzate da un maggior numero di strutture. In particolare, la Lombardia si colloca al primo posto per quanto concerne i locali, mentre il Trentino-Alto Adige risulta essere la regione con la maggiore presenza di strutture ricettive alberghiere.

Le informazioni così individuate sono state, poi, utilizzate per costruire un campione di aziende che fosse il più rappresentativo possibile della popolazione di ristoranti ed hotel presenti ed operanti nel Nord Italia.

Attraverso l'inserimento di appositi filtri, si è potuto, all'interno di AIDA individuare le imprese rilevanti ai fini della presente ricerca. Scendendo nel dettaglio, per la costruzione del campione "R" (ovvero ristoranti e attività analoghe) sono stati inseriti i seguenti filtri:

- Stato giuridico: attiva. Il presente elaborato ha lo scopo di analizzare aziende attualmente operanti;
- Forma giuridica: S.R.L. o S.R.L. unipersonale, in quanto molto diffuse e, dunque, rappresentative di quello che è, ad oggi, il tessuto economico del nostro Paese;
- Codice ATECO 56.10.00 "Ristoranti e attività di ristorazione mobile";
- Solo società non quotate, affinché si potesse applicare il modello dello Z" – Score di Altman;
- Bilanci non consolidati dettagliati disponibili almeno dal 2016 in poi;
- Regione di appartenenza: Emila Romagna, Friuli-Venezia Giulia, Liguria, Lombardia, Piemonte, Trentino-Alto Adige, Valle d'Aosta, Veneto.

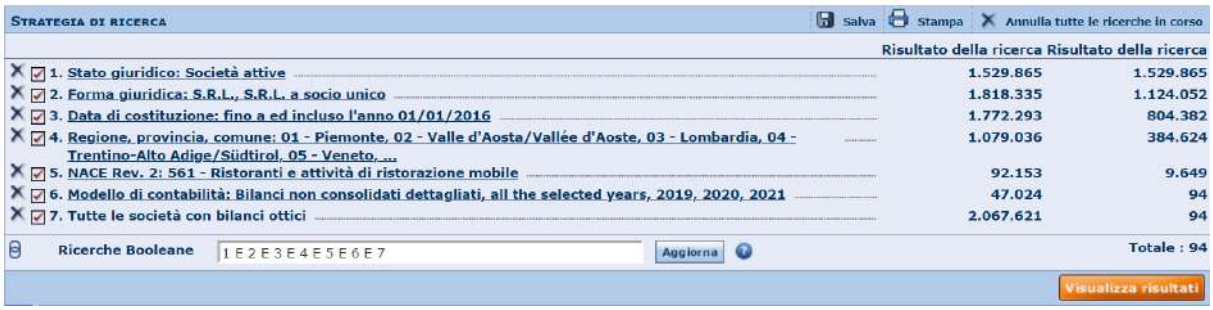


Figura 12: Filtri AIDA per la selezione dei ristoranti[229]

[229] https://aida-r1.bvdinfo.com/version-20221207-3288-0/Search.QuickSearch.serv?_CID=174&FromALoadStrategy=FromALoadStrategy&product=aidaneo

Il sistema ha, così, individuato 94 elementi che rispondessero ai requisiti sovraesposti. Ai fini della presente analisi empirica, dalla popolazione è stato selezionato un campione di 55 ristoranti che, per dimensioni e distribuzione geografica, si avvicinassero maggiormente alle caratteristiche della popolazione di locali effettivamente operanti nel Nord Italia.

Analogamente, è stata individuata la popolazione di hotel, alberghi e attività simili, ai fini della costruzione del campione "H":

- Stato giuridico: attiva;
- Forma giuridica: S.R.L. o S.R.L. a socio unico;
- Codici ATECO 55.10.00 "Alberghi e alloggi simili" e 55.20.00 "Alloggi per vacanze e altre strutture per brevi soggiorni";
- Solo società non quotate;
- Bilanci non consolidati dettagliati disponibili almeno dal 2016 in poi;
- Regione di appartenenza: Emila Romagna, Friuli-Venezia Giulia, Liguria, Lombardia, Piemonte, Trentino-Alto Adige, Valle d'Aosta, Veneto.

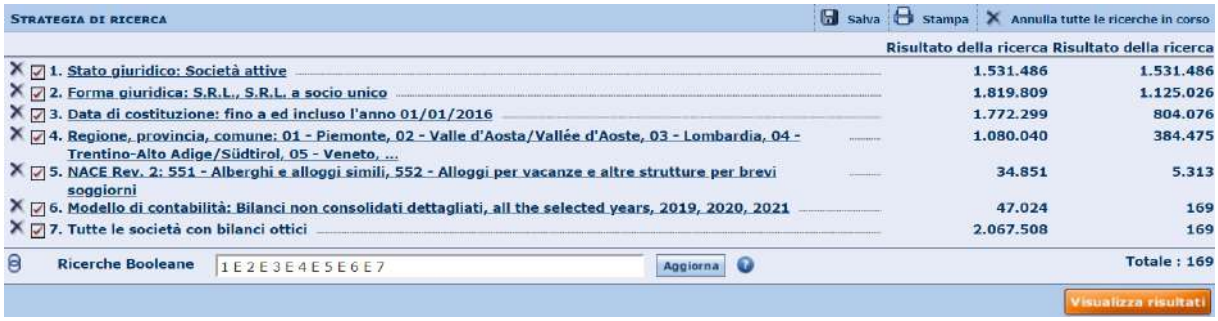


Figura 13: Filtri AIDA per la selezione degli hotel[230]

A seguito dell'inserimento di tali filtri, è risultata una popolazione di 169 strutture, da cui sono state selezionate 55 imprese che rispettassero il più possibile le caratteristiche dimensionali e la localizzazione degli alberghi ed hotel effettivamente attivi nel Settentrione.

[230] https://aida-r1.bvdinfo.com/version-20221207-3288-0/Search.QuickSearch.serv?_CID=848&product=aidaneo

4.3 Analisi descrittiva

Una volta raccolte le informazioni, è stata compiuta un'analisi descrittiva dei campioni oggetto di studio. In particolare, le variabili esaminate sono:

- l'area geografica di operatività;
- la dimensione;
- l'anno di fondazione.

4.3.1 Regioni di appartenenza

In un primo momento si è provveduto all'esame della localizzazione delle varie strutture facenti parte del campione oggetto di studio, al fine di verificare se, di fatto, la distribuzione geografica della popolazione fosse stata o meno rispettata.

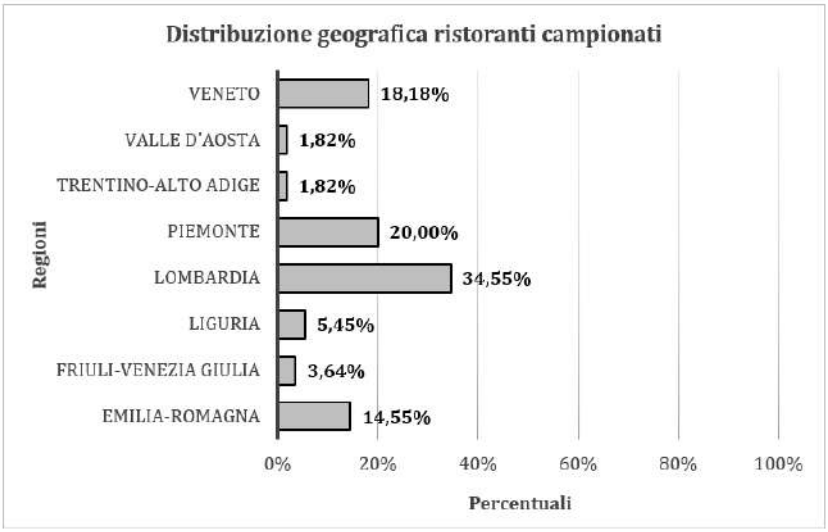


Grafico 5: Distribuzione geografica ristoranti campionati

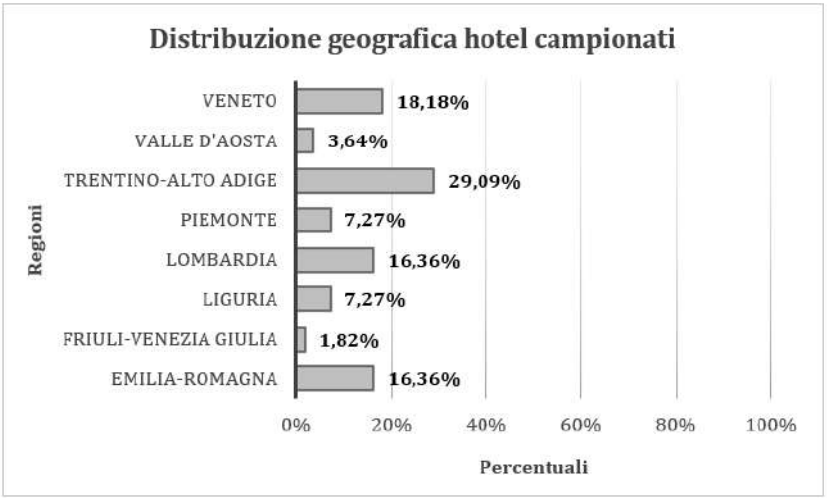


Grafico 6: Distribuzione geografica hotel campionati

Dai grafici sovraesposti emerge che, similmente alla popolazione di origine, gran parte dei ristoranti campionati è collocata in Lombardia, mentre la percentuale più elevata di hotel opera in Trentino-Alto Adige. Si può dunque affermare che la distribuzione geografica è stata rispettata.

4.3.2 Dimensioni

I medesimi criteri adottati dal Decreto Ministeriale del 18 aprile 2005 sono stati utilizzati nel presente lavoro per la classificazione dimensionale dei vari componenti del campione. A tal proposito, ci si è avvalsi dei dati relativi all'esercizio 2021 (ultimo periodo amministrativo disponibile all'interno di AIDA).

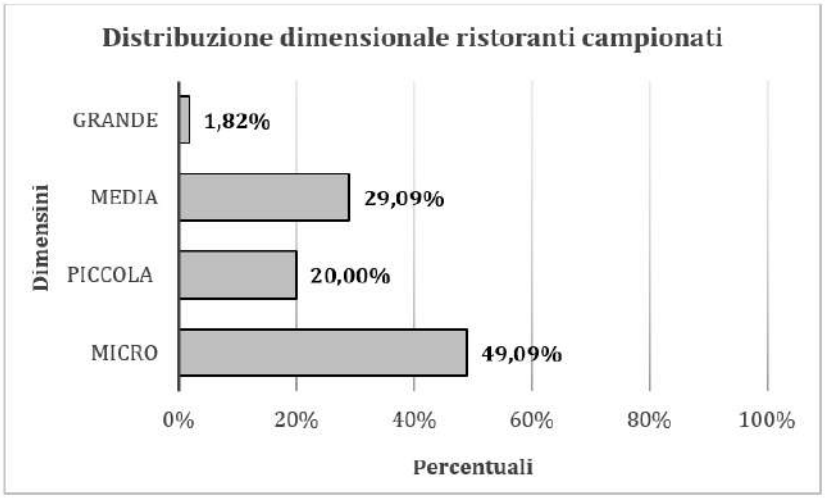


Grafico 7: Distribuzione dimensionale ristoranti campionati

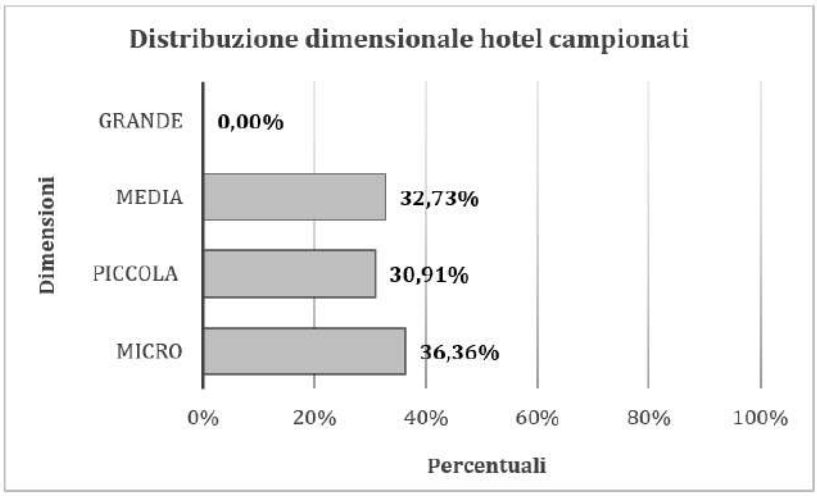


Grafico 8: Distribuzione dimensionale hotel campionati

La disponibilità di dati offerti da AIDA, a seguito dell'inserimento dei vari filtri, ha fatto sì che le percentuali di aziende micro, piccole, medie e grandi non fossero le medesime della popolazione di riferimento. Nonostante ciò, il campione risulta comunque in linea con la realtà: difatti, circa il 69% dei ristoranti e il 67% degli hotel campionati rientrano nelle classi dimensionali "micro" e "piccole".

4.3.3 Anno di fondazione

Una volta terminata l'analisi delle caratteristiche dimensionali del campione oggetto di studio, si è provveduto ad esaminarne l'anzianità. Ai fini del presente lavoro, le varie date di fondazione sono state raggruppate in "classi" della durata di un ventennio:

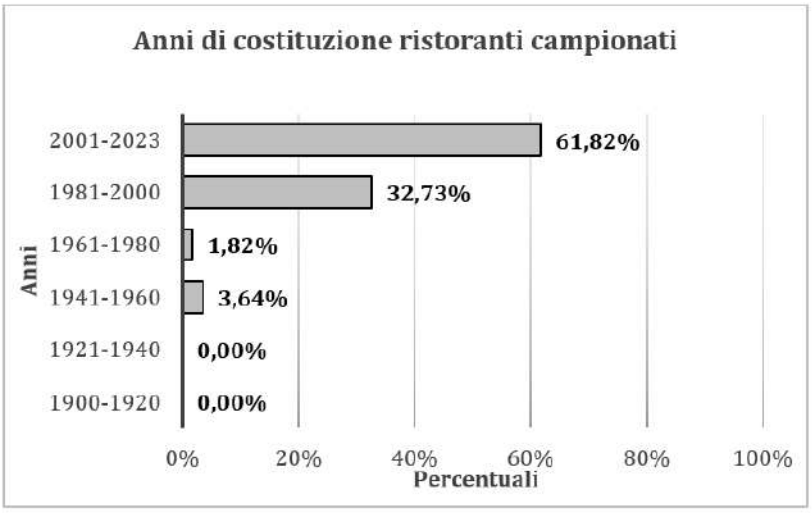


Grafico 9: Anni di costituzione ristoranti

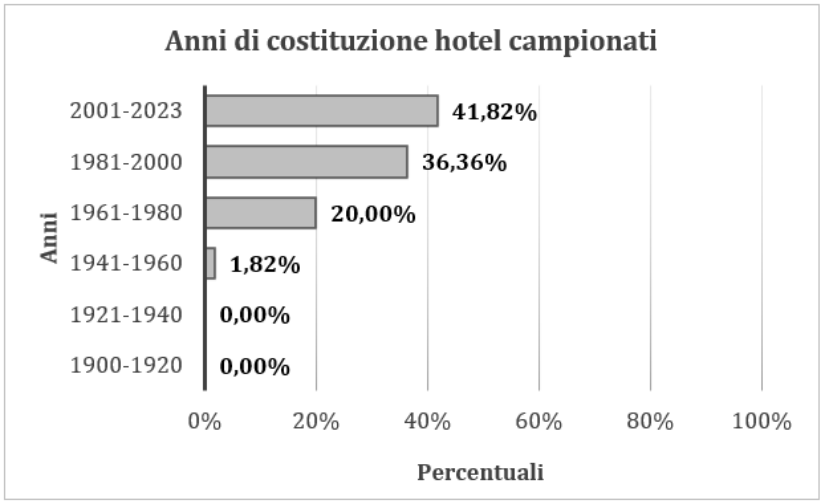


Grafico 10: Anni di costituzione hotel campionati

Età	Ristoranti	Hotel
Media	20,91	29,53
Moda	8	21
Mediana	16	30

Tabella 19: Età strutture campionate

Dai grafici sovraesposti si evince che il campione selezionato è costituito da imprese relativamente giovani, principalmente sorte durante il secolo corrente: gli anni di costituzione più diffusi, difatti, appartengono al ventennio che va dagli anni 2000 ad oggi. Al secondo posto per frequenza si colloca, invece, il periodo che va dagli '80 del secolo scorso sino agli anni 2000.
Scendendo nel dettaglio, l'età più diffusa tra i ristoranti campionati è 8 anni, mentre l'età media è di circa 21 anni. Per quanto concerne le strutture alberghiere selezionate, esse sono caratterizzate da una maggiore anzianità: la moda, difatti, è di 21 anni, mentre l'età media è pari a 29 anni.

4.4 Calcolo dello Z"-Score di Altman e delle componenti di debito

Terminata l'analisi descrittiva dei due campioni, per ognuno di essi, sono stati estrapolati dai bilanci del quinquennio 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021 i dati indispensabili per il calcolo dello Z"-Score di Altman, ovvero:

- Totale Attivo;
- Patrimonio Netto contabile;
- Totale Debiti, dato dalla differenza tra il Totale Attivo e il Patrimonio Netto contabile;
- Capitale Circolante Netto, dato dalla differenza tra le attività correnti e le passività correnti;
- Risultato Operativo (EBIT), rappresentativo della ricchezza generata dalla gestione caratteristica;
- Utili non distribuiti.

Le voci sopracitate sono state inserite, in maniera ordinata, in un foglio di lavoro, in modo tale da comporre il panel di dati oggetto di successiva analisi: nella prima colonna della

tabella sono state inserite le ragioni sociali delle aziende campionate, nella seconda colonna sono stati indicati gli anni d'interesse e, a seguire, nelle colonne successive sono state inserite le variabili indispensabili per il calcolo dello *score*. È stata, infine, inserita una colonna aggiuntiva contenente una variabile *dummy*[231], al fine di discriminare le aziende che hanno beneficiato dei vari Decreti a sostegno delle imprese che sono stati emanati dal Governo, da quelle che non ne hanno usufruito. Di seguito un esempio della struttura del file.

Azienda	Anno	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	AIUTI
Azienda A	2021	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	1
Azienda A	2020	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	1
Azienda A	2019	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda A	2018	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda A	2017	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda B	2021	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	1
Azienda B	2020	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda B	2019	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda B	2018	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda B	2017	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda C	2021	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda C	2020	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	1
Azienda C	2019	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda C	2018	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0
Azienda C	2017	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	*****€	0

Tabella 20: Esempio tabella dello Z" – Score delle aziende

Una volta conclusa tale operazione, nel medesimo file, sono stati calcolati gli indicatori necessari all'applicazione della formula dello Z"-Score:

$$Z^{"} - Score = 3{,}25 + \ 6{,}56X_1 + 3{,}26X_2 + 6{,}72X_3 + 1{,}05X_4$$ [232]

dove:

$$X_1 = \frac{Capitale\ Circolante\ Netto}{Totale\ Attivo}$$

[231] Per variabile *dummy* si intende una variabile dicotomica che assume valori pari a 0 o pari a 1 a seconda che venga soddisfatta o meno una data condizione. Per ulteriori approfondimenti si veda: Attilio Gardini, Econometria, pagg. 137 e ss, Franco Angeli Edizioni, 2000

[232] Altman Edward I., Caouette Jack B., Caouette John B. e Narayanan Paul, Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge, John Wiley and Sons Ltd, 1998, pag. 121

$$X_2 = \frac{Utili\ non\ distribuiti}{Totale\ Attivo}$$

$$X_3 = \frac{EBIT}{Totale\ Attivo}$$

$$X_4 = \frac{Patrimonio\ Netto\ contabile}{Totale\ Debiti}$$

I punti di cut-off utilizzati sono i seguenti:

- se lo *score* supera 5,85 l'impresa è certamente solvente (zona verde);
- se lo *score* è minore di 4,75 il dissesto è sicuro (zona rossa);
- per valori compresi tra 4,75 e 5,85 l'azienda si trova nella "zona grigia".

Tramite la funzionalità "formattazione condizionale" di Excel sono state evidenziate in rosso le caselle con gli *score* indicativi di insolvenza certa, in verde le celle con punteggi superiori a 5,85 e in grigio quelle i cui valori si collocano nella cosiddetta "grey zone". È stato così possibile discriminare le imprese insolventi da quelle sane: è emerso che oltre il 50% del campione esaminato può essere classificato come "certamente insolvente", con uno *score* inferiore a 4,75. In particolare:

- nel 2017 vi sono 67 imprese che si collocano nella zona rossa;
- nel 2018 la quota sale a 70;
- durante il 2019 il numero di entità insolventi scende a 62;
- nel 2020, esercizio colpito dalla pandemia, l'ammontare sale a 66;
- il 2021, ultimo esercizio analizzato, si conclude con 58 imprese insolventi, a dimostrazione che gli interventi del governo e l'inizio della ripresa economica hanno contribuito al miglioramento degli equilibri di una fetta degli elementi del campione.

	Zona rossa	Zona grigia	Zona verde	Totale
2017	67	16	27	110
%	**60.91%**	**14.55%**	**24.55%**	**100%**
2018	70	17	23	110
%	**63.64%**	**15.45%**	**20.91%**	**100%**
2019	62	21	27	110
%	**56.36%**	**19.09%**	**24.55%**	**100%**
2020	66	14	30	110
%	**60.00%**	**12.73%**	**27.27%**	**100%**
2021	58	13	39	110
%	**52.73%**	**11.82%**	**35.45%**	**100%**

Tabella 21: Distribuzione per zone delle aziende

Nel medesimo file contenente i dati necessari per i calcoli dello Z"-Score, sono state inserite le informazioni relative alla composizione del debito.

Azienda	Anno	DEBITI A BREVE	DEBITI A LUNGO	DEBITI FINANZIARI	DEBTI DI GESTIONE
Azienda A	2021	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda A	2020	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda A	2019	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda A	2018	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda A	2017	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda B	2021	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda B	2020	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda B	2019	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda B	2018	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda B	2017	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda C	2021	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda C	2020	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda C	2019	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda C	2018	*****€	*****€	*****€	*****€
Azienda C	2017	*****€	*****€	*****€	*****€

Tabella 22: Esempio tabella della composizione del debito delle aziende

4.5 Correlazioni tra le variabili

Al fine di rendere l'analisi il più completa possibile, è stato, innanzitutto, svolto un esame delle correlazioni tra tutte le variabili utilizzate nel presente lavoro di tesi: è un'operazione estremamente importante, che consente di comprendere come i vari dati si influenzino a vicenda; a tal proposito, si considerano degne di nota le correlazioni con un valore superiore a 0,05. Di seguito vengono sintetizzate le interrelazioni più significative emerse tra le componenti del bilancio esaminate:

- il Totale Attivo e il CCN sono legati da una correlazione negativa pari a -0,597;
- tra gli utili non distribuiti e l'EBIT sussiste una correlazione positiva pari a 0,298: tanto maggiore è l'EBIT tanto più è probabile conseguire utili da poter portare a nuovo.
- il Patrimonio Netto è correlato positivamente con gli utili non distribuiti (0,243) e il totale dei debiti (0,496), mentre negativamente con il CCN (-0,235). Il capitale proprio ha, inoltre, importanti legami con le varie componenti del totale dei debiti: passività correnti (0,35) e consolidate (0,447), operative (0,374) e di finanziamento (0,461);
- le varie componenti del totale dei debiti sono correlate col Totale Attivo: è ragionevole attendersi tale interrelazione in quanto le prime rappresentano una quota del Totale Passivo (che è sempre pari al Totale Attivo). Esse sono altresì connesse tra di loro: i debiti di gestione e i debiti a breve in misura pari a 0,422, i debiti operativi e quelli a lungo (0,342), i debiti finanziari sono correlati alle passività caratteristiche e consolidate con valori pari a, rispettivamente, 0,34 e 0,498. Si tratta di componenti di Stato Patrimoniale che influenzano il Passivo nella sua totalità e nella sua composizione.

Vi sono, altresì, interrelazioni importanti tra i vari elementi dello Z"-Score (X_1, X_2, X_3 e X_4) e i vari indicatori di debito oggetto di studio. Scendendo nel dettaglio:

- X_1, dato dal rapporto tra il CCN e il Totale Attivo, è correlato negativamente al totale dei debiti, alle passività correnti e alle passività finanziarie. È un legame ragionevole, in quanto, all'aumentare di uno di questi elementi, il rapporto CCN/TA si riduce. Esso ha, inoltre una correlazione positiva, pari a 0,392, con l'indicatore X_2 (Utili non distribuiti/Totale Attivo);
- X_3 (EBIT/Totale Attivo) è influenzato (ed influenza) negativamente la variabile aiuti (0,24): tanto più basso è l'EBIT tanto più è probabile che l'azienda abbia fatto ricorso agli aiuti governativi. X_3 ha, invece, un legame positivo con l'andamento di X_1 (0,344);
- lo Z"-Score ha, naturalmente, forti correlazioni con tutte le sue determinanti, in particolare con X_1 (positiva, pari a 0,271). È, invece, legato negativamente con la variabile "Peggiorata": all'aumentare dello stesso, difatti, si riduce il rischio di peggioramento e migliora la solidità;

- i livelli di indebitamento complessivo e finanziario, presentano correlazioni significative ma non particolarmente elevate con la variabile "Peggiorata" (rispettivamente pari a 0,151 e 0,137): all'aumentare del tasso di esposizione debitoria, si incrementa la probabilità di peggioramento dello Z"-Score;
- l'elasticità, com'è opportuno attendersi, ha una correlazione negativa col rapporto tra le passività consolidate e il totale dei debiti (-0,56). È inoltre correlata negativamente, ma in misura non eccessivamente elevata (circa -0,2), con X_1 e la variabile *dummy* (Aiuti). Specularmente, la rigidità ha una correlazione negativa con le passività a breve (-0,202) e molto positiva con quelle consolidate (0,548). Il rapporto debiti a lungo/totale dei debiti ha, inoltre, un legame positivo con X_1, pari a 0,233;
- il rapporto tra le passività caratteristiche e il totale dei debiti ha una relazione inversa, che si attesta attorno allo 0,4, con il Totale Attivo, i debiti di finanziamento e i debiti consolidati. È correlato negativamente anche con la variabile "Peggiorata": un'elevata incidenza di debiti di gestione sul totale delle passività si considera virtuosa e abbassa la probabilità di peggioramento del rischio di *default*. Vi è, invece, una relazione positiva con X_1 (0,213), X_4 (0,249), lo Z"-Score (0,261) e l'elasticità del debito (-0,582);
- l'incidenza dei debiti finanziari è correlata positivamente col Totale Attivo (0,323) e con la rigidità (0,579). Mentre vi è una relazione inversa con l'elasticità (-0,59): i debiti finanziari, infatti, sono tipicamente una componente di lungo termine;
- la dimensione, calcolata come logaritmo del Totale Attivo, è fortemente legata al totale dello Stato Patrimoniale e alle varie componenti del Passivo. In particolare, vi è un legame negativo, che si attesta attorno allo 0,4, con l'incidenza dei debiti di finanziamento e la rigidità dei mezzi di terzi.

Quest'analisi consente di comprendere come le varie voci siano interrelate tra loro e vadano sempre monitorate in maniera congiunta: se "crolla" una, l'impatto sulle altre potrebbe essere inevitabile.

Di seguito il dettaglio delle correlazioni:

Variabili	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
(1) Anno																											
(2) Anno di fondazione	0	1																									
(3) CCN	0,032	0,032	1																								
(4) EBIT	-0,176	-0,177	0,123	1																							
(5) Totale Attivo	0,100	-0,124	-0,597	-0,072	1																						
(6) Utili ND	-0,023	-0,089	0,042	0,298	0,151	1																					
(7) Patrimonio Netto	0,152	-0,123	-0,235	-0,045	0,870	0,243	1																				
(8) Totale Debiti	0,019	-0,091	-0,808	-0,080	0,860	0,014	0,496	1																			
(9) Debiti correnti	0,005	-0,045	-0,950	-0,128	0,716	0,009	0,350	0,899	1																		
(10) Debiti a lungo	0,034	-0,120	0,011	0,066	0,560	0,015	0,447	0,524	0,097	1																	
(11) Debiti operativi	0,028	-0,074	-0,191	-0,116	0,511	0,089	0,374	0,512	0,422	0,342	1																
(12) Debiti Finanziari	0,015	-0,084	-0,843	-0,062	0,828	-0,004	0,461	0,982	0,891	0,498	0,340	1															
(13) Aiuti	0,787	0,005	0,014	-0,219	0,135	-0,025	0,180	0,051	0,021	0,076	0,054	0,044	1														
(14) X1 (CCN/TA)	0,083	-0,082	0,337	0,067	-0,135	0,043	-0,023	-0,215	-0,258	0,014	-0,044	-0,225	0,032	1													
(15) X2 (UTILI ND/EBIT)	-0,197	-0,078	0,123	0,126	0,165	0,297	0,147	0,136	0,146	0,092	0,159	0,092	-0,192	0,392	1												
(16) X3 (EBIT/TA)	-0,159	-0,119	0,011	0,272	0,026	0,050	0,034	0,011	0,000	0,025	0,010	0,010	-0,239	0,344	0,039	1											
(17) X4 (PN/TD)	0,086	-0,005	0,031	-0,007	-0,042	0,012	0,013	-0,087	-0,053	-0,095	-0,112	-0,071	-0,062	0,149	0,031	0,024	1										
(18) Z'' - Score	0,073	-0,024	0,062	0,025	-0,048	0,028	0,016	-0,101	-0,074	-0,087	-0,110	-0,087	-0,081	0,271	0,089	0,139	0,989	1									
(19) Peggiorata	0,000	0,111	-0,139	-0,288	0,011	-0,200	-0,144	0,170	0,120	0,152	0,122	0,159	0,045	-0,421	-0,292	-0,185	-0,218	-0,271	1								
(20) DF/E	-0,025	0,058	-0,007	-0,033	-0,072	-0,010	-0,106	-0,016	-0,021	0,005	-0,075	-0,001	0,001	-0,107	0,011	0,006	-0,044	-0,058	0,151	1							
(21) D/E	-0,003	0,040	0,000	-0,028	-0,069	-0,009	-0,093	-0,025	-0,020	-0,018	-0,021	-0,023	0,027	-0,090	0,003	0,009	-0,042	-0,048	0,137	0,915	1						
(22) Elasticità	-0,129	0,134	-0,169	-0,092	-0,131	0,010	-0,127	-0,100	0,171	-0,558	0,062	-0,123	-0,218	-0,191	-0,018	0,022	0,150	0,130	-0,052	-0,063	-0,011	1					
(23) Rigidità	0,122	-0,166	0,184	0,088	0,099	-0,011	0,103	0,067	-0,202	0,548	-0,122	0,100	0,190	0,233	-0,023	-0,041	-0,024	0,007	0,027	0,055	-0,004	-1,000	1				
(24) % Gestione	-0,079	0,078	0,178	-0,033	-0,337	0,055	-0,218	-0,369	-0,177	-0,492	0,056	-0,416	-0,136	0,213	-0,061	0,014	0,249	0,261	-0,188	-0,118	-0,041	0,582	-0,550	1			
(25) % Finanziari	0,061	-0,137	-0,183	0,026	0,323	-0,061	0,218	0,344	0,156	0,477	-0,155	0,409	0,112	-0,130	0,042	0,004	-0,170	-0,178	0,090	0,118	0,024	-0,587	0,579	-1	1		
(26) Attività	0,000	0,264	0,129	-0,115	-0,366	0,018	-0,363	-0,269	-0,137	-0,343	-0,052	-0,283	-0,049	0,047	-0,029	-0,032	0,079	0,078	0,093	-0,004	0,026	0,335	-0,318	0,398	-0,448	1	
(27) Dimensione	0,063	-0,209	-0,201	0,079	0,651	0,040	0,561	0,566	0,368	0,569	0,562	0,495	0,107	-0,064	0,269	0,109	-0,060	-0,050	0,033	-0,026	-0,046	-0,361	0,301	-0,476	0,434	-0,390	1

Tabella 23: Correlazioni tra le variabili

4.6 Analisi dello Z”-Score

Una volta compiuta la distinzione per zone, l’analisi si è fatta più approfondita: si è provveduto, difatti, per ogni anno oggetto di studio, al calcolo della media, della mediana e della deviazione standard degli *score*. L’obiettivo di questa operazione è quello di verificare se e in che modo lo Z”-Score delle imprese campionate abbia subito dei mutamenti nel corso del quinquennio esaminato.

In un primo momento si è provveduto allo svolgimento dei vari calcoli in un foglio di lavoro Excel; successivamente ci si è avvalsi del programma statistico Stata MP/17.0 per esaminare i dati più approfonditamente.[233]

Prima di procedere al vaglio dello Z”-Score e degli indicatori di debito, si è voluto risolvere il seguente quesito: ristoranti e alberghi hanno valori significativamente distinti? Una volta assegnato il valore 1 ai ristoranti e il valore 0 agli hotel (cd. “variabile *dummy*), è stato svolto il test di Wilcoxon[234] che consente di verificare se due gruppi di dati hanno mediane significativamente distinte. È stato scelto un *p-value* di tolleranza pari a 0,05: se il test restituisce un *p-value* superiore a 0,05 significa che le mediane sono uguali e non vi sono differenze tra le due classi di dati. A seguito di ciò, è emerso che le due tipologie di attività presentano indicatori significativamente dissimili. Si è deciso, dunque, di analizzare separatamente le strutture ricettive alberghiere e i ristoranti.

Di seguito quanto emerso.

	Z" - score ristoranti					variazione % 2017-2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	5.660	7.075	12.178	9.566	11.969	111.47%
Mediana	3.978	4.032	4.427	4.456	4.368	9.78%
Deviazione std	11.353	13.307	44.845	33.908	40.199	254.09%

Tabella 24: Z" - Score ristoranti

[233] Per ulteriori approfondimenti si veda https://www.stata.com/features/

[234] Si tratta di un test statistico non parametrico attraverso il quale è possibile constatare se due campioni presentano valori significativamente distinti. Il test in questione restituisce un *p-value* che consente di appurare se l’ipotesi “le mediane sono statisticamente distinte” è verificata: se il *p-value* è inferiore alla soglia di tolleranza, le mediane si considerano statisticamente differenti. In questo caso, sono stati confrontati i campioni “R” e “H”. Per ulteriori approfondimenti si veda Ruland Frederick, The Wilcoxon-Mann-Whitney Test - an Introduction to Nonparametrics, Independently Published, 2018

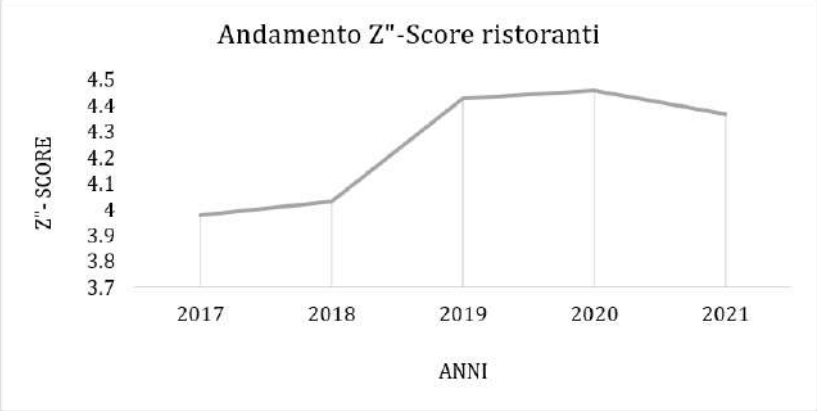


Grafico 11: Andamento dello Z"- score dei ristoranti

	Z" - score hotel					variazione % 2017- 2021
	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	
Media	4.147	4.287	5.126	7.515	7.138	72.13%
Mediana	4.043	3.866	4.294	4.271	4.684	15.86%
Deviazione std	3.214	3.226	6.307	17.080	10.307	220.71%

Tabella 25: Z"- Score hotel

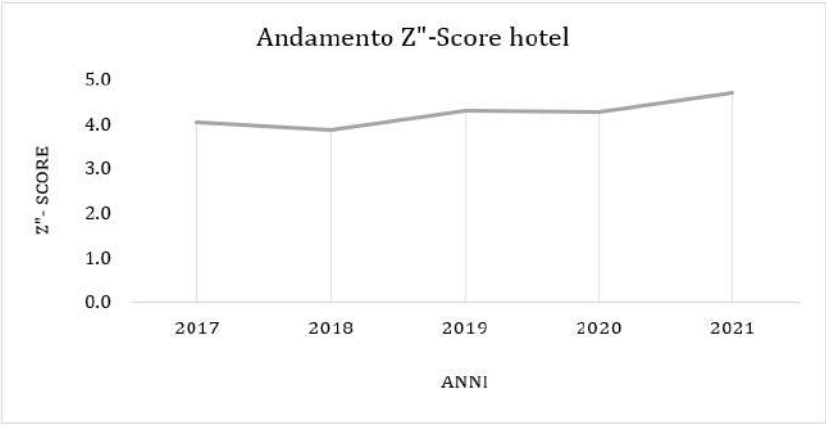


Grafico 12: Andamento dello Z"- Score degli hotel

Ai fini dell'esame dell'andamento dello *score* si è prediletta la mediana, invece della media, in quanto quest'ultima risente della presenza di *outliers*[235], ossia valori significativamente diversi rispetto alla maggioranza dei dati osservabili.

I grafici sovraesposti confermano quanto affermato in precedenza: gran parte del campione si colloca, sin dal 2017, nella zona d'insolvenza. Tuttavia, le due tipologie di aziende esaminate non presentano la medesima tendenza degli *score*.

[235] https://it.wikipedia.org/wiki/Outlier

Scendendo nel dettaglio, il campione "R" (ristoranti) è stato protagonista di un miglioramento del rischio di *default* mediano nel corso del biennio 2018-2019 il quale, tuttavia, si è arrestato nel 2020 in concomitanza con l'avvento della pandemia. Difatti, nel grafico 11 è visibile l'inversione di tendenza che ha interessato, dal 2020 in poi, gli Z"-Score dei ristoranti.

Lo *score* mediano del campione "H", invece, presenta un *trend* stabile, privo degli "scossoni" che hanno interessato il campione "R". Difatti, il quinquennio esaminato è caratterizzato da oscillazioni minime, da considerarsi fisiologiche. Il rischio d'insolvenza degli hotel, inoltre, ha subito un miglioramento maggiore rispetto ai ristoranti: nel quinquennio 2017-2021, difatti, lo Z"-Score è incrementato del 15,86%, contro il 9,78% relativo ai ristoranti. Da tale prima analisi è possibile quindi affermare che:

- il rischio d'insolvenza delle entità campionate non ha subito il drastico peggioramento che ci si attendeva di riscontrare. Ciò potrebbe essere dovuto agli interventi che il Governo ha messo in atto per arginare la crisi da Covid-19 che ha interessato l'intero Paese: dall'esame dei bilanci, infatti, è emerso che gran parte del campione, nel corso del 2020 e del 2021, ha avuto accesso ai vari strumenti disponibili a sostegno delle imprese, quali crediti d'imposta, sospensione degli ammortamenti, moratoria sui finanziamenti, contribuiti a fondo perduto;
- gli hotel presentano al termine del quinquennio uno Z"-Score mediano più elevato e meno volatile rispetto ai ristoranti e pare che abbiano, quindi, una migliore resistenza di fronte a shock, come la recente emergenza sanitaria.

L'esame dell'andamento delle mediane calcolate nel foglio di lavoro è stato, poi, affiancato dall'utilizzo test di Wilcoxon, al fine di verificare se vi fossero differenze significative negli Z"-Score pre e durante pandemia. Si è scelta la variabile Aiuti per discriminare tra gli anni precedenti al Covid-19 e quelli successivi, in quanto, per la quasi totalità del campione, le celle in cui la variabile è pari a 1 (utilizzo degli aiuti) coincidono con gli anni interessati dall'emergenza sanitaria: 2020 e 2021. A discapito di quanto ci si potrebbe attendere, è emerso che lo Z"-Score, nel corso del quinquennio, non ha subito mutamenti significativi: li *p-value* è, infatti, pari a 0,9137.

Tuttavia, esaminare solamente lo *score* proposto dal Altman non è sufficiente per comprendere appieno come gli equilibri delle strutture campionate abbiano risentito

della crisi pandemica e delle varie restrizioni imposte dal Governo. Ecco che il focus del presente lavoro si è, poi, spostato sul livello e sulle caratteristiche dell'indebitamento.

4.7 Vaglio del livello dell'indebitamento complessivo e finanziario

Una volta concluso l'esame degli Z"-Score, si è provveduto al calcolo e alla valutazione dei livelli di indebitamento complessivo e finanziario delle imprese campionate, con lo scopo ultimo di comprendere se e come la patrimonializzazione e la rischiosità dei complessi aziendali si siano modificate nel corso del quinquennio oggetto di studio. In un primo momento è stato calcolato il seguente indicatore:

$$Indebitamento\ complessivo = \frac{Totale\ Debiti}{Patrimonio\ Netto}$$

Si tratta di un quoziente rappresentativo della dipendenza di un'entità dai mezzi di terzi di ogni natura.
Dopodiché è stato calcolato l'indebitamento finanziario:

$$Indebitamento\ finanziario = \frac{Debiti\ finanziari}{Patrimonio\ Netto}$$

Quest'ultimo *ratio* è fondamentale per la misurazione della dipendenza dell'azienda da banche, intermediari finanziari ed altri istituti di credito, che erogano risorse che maturano interessi passivi. Un elevato indebitamento finanziario incide anche sull'equilibrio reddituale: gli oneri finanziari, difatti, contribuiscono all'erosione del reddito netto.
Anche in questo caso, al fine di stabilire se esaminare separatamente o meno le due tipologie di attività, è stato eseguito il Wilcoxon *test*: è emerso che gli indicatori del debito hanno mediane significativamente differenti tra i due gruppi di imprese.
Similmente all'analisi degli Z"-Score, ci si è avvalsi dei dati mediani per esaminare l'andamento del rapporto Debito/*Equity* e del quoziente Debiti Finanziari/*Equity* nel corso del quinquennio preso in considerazione. L'esame delle mediane è stato, inoltre, integrato dall'utilizzo dal test di Wilcoxon, al fine di verificare se nel corso del quinquennio le mediane degli indicatori si siano modificate significativamente. Tale

operazione restituisce per il livello di indebitamento complessivo un *p-value* pari a 0,003, nettamente inferiore al limite di tolleranza: le mediane si possono, dunque, considerare cambiate per effetto della pandemia. Per quando concerne l'indebitamento finanziario, invece, emerge un *p-value* leggermente superiore 0,05: 0,0782. In tal caso è possibile affermare che i mutamenti dal 2017 al 2021 siano stati lievi e non significativi. Alla luce di quanto emerso, è possibile, dunque, affermare che il mutamento del livello di indebitamento complessivo è dovuto ad una variazione nelle passività operative, in quanto l'indebitamento finanziario non ha subito grosse modifiche.

Di seguito quanto emerso

	Indebitamento ristoranti					variazione % 2017- 2021
	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	
Media	12.521	11.876	9.325	11.862	10.965	-12.43%
Mediana	4.496	4.484	4.283	1.944	3.044	-32.30%
Deviazione std	33.317	22.722	20.000	43.424	38.207	14.68%

Tabella 26: Livello di indebitamento complessivo dei ristoranti

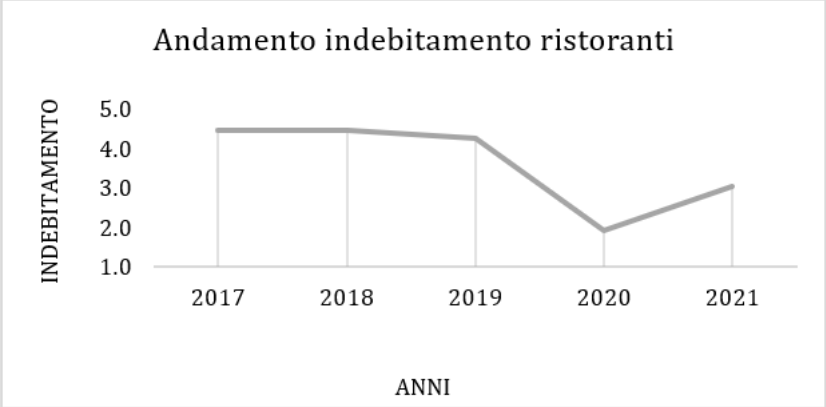


Grafico 13: Andamento del livello di indebitamento complessivo dei ristoranti

	Indebitamento hotel					variazione % 2017- 2021
	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	
Media	7.951	4.746	11.582	19.212	1.221	-84.64%
Mediana	2.045	1.759	1.527	1.103	0.776	-62.04%
Deviazione std	26.428	9.916	56.722	108.135	8.640	-67.31%

Tabella 27: Livello di indebitamento complessivo degli hotel

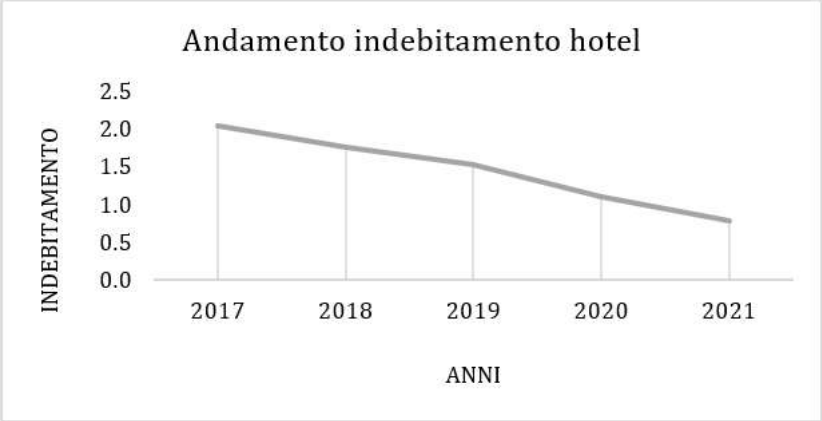


Grafico 14: Andamento del livello di indebitamento complessivo degli hotel

Anche in questo caso il campione "R" e il campione "H" presentano valori e tendenze nettamente distinte: il Wilcoxon *test*, infatti, restituisce *p – value* inferiori a 0,05. Scendendo nel dettaglio, i ristoranti, sin dal 2017, presentano livelli d'indebitamento mediani piuttosto elevati: i mezzi di terzi sono oltre il quadruplo del capitale proprio, eccezion fatta per il decremento che ha interessato il periodo al 2019 al 2020. A seguito di tale eccezionale variazione al ribasso, infatti, l'ammontare del debito ha ripreso a salire, sino a raggiungere, nel 2021, un valore pari a tre volte il patrimonio netto.

Al contrario, i livelli di esposizione debitoria delle strutture ricettive alberghiere si attestano a livelli accettabili ed in diminuzione nel corso del quinquennio: difatti, si passa da un capitale di terzi pari al doppio dei mezzi propri nel 2017 ad un rapporto Debito/*Equity* vicino all'unità. Da tale seconda analisi, la categoria degli hotel appare più virtuosa rispetto ai ristoranti, con una migliore autonomia ed un minore livello di rischiosità. Tale solidità ha, indubbiamente, conferito una maggiore resistenza alle difficoltà.

Successivamente, si è provveduto all'esame del livello di indebitamento finanziario, al fine di verificare se, per effetto della pandemia, le aziende campionate abbiano dovuto ricorrere maggiormente ad istituti di credito per colmare i propri fabbisogni.

	Indebitamento finanziario ristoranti					variazione % 2017- 2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	6.941	6.356	4.626	5.199	5.743	-17.27%
Mediana	0.846	1.192	1.177	1.077	1.270	50.08%
Deviazione std	27.293	14.350	12.452	12.968	17.408	-36.22%

Tabella 28: Livello di indebitamento finanziario dei ristoranti

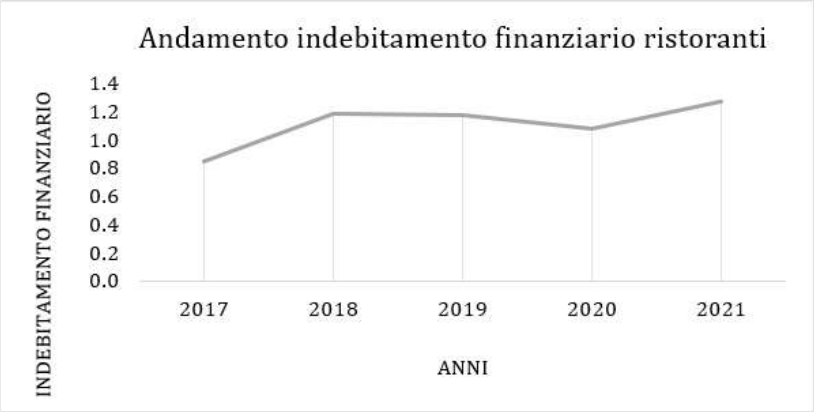


Grafico 15: Andamento del livello di indebitamento finanziario dei ristoranti

	Indebitamento finanziario hotel					variazione % 2017- 2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	6.535	3.492	8.137	9.987	1.851	-71.67%
Mediana	1.334	1.170	1.027	0.764	0.617	-53.73%
Deviazione std	23.089	8.060	39.302	43.530	4.271	-81.50%

Tabella 29: Livello di indebitamento finanziario degli hotel

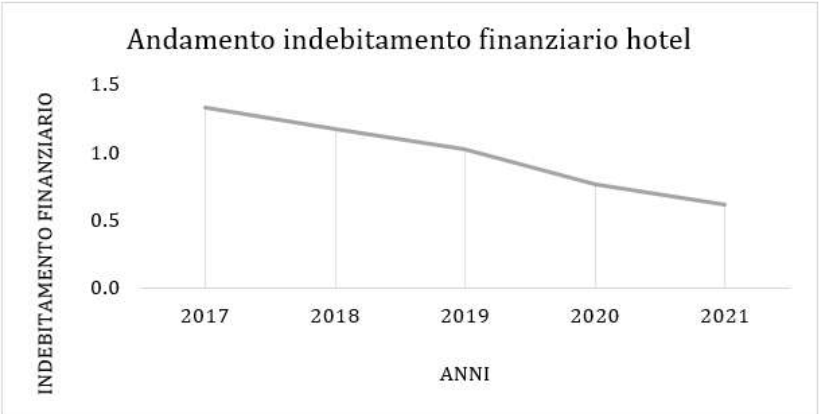


Grafico 16: Andamento del livello di indebitamento finanziario degli hotel

Dai grafici 15 e 16 è possibile evincere come l'andamento del tasso d'indebitamento finanziario rispecchi l'andamento del livello complessivo del debito: per le imprese

operanti nel settore della ristorazione esso ha un andamento crescente nel tempo, mentre per le strutture ricettive alberghiere esso ha un *trend* inverso. Tuttavia, nonostante in un primo momento possa apparire più virtuosa la situazione degli hotel, dalla comparazione con il tasso di indebitamento complessivo è subito evidente come, proporzionalmente, le imprese operanti nel settore della ristorazione abbiano un'esposizione debitoria finanziaria minore.

	Ristoranti		Hotel	
	Indebitamento complessivo	**Indebitamento finanziario**	**Indebitamento complessivo**	**Indebitamento finanziario**
2017	4.496	0.846	2.045	1.334
2018	4.484	1.192	1.759	1.170
2019	4.283	1.177	1.527	1.027
2020	1.944	1.077	1.103	0.764
2021	3.044	1.270	0.776	0.617

Tabella 30: Comparazione tra indebitamento complessivo e indebitamento finanziario

Mediante la tabella sovraesposta è possibile formarsi un primo giudizio sulla composizione delle fonti delle entità selezionate:

- si può ragionevolmente affermare che l'indebitamento dei ristoranti è composto principalmente da debiti operativi, in quanto le passività verso banche ed altri istituiti finanziari rappresentano una piccola fetta del tasso di indebitamento complessivo;
- specularmente, gli hotel presentano un livello di debito notevolmente inferiore a quello dei ristoranti che, tuttavia, è composto per la maggior parte da passività di natura finanziaria.

A tal proposito, quindi, si è provveduto al calcolo degli indici di composizione delle fonti, in quanto questi ultimi meglio si prestano a comparazioni tra tipologie di attività e con gli esercizi precedenti.

$$Incidenza\ debiti\ di\ gestione = \frac{Debiti\ di\ gestione}{Totale\ Debiti}$$

$$Incidenza\ debiti\ di\ finanziamento = \frac{Debiti\ finanziari}{Totale\ Debiti}$$

I due indicatori sono tra loro complementari: all'aumentare dell'uno cala l'altro e viceversa. Entrando nello specifico, è preferibile presentare un'incidenza dei debiti operativi superiore rispetto a quelli finanziari, in quanto ciò denota la capacità di finanziare il proprio fabbisogno mediante operazioni che afferiscono la gestione caratteristica.

In primo luogo, ci si è chiesti se, per effetto della pandemia, l'incidenza delle due tipologie di debito abbia subito dei mutamenti. Tale quesito ha, nuovamente, trovato risposta nella Wilcoxon *test*, il quale ha restituito un *p-value* pari a 0,0024 per i debiti di gestione e 0,0179 per i debiti finanziari: si può, dunque, affermare che vi siano differenza significative rispetto al pre-pandemia.

Successivamente si è provveduto all'esame dell'andamento delle mediane calcolate nel foglio di lavoro.

Di seguito quanto emerso:

	% Debiti di gestione ristoranti					variazione % 2017- 2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	0.647	0.655	0.629	0.517	0.536	-17.14%
Mediana	0.679	0.668	0.641	0.470	0.526	-22.55%
Deviazione std	0.256	0.266	0.262	0.276	0.262	2.38%

Tabella 31: Incidenza dei debiti di gestione dei ristoranti

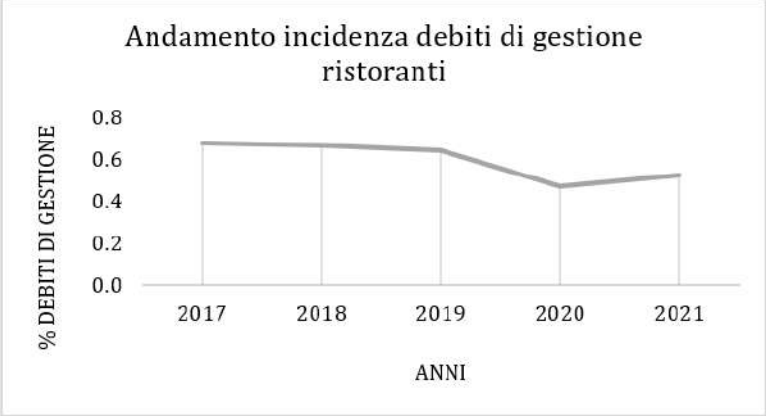


Grafico 17: Andamento dell'incidenza dei debiti di gestione dei ristoranti

	% Debiti di gestione hotel					variazione % 2017- 2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	0.348	0.343	0.384	0.323	0.366	4.93%
Mediana	0.263	0.284	0.309	0.215	0.243	-7.80%
Deviazione std	0.293	0.295	0.303	0.288	0.305	4.00%

Tabella 32: Incidenza dei debiti di gestione degli hotel

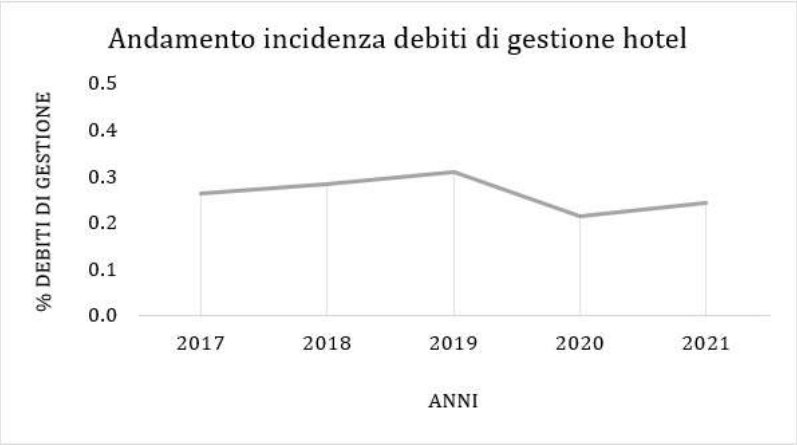


Grafico 18: Andamento dell'incidenza dei debiti di gestione degli hotel

	% Debiti finanziari ristoranti					variazione % 2017- 2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	0.353	0.345	0.371	0.483	0.464	31.43%
Mediana	0.321	0.332	0.359	0.530	0.474	47.74%
Deviazione std	0.256	0.266	0.262	0.276	0.262	2.38%

Tabella 33: Incidenza dei debiti finanziari dei ristoranti

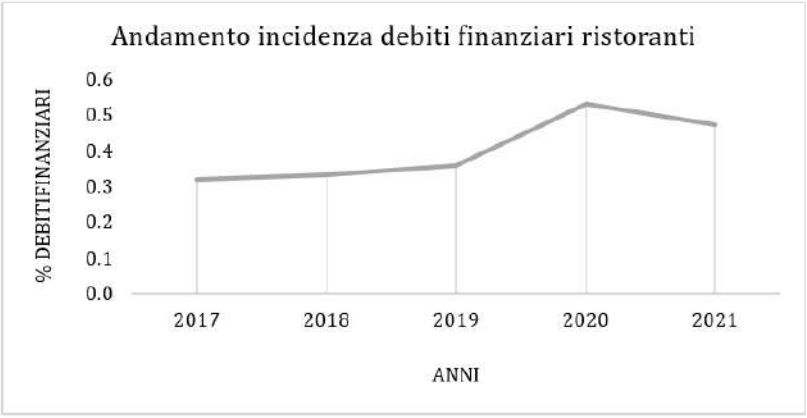


Grafico 19: Andamento dell'incidenza dei debiti finanziari dei ristoranti

	% Debiti finanziari hotel					variazione % 2017- 2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	0.652	0.657	0.616	0.677	0.634	-2.64%
Mediana	0.737	0.716	0.691	0.785	0.757	2.79%
Deviazione std	0.293	0.295	0.303	0.288	0.305	4.00%

Tabella 34:Incidenza dei debiti finanziari degli hotel

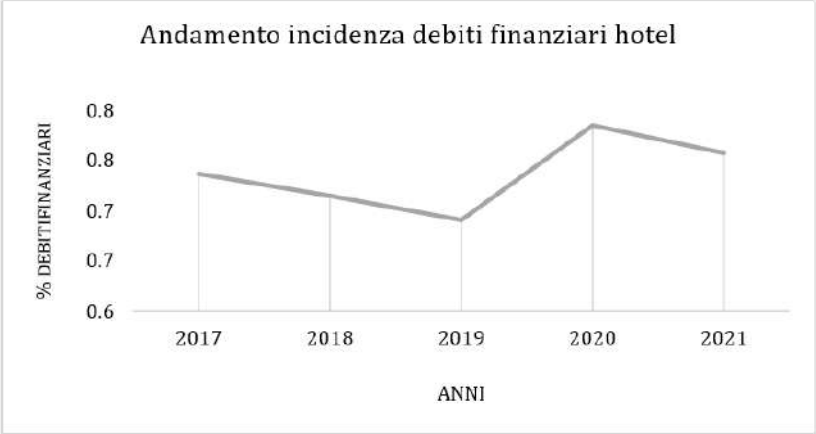


Grafico 20: Andamento dell'incidenza dei debiti finanziari degli hotel

Dallo studio degli indicatori delle due tipologie di attività esaminate, è emerso che i ristoranti, pur presentando un livello complessivo di debito maggiore, dispongono di una migliore composizione delle fonti. Difatti, durante tutto il quinquennio esaminato, il rapporto tra i debiti operativi e il totale dei mezzi di terzi si è mantenuto superiore al 50%, eccezion fatta per l'esercizio 2020. L'incremento del ricorso a risorse di natura finanziaria è, probabilmente, legato alla carenza di redditività e, dunque, di liquidità provocata dall'avvento della pandemia.

Al contrario, per quanto concerne gli hotel, una consistente fetta del capitale di debito è costituita da passività finanziarie: l'indebitamento generato dalla gestione operativa non è sufficiente a finanziare una buona parte degli impieghi e vi è, dunque, la necessità di ricorrere agli istituti di credito. Questo, molto spesso, è legato agli accordi di regolamento stipulati con i fornitori: al diminuire della dilazione concessa da parte del fornitore, diminuisce la quota finanziata tramite il debito. Nonostante dal 2017 al 2021 i ristoranti abbiano avuto un incremento più sostanzioso delle passività finanziarie rispetto agli hotel (47,7% contro il 2,8% degli hotel), la composizione delle fonti dei primi è da considerarsi migliore rispetto ai secondi: lungo tutto il quinquennio, infatti, sono stati capaci di

finanziare gli impieghi principalmente tramite passività sorte tramite l'esercizio dell'attività tipica.

4.8 Esame dell'elasticità e della rigidità dei mezzi di terzi

Una volta concluso il vaglio della composizione delle fonti, si è ritenuto rilevante esaminarne l'elasticità e la rigidità. In particolare, si è ricorso ai seguenti indicatori:

$$Elasticità\ delle\ fonti = \frac{Passività\ correnti}{Totale\ capitale\ di\ terzi}$$

$$Rigidità\ delle\ fonti = \frac{Passività\ consolidate}{Totale\ capitale\ di\ terzi}$$

Si tratta di due indicatori complementari: all'irrigidirsi della struttura di debito, si riduce l'elasticità e viceversa. Tanto più elevata è l'elasticità, tanto più l'azienda si considera esposta e rischiosa, in quanto gran parte delle passività dev'essere rimborsata entro l'esercizio: si innalza il pericolo di incorrere in tensioni di liquidità.
Nel presente lavoro ci si è, dunque, chiesti se nel corso del quinquennio esaminato sia o meno peggiorato il grado di elasticità dei mezzi di terzi.
Tramite il test non parametrico Wilcoxon è stato possibile appurare che i gradi di elasticità e di rigidità hanno subito significative variazione a seguito dell'emergenza sanitaria: per entrambi è, infatti, emerso un *p-value* pari a 0.

	Elasticità indebitamento ristoranti					variazione % 2017- 2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	0.703	0.718	0.693	0.562	0.627	-10.86%
Mediana	0.736	0.784	0.754	0.483	0.566	-23.01%
Deviazione std	0.246	0.233	0.233	0.270	0.239	-3.09%

Tabella 35: Elasticità dei debiti dei ristoranti

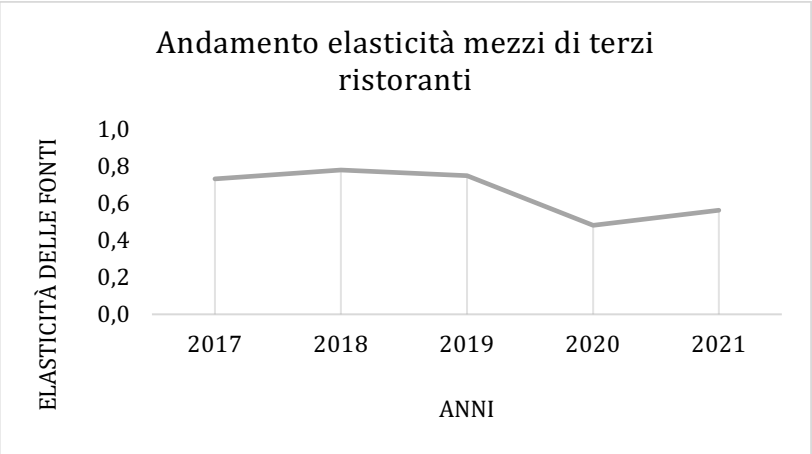


Grafico 21: Andamento elasticità dei debiti dei ristoranti

	Elasticità indebitamento hotel					variazione % 2017- 2021
	2017	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	
Media	0.500	0.498	0.501	0.400	0.441	-11.73%
Mediana	0.451	0.445	0.460	0.302	0.404	-10.33%
Deviazione std	0.290	0.301	0.298	0.283	0.282	-2.75%

Tabella 36: Elasticità dei debiti degli hotel

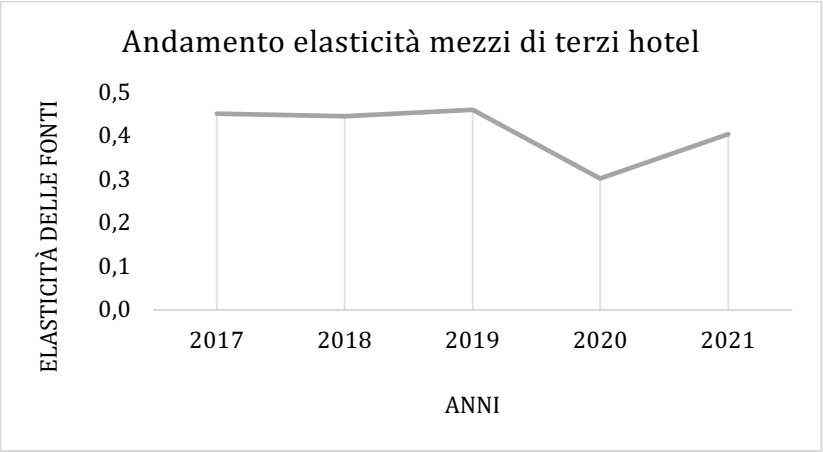


Grafico 22: Andamento elasticità dei debiti degli hotel

	Rigidità indebitamento ristoranti					variazione % 2017- 2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	0.297	0.282	0.307	0.438	0.373	25.76%
Mediana	0.264	0.216	0.246	0.517	0.434	64.00%
Deviazione std	0.246	0.233	0.233	0.270	0.239	-3.09%

Tabella 37: Rigidità dei debiti dei ristoranti

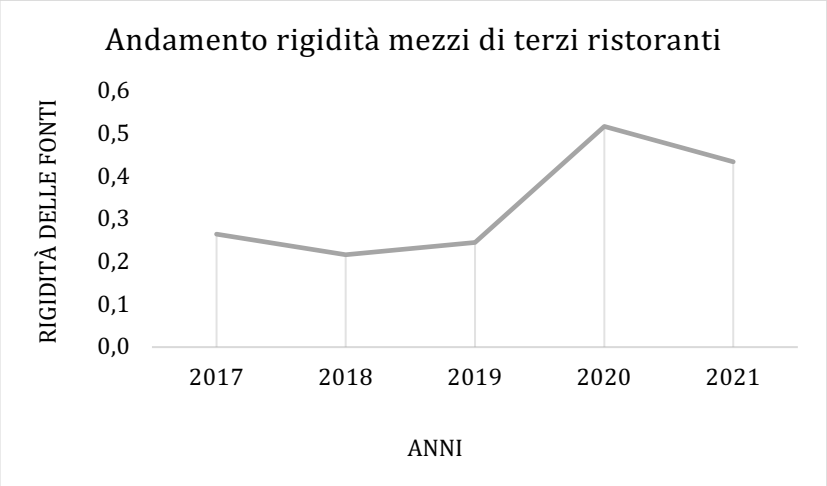


Grafico 23: Andamento della rigidità dei debiti dei ristoranti

	Rigidità indebitamento hotel					variazione % 2017- 2021
	2017	2018	2019	2020	2021	
Media	0.500	0.502	0.499	0.600	0.559	11.72%
Mediana	0.549	0.555	0.540	0.698	0.596	8.49%
Deviazione std	0.290	0.301	0.298	0.283	0.282	-2.75%

Tabella 38: Rigidità dei debiti degli hotel

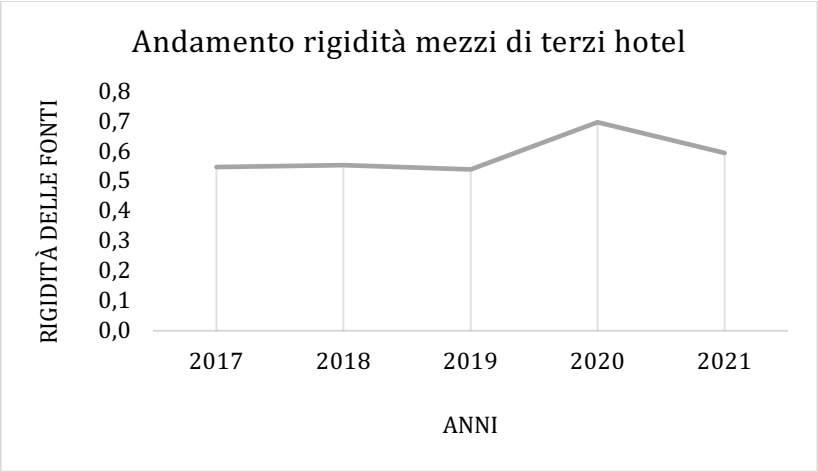


Grafico 24: Andamento della rigidità dei debiti degli hotel

Per quanto concerne il campione "R", la quota di passività a breve è maggiore delle passività consolidate: ciò implica che, mediamente, le imprese operanti nel settore della ristorazione sono più esposte al rischio di liquidità. Tuttavia, è doveroso evidenziare come una struttura siffatta sia in linea con la composizione del debito: i debiti di gestione tipicamente, sono passività correnti e, quindi, se vi è un'elevata incidenza delle passività operative è ragionevole attendersi una maggiore elasticità dei mezzi di terzi.
Di contro, le strutture ricettive alberghiere presentano un debito più rigido, che dovrà essere rimborsato oltre l'esercizio: tale tipologia di passività lascia, dunque, maggiore "sollievo" alle imprese. Anche in tal caso è opportuno evidenziare come la rigidità dei mezzi di terzi sia coerente con la composizione degli stessi: gli hotel presentano una maggiore incidenza di passività finanziarie, le quali, tipicamente, sono a medio lungo termine.

4.9 Correlazioni tra indebitamento e Z"-Score

Una volta terminato l'esame distinto del rischio di insolvenza e degli indicatori del debito, si è voluta compiere un'analisi congiunta delle variabili, con lo scopo di comprendere in che modo la composizione dell'indebitamento influenzi lo Z"-Score. In particolare, sono stati impiegati il modello di regressione lineare e il modello Logit.

4.9.1 Z"-Score e modello di regressione lineare

La funzionalità "regressione lineare" disponibile su Stata restituisce, dall'esame dei dati campionati, una funzione lineare in cui lo Z"-Score è la variabile dipendente e i vari indicatori di debito sono le variabili indipendenti. Ognuna di queste variabili influenza lo *score* in misure differenti:

```
Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       502
Group variable: ID                              Number of groups   =       107

R-squared:                                      Obs per group:
     Within  = 0.0291                                         min =         1
     Between = 0.0820                                         avg =       4.7
     Overall = 0.0583                                         max =         5

                                                F(4,391)           =      2.93
corr(u_i, Xb) = 0.1101                          Prob > F           =    0.0209
```

zscore	Coefficient	Std. err.	t	P>|t|	[95% conf.	interval]
de	.0042582	.0126728	0.34	0.737	-.0206571	.0291736
dfe	-.0112925	.0259132	-0.44	0.663	-.0622392	.0396542
Elasticità	-4.592708	1.903331	-2.41	0.016	-8.334752	-.8506637
Rigidità	0	(omitted)				
gestione	7.208346	2.176124	3.31	0.001	2.929978	11.48671
finanz	0	(omitted)				
_cons	4.341087	.9384263	4.63	0.000	2.496094	6.186079
sigma_u	15.826642					
sigma_e	4.5353619					
rho	.92411235	(fraction of variance due to u_i)				

```
F test that all u_i=0: F(106, 391) = 26.28                     Prob > F = 0.0000
```

Figura 13: Esito regressione lineare

dove le uniche variabili significative (con *p-value* inferiori a 0,05) sono l'elasticità e l'incidenza dei debiti di gestione, mentre i livelli di indebitamento complessivo e finanziario non incidono fortemente sullo Z"-Score (con *p-value* pari, rispettivamente, a 0,737 e 0,663). In particolare:

- l'elasticità dei debiti provoca un peggioramento dello Z"-Score con un coefficiente pari a 4,593;
- mentre l'incidenza dei debiti di gestione e porta ad un miglioramento dello *score* con un moltiplicatore pari a 7,208.

Dal modello di regressione lineare, emerge che l'elasticità e l'incidenza dei debiti operativi hanno un impatto significativo sul rischio di insolvenza. In particolare, l'elasticità lo peggiora, in quanto rende la società maggiormente esposta al pericolo di tensioni di liquidità. Mentre, all'aumentare dell'incidenza dei debiti di gestione, l'azienda si può considerare più solida: riesce a finanziarsi con passività sorte nel regolare svolgimento dell'attività tipica ed ha una minore necessità di rivolgersi a finanziatori esterni.

4.9.2 Z" – Score e modello Logit

Il modello Logit è un modello di regressione non lineare, in cui la variabile dipendente non è continua, bensì dicotomica[236]: assume valori pari a 1 o 0, a seconda che una certa condizione sia verificata o meno. Ai fini del presente lavoro, tale metodologia è stata impiegata per comprendere se ed in che misura la struttura e le caratteristiche del debito abbiano un impatto sul peggioramento dello Z"-Score.

A tal proposito, prima di applicare il modello, si è reso necessario discriminare le imprese il cui *score* è peggiorato nel corso del quinquennio da quelle che, invece, sono rimaste solide nel tempo: alle prime è stato assegnato il valore 1 (condizione di peggioramento verificata), mentre alle seconde è stato assegnato il valore 0. Tale variabile è stata inserita nella colonna denominata "Peggiorata".

Una volta operata tale distinzione, si è fatto ricorso al Wilcoxon *test* per verificare se vi fossero differenze significative tra le aziende peggiorate e quelle non peggiorate in termini di composizione del debito. È emerso che le imprese che hanno vissuto un peggioramento sono significativamente distinte rispetto alle entità maggiormente solide per quanto concerne i livelli di indebitamento complessivo (*p-value* pari a 0), finanziario (*p-value* pari a 0), incidenza dei debiti operativi (*p-value* pari a 0) e di finanziamento (*p-value* pari a 0,05).

Terminata tale prima analisi sommaria, si è voluto vedere l'effettivo impatto dei vari indicatori sulla probabilità di peggioramento, mediante la regressione *logit*. A tal proposito, sono state impiegate tre tipologie di variabili:

- variabile "Peggiorata", in qualità di variabile dipendente;
- livelli di indebitamento complessivo e finanziario, elasticità, rigidità, incidenza dei debiti operativi e di finanziamento come variabili indipendenti;
- l'anno di costituzione (AC) e il tipo di attività (A) con la funzione di variabili di controllo. Si tratta di elementi correlati alle variabili dipendenti che rendono meno distorto il modello. Si pensi all'anno di costituzione: non ha un effetto diretto sul peggioramento dello Z"-Score, ma può avere un impatto sulla struttura del debito; aziende più giovani, infatti, tendono ad essere più fragili rispetto ad aziende più "datate".

Dall'applicazione del modello è, quindi, emerso:

[236] https://it.wikipedia.org/wiki/Modello_logit

Random effects u_i ~ Gaussian — Obs per group: min = 1, avg = 4.8, max = 5

Integration method: mvaghermite — Integration pts. = 12

Wald chi2(6) = 40.98

Log likelihood = -63.021143 — Prob > chi2 = 0.0000

peggiorata	Coefficient	Std. err.	z	P>|z|	[95% conf.	interval]
dfe	.2985618	.1894766	1.58	0.115	-.0728056	.6699292
de	-.0006194	.0827652	-0.01	0.994	-.1628363	.1615975
Elasticità	2.790067	2.347174	1.19	0.235	-1.810309	7.390442
gestione	-6.601629	2.438674	-2.71	0.007	-11.38134	-1.821916
annodicostituzione	.0793009	.0400139	1.98	0.047	.0008752	.1577266
Attività	2.961934	1.365913	2.17	0.030	.2847942	5.639074
_cons	-157.1545	79.92886	-1.97	0.049	-313.8122	-.496802
/lnsig2u	3.976483	.2340099			3.517832	4.435134
sigma_u	7.302682	.85445			5.806141	9.184958
rho	.9418947	.0128072			.9110874	.9624673

LR test of rho=0: chibar2(01) = 497.95 — Prob >= chibar2 = 0.000

Figura 14: Esito regressione logit

L'esito è molto simile a quanto emerso dall'adozione della regressione lineare: l'elasticità incrementa la probabilità di peggioramento dello Z"-Score con un coefficiente pari a 2,79 mentre l'incidenza dei debiti di gestione riduce tale rischio in misura significativa: -6,6. È possibile, inoltre, notare come le variabili "Attività" e "Anno di costituzione" siano significative (con *p-value* inferiori a 0,05).

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Il presente lavoro è sorto con la funzione ultima di fornire una panoramica completa sul fenomeno della crisi d'impresa e su come questo possa essere intercettato. Lungo le varie sezioni dell'elaborato, difatti, si è provveduto alla trattazione delle svariate peculiarità di tale istituto e degli strumenti che imprenditori ed analisti hanno a disposizione per rilevare e porre rimedio quanto prima ad eventuali scompensi.

Sin dal primo capitolo, è emerso come tale istituto possa assumere infinite sfaccettature, a seconda dell'area aziendale che viene colpita: è, dunque, cruciale che gli analisti e coloro che desiderano fare impresa abbiano una mente aperta e capace di intercettare i sintomi che, in varie forme, possono presentarsi in qualunque momento del ciclo di vita dell'impresa. A sostegno degli imprenditori c'è, oggi più che mai, il Legislatore. Egli, difatti, resosi conto di quanto il fenomeno sia diffuso e fisiologico, ha operato un netto cambio di rotta rispetto al passato: la nuova disciplina della crisi e dell'insolvenza assolve la funzione di supportare ed accompagnare l'imprenditore in crisi lungo la strada verso il risanamento. A dimostrazione di ciò, il Legislatore ha, infatti, creato strumenti *ad hoc* per il superamento della crisi e per la ripresa del regolare svolgimento dell'attività economica che non minano la libertà e la reputazione dell'imprenditore – debitore, cosa che invece faceva la procedura del fallimento prevista dalla vecchia Legge Fallimentare.

Nella seconda sezione dell'elaborato emerge come il bilancio e gli indicatori da esso ricavabili giochino un ruolo fondamentale nel monitoraggio degli equilibri e nella rilevazione dei primi segnali di cedimento del complesso aziendale. È fondamentale che il vertice si doti di un sistema contabile efficiente che renda agevole il costante controllo degli indici fondamentali: ciò consente di notare quanto prima eventuali inefficienze ed evitare la propagazione delle stesse nell'intero sistema azienda.

La classica analisi di bilancio può essere, poi, affiancata da strumenti più complessi, frutto del connubio tra indicatori contabili e tecniche statistiche. Fra i molteplici metodi a disposizione, è degno di approfondimento il modello di *scoring* proposto da Altman. Lo studioso è stato, infatti, in grado di individuare pochi ma efficaci quozienti utili alla stima del rischio di *default*. Una volta compiuto ciò, Altman è riuscito a costruire una formula semplice da applicare che tenesse in considerazione la valenza predittiva degli indicatori prescelti e le interrelazioni tra gli stessi, al fine di giungere ad un punteggio rappresentativo del rischio di insolvenza del complesso esaminato: lo Z – Score.

Tale formulazione è stata eletta, proprio per la sua semplicità d'uso e per la sua efficacia, per la conduzione di una ricerca empirica su un campione di 110 imprese attualmente attive ed operanti nel territorio italiano.

Il campione preso in considerazione è costituito da 55 hotel e 55 ristoranti ed è stato analizzato con lo scopo di comprendere come il rischio di insolvenza si sia modificato nel corso del quinquennio 2017 – 2021; in particolare, si è voluto verificare l'effetto che l'emergenza sanitaria ha avuto negli Z – score e nella struttura del debito delle strutture campionate.

Dall'esame è emerso che gran parte del campione era, già prima dell'avvento della pandemia, a rischio di *default*, con *score* che si collocano nella cosiddetta "zona rossa": ciò ha, indubbiamente, minato la capacità di molte aziende di resistere allo shock provocato dalla crisi da Covid – 19. L'analisi è stata, poi, affiancata dallo studio del livello e della composizione dell'indebitamento. Qui è emerso che la tipologia di debito a cui fa ricorso un'azienda ha un'importante incidenza sulla sua solidità di fronte alle avversità: in particolare, tanto più l'impresa si finanzia tramite debiti operativi, tanto maggiore è il suo grado di resistenza. La prevalenza di tale tipologia di indebitamento non solo conferisce una migliore solidità, bensì denota anche un migliore potere contrattuale nei confronti dei fornitori.

Alla luce di quanto trattato nel corso del presente elaborato, è possibile affermare che l'azienda è costituita da molteplici elementi fortemente interrelati tra loro: ciò che distingue un imprenditore brillante e capace rispetto alla "massa" è la capacità, non solo di "vedere" chiaramente tali inevitabili ed importanti legami, bensì di comprenderli e gestirli al meglio, in ogni singolo istante dello svolgimento dell'attività economica. La piena comprensione di ogni singola parte che costituisce il complesso aziendale è, difatti, la chiave per un'ottimale conduzione dello stesso.

APPENDICE

Appendice A: Elenco ristoranti

Ragione sociale	Dipendenti	Fatturato	Totale Attivo	Regione
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	120	7.847.315	11.680.294	Friuli-Venezia Giulia
AORIS S.R.L.	0	69.758	671.588	Valle d'Aosta
ARI S.R.L.	6	304.712	193.569	Lombardia
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	58	18.202.981	10.153.078	Emilia-Romagna
BELVEDERE S.R.L.	20	1.155.304	438.984	Veneto
BERBERE' S.R.L.	243	10.340.569	14.149.687	Emilia-Romagna
BLUES PUB S.R.L.	6	749.237	289.065	Veneto
C&P S.R.L.	27	4.889.727	20.721.801	Emilia-Romagna
CARIBE S.R.L.	145	12.401.768	8.783.420	Veneto
CASTELLO DI PAVONE SRL	17	565.376	1.504.612	Piemonte
CIPRIANI SRL	55	3.856.349	12.581.421	Veneto
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	157	14.683.994	16.553.144	Emilia-Romagna
DA PINO S.R.L.	325	24.103.141	15.661.810	Veneto
DE GASPERI S.R.L.	260	19.901.322	11.260.156	Lombardia
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	68	3.914.564	6.844.218	Veneto
DOGISE S.R.L.	182	13.233.100	5.187.022	Veneto
DON CHISCIOTTE S.R.L.	2	110.548	460.306	Emilia-Romagna
E&C FOODS S.R.L.	13	420.197	647.987	Piemonte
EMMECI S.R.L.	16	731.031	322.948	Liguria
EMSIDI S.R.L.	315	21.474.293	12.508.871	Veneto
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	1	222.763	91.450	Piemonte
F&DE GROUP S.R.L.	471	22.006.516	40.722.048	Lombardia
FICO S.R.L.	57	5.224.965	9.565.459	Emilia-Romagna
FLUNCH ITALIA S.R.L.	276	6.418.254	6.087.689	Piemonte
FOB S.R.L.	6	336.357	554.460	Emilia-Romagna
FREEDOM S.R.L.	45	6.733.880	17.234.108	Lombardia
GAR & B - S.R.L.	45	1.605.136	729.146	Piemonte
GERLA 1927 S.R.L.	45	5.123.936	7.287.920	Piemonte
GOOD FOOD S.R.L.	289	14.417.636	4.932.964	Lombardia
GR SRL	16	9.318.112	22.818.488	Liguria
HANA DUOMO SRL	7	483.889	561.932	Lombardia
KELLYDELI S.R.L.	51	74.879.434	16.809.910	Lombardia
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	27	1.236.665	880.713	Lombardia
LA VACHERIE S.R.L.	7	774.391	287.122	Lombardia
LADF S.R.L	6	253.013	105.733	Piemonte
LE FAVAGLIE S.R.L.	17	1.821.635	1.522.659	Lombardia
LEALTA' S.R.L.	6	151.106	137.767	Lombardia
MANGIA BEN S.R.L.	0	-	3.561.679	Piemonte
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	287	7.925.732	25.098.764	Lombardia
N.E.T. S.R.L.	61	2.669.189	8.836.833	Lombardia
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	4	421.859	392.322	Veneto
PONTACCIO S.R.L.	12	12.865	1.126.958	Lombardia
PROWINE S.R.L.	7	185.376	267.041	Piemonte
RISORGIMENTO S.R.L.	77	3.673.687	6.082.535	Piemonte
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	5	159.286	564.866	Trentino-Alto Adige
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	0	158.198	222.910	Liguria
SCOTTERIA S.R.L.	9	296.009	744.050	Lombardia
SIAL S.R.L.	283	17.528.736	8.546.675	Lombardia
SOUL KITCHEN S.R.L.	0	-	25.259	Lombardia
SPA GROANE S.R.L.	44	2.589.654	7.355.436	Lombardia
TAVERNETTA DANTE 1936 SRL	5	273.491	461.450	Veneto
TERRA FELIX S.R.L.	51	5.386.415	10.291.182	Friuli-Venezia Giulia
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	0	-	451.921	Piemonte
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	65	7.052.876	7.462.782	Emilia-Romagna
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	252	21.246.929	9.237.102	Lombardia

Appendice B: Elenco hotel

Ragione sociale	Dipendenti	Fatturato	Totale Attivo	Regione
A B C - S.R.L.	2	0	13.240.771	Piemonte
AC HOTEL MILANO - S.R.L.	24	3.110.711	46.069.172	Emilia-Romagna
AMONTI S.R.L.	77	10.159.126	34.170.983	Trentino-Alto Adige
BRUNO GROUP S.R.L.	6	470.138	4.144.444	Lombardia
CA' ALVISE S.R.L.	8	658.863	1.286.402	Veneto
CARLINA S.R.L.	18	4.746.696	48.091.628	Piemonte
CEMADIS S.R.L.	55	7.027.155	50.651.497	Liguria
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	4	65.254	97.769	Lombardia
DANTE S.R.L.	6	740	21.327.579	Veneto
DELTA B&B S.R.L.	38	4.331.952	8.438.622	Veneto
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	84	6.159.654	10.408.929	Emilia-Romagna
EUROSSOLA S.R.L.	9	1.233.267	2.986.262	Piemonte
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	11	653.455	4.846.488	Emilia-Romagna
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	50	4.872.806	5.588.230	Trentino-Alto Adige
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	38	4.069.108	6.414.197	Lombardia
FLAVIA S.R.L.	36	2.969.425	11.157.061	Friuli-Venezia Giulia
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	250	14.121.530	36.449.475	Lombardia
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	242	23.596.004	26.936.633	Veneto
GARDENA HOTELS S.R.L.	47	1.900.232	105.973.737	Veneto
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	107	20.638.004	125.570.153	Trentino-Alto Adige
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	146	19.178.153	59.310.935	Trentino-Alto Adige
HOTEL LA PERLA S.R.L.	72	3.326.882	19.206.762	Trentino-Alto Adige
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	42	4.499.264	13.003.995	Trentino-Alto Adige
HOTEL PALACE S.R.L.	90	12.252.578	84.736.269	Emilia-Romagna
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	43	4.945.762	26.823.785	Veneto
HOTEL PREIDLHOF SRL	58	6.603.171	43.236.831	Trentino-Alto Adige
HOTEL PROKULUS GMBH	49	6.670.991	31.964.348	Trentino-Alto Adige
HOTEL QUELLE SRL	55	6.481.920	17.210.988	Trentino-Alto Adige
HOTEL SONNENHOF SRL	49	7.106.024	32.868.748	Trentino-Alto Adige
HOTEL SPINALE S.R.L.	31	3.999.781	19.854.953	Lombardia
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	3	16.856	5.734.113	Veneto
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	10	395.754	193.250	Liguria
HOTEL WEINEGG S.R.L.	91	11.472.700	34.134.437	Trentino-Alto Adige
JOIA S.R.L.	3	436.898	265.237	Lombardia
LE ALBERE HOTEL SRL	7	1.476.739	17.682.313	Trentino-Alto Adige
LIGURSARDA S.R.L.	26	3.337.178	24.439.647	Liguria
M.S.G.M. - S.R.L.	7	996.239	14.048.494	Veneto
MA.RE. S.R.L.	3	211.361	166.766	Emilia-Romagna
PADOVA 2005 S.R.L.	2	143.578	4.303.963	Lombardia
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	161	9.116.832	163.338.411	Emilia-Romagna
PRESTIGE S.R.L.	84	8.631.421	64.304.979	Emilia-Romagna
QUELLENHOF SRL	173	31.784.064	123.970.765	Trentino-Alto Adige
RADIOGAGA S.R.L.	5	153.570	6.913.014	Valle d'Aosta
RAINBOW S.R.L.	7	185.304	6.264.143	Valle d'Aosta
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	91	7.339.116	10.391.386	Emilia-Romagna
RE BLU THREE S.R.L.	7	565.170	7.692.984	Trentino-Alto Adige
REGINA HOTEL S.R.L.	51	3.168.990	5.003.674	Emilia-Romagna
RESIDENCE MIRABELL SRL	49	12.083.015	48.564.314	Trentino-Alto Adige
SAN MOISE' S.R.L.	8	691.937	596.796	Veneto
SAVOY S.R.L.	42	6.146.812	56.856.672	Trentino-Alto Adige
TERME IONICHE S.R.L.	1	640.506	12.332.108	Lombardia
TERME MIRAMONTI S.R.L.	131	4.654.012	10.438.313	Veneto
THE HOSTEL S.R.L.	4	134.274	109.509	Liguria
VAEL S.R.L.	3	466.344	526.457	Piemonte
VILLA AMINTA S.R.L.	29	3.531.357	30.744.512	Lombardia

Appendice C: Età aziende campionate

Ragione sociale ristoranti	Anno di nascita	Età	Ragione sociale hotel	Anno di nascita	Età
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	2010	13	A B C - S.R.L.	1990	33
AORIS S.R.L.	1982	41	AC HOTEL MILANO - S.R.L.	2004	19
ARI S.R.L.	2003	20	AMONTI S.R.L.	1998	25
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	1983	40	BRUNO GROUP S.R.L.	2002	21
BELVEDERE S.R.L.	2013	10	CA' ALVISE S.R.L.	2005	18
BERBERE' S.R.L.	2010	13	CARLINA S.R.L.	2010	13
BLUES PUB S.R.L.	1998	25	CEMADIS S.R.L.	1982	41
C&P S.R.L.	2015	8	CENTRO COLONIE CLIMATICHE SRL	1976	47
CARIBE S.R.L.	1999	24	DANTE S.R.L.	2002	21
CASTELLO DI PAVONE SRL	1991	32	DELTA B&B S.R.L.	2000	23
CIPRIANI SRL	1995	28	E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI SRL	1972	51
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	2013	10	EUROSSOLA S.R.L.	1987	36
DA PINO S.R.L.	2015	8	EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	2010	13
DE GASPERI S.R.L.	1995	28	FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	1982	41
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	1974	49	FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	2013	10
DOGISE S.R.L.	2000	23	FLAVIA S.R.L.	1993	30
DON CHISCIOTTE S.R.L.	1991	32	FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	2016	7
E&C FOODS S.R.L.	2013	10	G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	1967	56
EMMECI S.R.L.	2015	8	GARDENA HOTELS S.R.L.	1990	33
EMSIDI S.R.L.	1998	25	HAPIMAG ITALIA S.R.L.	1988	35
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	1993	30	HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	2002	21
F&DE GROUP S.R.L.	2012	11	HOTEL LA PERLA S.R.L.	1986	37
FICO S.R.L.	2004	19	HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	1986	37
FLUNCH ITALIA S.R.L.	1989	34	HOTEL PALACE S.R.L.	1994	29
FOB S.R.L.	2013	10	HOTEL PETRARCA - S.R.L.	1975	48
FREEDOM S.R.L.	2009	14	HOTEL PREIDLHOF SRL	1983	40
GAR & B - S.R.L.	2008	15	HOTEL PROKULUS GMBH	1980	43
GERLA 1927 S.R.L.	1951	72	HOTEL QUELLE SRL	1981	42
GOOD FOOD S.R.L.	2001	22	HOTEL SONNENHOF SRL	1978	45
GR SRL	1991	32	HOTEL SPINALE S.R.L.	2002	21
HANA DUOMO SRL	2015	8	HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	1964	59
KELLYDELI S.R.L.	2012	11	HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	2016	7
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	2013	10	HOTEL WEINEGG S.R.L.	1987	36
LA VACHERIE S.R.L.	1998	25	JOIA S.R.L.	2006	17
LADF S.R.L.	2016	7	LE ALBERE HOTEL SRL	2013	10
LE FAVAGLIE S.R.L.	2003	20	LIGURSARDA S.R.L.	1981	42
LEALTA' S.R.L.	1999	24	M.S.G.M. - S.R.L.	1978	45
MANGIA BEN S.R.L.	1991	32	MA.RE. S.R.L.	2015	8
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	2016	7	PADOVA 2005 S.R.L.	2004	19
N.E.T. S.R.L.	2007	16	PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	2006	17
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	2016	7	PRESTIGE S.R.L.	1993	30
PONTACCIO S.R.L.	1987	36	QUELLENHOF SRL	1970	53
PROWINE S.R.L.	2015	8	RADIOGAGA S.R.L.	2008	15
RISORGIMENTO S.R.L.	2011	12	RAINBOW S.R.L.	2014	9
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	2010	13	RBR IMMOBILIARE S.R.L.	2005	18
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	1950	73	RE BLU THREE S.R.L.	2015	8
SCOTTERIA S.R.L.	2009	14	REGINA HOTEL S.R.L.	1987	36
SIAL S.R.L.	2006	17	RESIDENCE MIRABELL SRL	2004	19
SOUL KITCHEN S.R.L.	2011	12	SAN MOISE' S.R.L.	1977	46
SPA GROANE S.R.L.	2010	13	SAVOY S.R.L.	1997	26
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	2007	16	TERME IONICHE S.R.L.	1991	32
TERRA FELIX S.R.L	2007	16	TERME MIRAMONTI S.R.L.	1957	66
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	2015	8	THE HOSTEL S.R.L.	2014	9
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	2010	13	VAEL S.R.L.	2007	16
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	1997	26	VILLA AMINTA S.R.L.	1978	45

Appendice D: Anni di costituzione ristoranti

Anno di costituzione	Numero	Percentuale
1900-1920	0	0,00%
1921-1940	0	0,00%
1941-1960	2	3,64%
1961-1980	1	1,82%
1981-2000	18	32,73%
2001-2023	34	61,82%
Totale	**55**	**100,00%**

Appendice E: Anni di costituzione hotel

Anno di costituzione	Numero	Percentuale
1900-1920	0	0,00%
1921-1940	0	0,00%
1941-1960	1	1,82%
1961-1980	11	20,00%
1981-2000	20	36,36%
2001-2023	23	41,82%
Totale	**55**	**100,00%**

Appendice F: Regioni di appartenenza ristoranti

Regione	Numero	Percentuale
Emilia-Romagna	8	14,55%
Friuli-Venezia Giulia	2	3,64%
Liguria	3	5,45%
Lombardia	19	34,55%
Piemonte	11	20,00%
Trentino-Alto Adige	1	1,82%
Valle d'Aosta	1	1,82%
Veneto	10	18,18%
Totale	**55**	**100%**

Appendice G: Regioni di appartenenza hotel

Regione	Numero	Percentuale
Emilia-Romagna	9	16,36%
Friuli-Venezia Giulia	1	1,82%
Liguria	4	7,27%
Lombardia	9	16,36%
Piemonte	4	7,27%
Trentino-Alto Adige	16	29,09%
Valle d'Aosta	2	3,64%
Veneto	10	18,18%
Totale	**55**	**100%**

Appendice H: Dimensioni ristoranti

Dimensioni	Numero	Percentuale
Micro	27	49,09%
Piccola	11	20,00%
Media	16	29,09%
Grande	1	1,82%
Totale	**55**	**100%**

Appendice I: Dimensioni hotel

Dimensioni	Numero	Percentuale
Micro	20	36,36%
Piccola	17	30,91%
Media	18	32,73%
Grande	0	0,00%
Totale	**55**	**100%**

Appendice J: Z”-Score ristoranti 2017

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z"-score
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	3.814.244	2.095.745	9.136.590	-	5.635.334	3.501.256	3,25	0,42	6,56	-	3,26	0,23	6,72	1,61	1,05	9,22
AORIS S.R.L.	- 127.538	15.091	677.464	6.576	484.730	192.734	3,25	- 0,19	6,56	0,01	3,26	0,02	6,72	2,52	1,05	4,84
ARI S.R.L.	11.289	13.874	188.309	-	29.886	158.423	3,25	0,06	6,56	-	3,26	0,07	6,72	0,19	1,05	4,34
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	2.022.627	1.823.882	7.396.320	-	2.212.216	5.184.104	3,25	0,27	6,56	-	3,26	0,25	6,72	0,43	1,05	7,15
BELVEDERE S.R.L.	- 2.621	42.331	346.808	- 37.521	3.904	342.904	3,25	- 0,01	6,56	- 0,11	3,26	0,12	6,72	0,01	1,05	3,68
BERBERE' S.R.L.	- 665.639	42.495	4.643.600	- 368.164	528.193	4.115.407	3,25	- 0,14	6,56	- 0,08	3,26	0,01	6,72	0,13	1,05	2,25
BLUES PUB S.R.L.	49.536	14.365	269.680	-	49.065	220.615	3,25	0,18	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,22	1,05	5,05
C&P S.R.L.	- 5.467.915	- 78.944	6.513.742	-	325.686	6.188.056	3,25	- 0,84	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,05	1,05	- 2,28
CARIBE S.R.L.	- 362.936	- 319.974	4.909.226	-	501.439	4.407.787	3,25	- 0,07	6,56	-	3,26	- 0,07	6,72	0,11	1,05	2,45
CASTELLO DI PAVONE SRL	- 307.502	48.023	1.122.824	-	51.770	1.071.054	3,25	- 0,27	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,05	1,05	1,79
CIPRIANI SRL	- 195.182	641.921	12.605.204	- 358.198	1.759.711	10.845.493	3,25	- 0,02	6,56	- 0,03	3,26	0,05	6,72	0,16	1,05	3,57
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	209.454	453.076	1.849.968	-	731.122	1.118.846	3,25	0,11	6,56	-	3,26	0,24	6,72	0,65	1,05	6,32
DA PINO S.R.L.	- 1.817.197	1.038.443	8.364.496	832.900	1.540.237	6.824.259	3,25	- 0,22	6,56	0,10	3,26	0,12	6,72	0,23	1,05	3,22
DE GASPERI S.R.L.	478.779	188.650	5.837.972	-	628.814	5.209.158	3,25	0,08	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,12	1,05	4,13
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	- 1.192.193	249.203	5.288.801	-	286.563	5.002.238	3,25	- 0,23	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,06	1,05	2,15
DOGISE S.R.L.	- 221.685	307.136	4.559.511	-	981.905	3.577.606	3,25	- 0,05	6,56	-	3,26	0,07	6,72	0,27	1,05	3,67
DON CHISCIOTTE S.R.L.	203	46.771	476.553	-	368.493	108.060	3,25	0,00	6,56	-	3,26	0,10	6,72	3,41	1,05	7,49
E&C FOODS S.R.L.	- 6.577	- 46.875	1.508.455	-	1.106.309	402.146	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	- 0,03	6,72	2,75	1,05	5,90
EMMECI S.R.L.	- 196.992	- 104.781	215.810	- 68.490	95.267	311.077	3,25	- 0,91	6,56	- 0,32	3,26	- 0,49	6,72	- 0,31	1,05	- 7,36
EMSIDI S.R.L.	1.685.006	1.255.551	7.405.793	-	3.891.492	3.514.301	3,25	0,23	6,56	-	3,26	0,17	6,72	1,11	1,05	7,04
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	- 28.480	16.555	99.468	- 4.754	21.369	78.099	3,25	- 0,29	6,56	- 0,05	3,26	0,17	6,72	0,27	1,05	2,62
F&DE GROUP S.R.L.	192.587	1.076.470	13.202.940	92	987.464	12.215.476	3,25	0,01	6,56	0,00	3,26	0,08	6,72	0,08	1,05	3,98
FICO S.R.L.	2.090.239	400.130	21.601.719	- 123.813	1.168.642	20.433.077	3,25	0,10	6,56	- 0,01	3,26	0,02	6,72	0,06	1,05	4,05
FLUNCH ITALIA S.R.L.	- 2.181.016	- 607.641	6.310.175	-	- 213.355	6.523.530	3,25	- 0,35	6,56	-	3,26	- 0,10	6,72	- 0,03	1,05	0,30
FOB S.R.L.	- 58.079	32.844	214.228	- 22.371	72.586	141.642	3,25	- 0,27	6,56	- 0,10	3,26	0,15	6,72	0,51	1,05	2,70
FREEDOM S.R.L.	- 2.860.406	- 516.304	18.755.432	-	86.188	18.669.244	3,25	- 0,15	6,56	-	3,26	- 0,03	6,72	0,00	1,05	2,07
GAR & B - S.R.L.	3.643	63.530	663.600	-	176.949	486.651	3,25	0,01	6,56	-	3,26	0,10	6,72	0,36	1,05	4,31
GERLA 1927 S.R.L.	- 827.094	137.395	3.161.933	-	173.051	2.988.882	3,25	- 0,26	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,06	1,05	1,89
GOOD FOOD S.R.L.	718.721	83.050	3.527.790	- 17.316	72.500	3.455.290	3,25	0,20	6,56	- 0,00	3,26	0,02	6,72	0,02	1,05	4,75
GR SRL	- 1.288.561	3.835.670	19.845.807	-	14.887.239	4.958.568	3,25	- 0,06	6,56	-	3,26	0,19	6,72	3,00	1,05	7,28
HANA DUOMO SRL	- 140.969	21.679	500.225	-	- 16.792	517.017	3,25	- 0,28	6,56	-	3,26	0,04	6,72	- 0,03	1,05	1,66
KELLYDELI S.R.L.	2.702.033	1.548.229	10.244.551	604.710	1.664.346	8.580.205	3,25	0,26	6,56	0,06	3,26	0,15	6,72	0,19	1,05	6,39
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	200.498	35.833	752.124	-	111.784	640.340	3,25	0,27	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,17	1,05	5,50
LA VACHERIE S.R.L.	- 29.047	861	206.138	-	5.713	200.425	3,25	- 0,14	6,56	-	3,26	0,00	6,72	0,03	1,05	2,38
LADF S.R.L.	18.578	- 1.131	35.768	-	7.923	27.845	3,25	0,52	6,56	-	3,26	- 0,03	6,72	0,28	1,05	6,74
LE FAVAGLIE S.R.L.	351.549	228.388	1.292.773	-	435.840	856.933	3,25	0,27	6,56	-	3,26	0,18	6,72	0,51	1,05	6,76
LEALTA' S.R.L.	- 2.517	5.364	145.486	-	4.587	140.899	3,25	- 0,02	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,03	1,05	3,42
MANGIA BEN S.R.L.	15.190	5.480	1.513.046	- 6.211	1.493.571	19.475	3,25	0,01	6,56	- 0,00	3,26	0,00	6,72	76,69	1,05	83,85
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	- 207.684	- 208.450	1.285.164	-	760.355	524.809	3,25	- 0,16	6,56	-	3,26	- 0,16	6,72	1,45	1,05	2,62
N.E.T. S.R.L.	- 1.042.453	41.738	3.903.426	-	118.691	3.784.735	3,25	- 0,27	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,03	1,05	1,60
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	51.299	78.611	415.778	-	249.699	166.079	3,25	0,12	6,56	-	3,26	0,19	6,72	1,50	1,05	6,91
PONTACCIO S.R.L.	612.258	- 273.106	2.219.313	207.766	568.263	1.651.050	3,25	0,28	6,56	0,09	3,26	- 0,12	6,72	0,34	1,05	4,90
PROWINE S.R.L.	- 30.847	19.055	232.026	- 21.299	5.949	226.077	3,25	- 0,13	6,56	- 0,09	3,26	0,08	6,72	0,03	1,05	2,66
RISORGIMENTO S.R.L.	270.329	- 1.399.649	9.616.229	-	200.000	9.416.229	3,25	0,03	6,56	-	3,26	- 0,15	6,72	0,02	1,05	2,48
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	323.505	27.292	406.924	-	38.781	368.143	3,25	0,80	6,56	-	3,26	0,07	6,72	0,11	1,05	9,03
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	126.443	87.246	195.332	-	151.570	43.762	3,25	0,65	6,56	-	3,26	0,45	6,72	3,46	1,05	14,13
SCOTTERIA S.R.L.	- 450.163	- 30.891	802.880	-	86.434	716.446	3,25	- 0,56	6,56	-	3,26	- 0,04	6,72	0,12	1,05	- 0,56
SIAL S.R.L.	- 699.924	237.156	4.732.471	-	715.064	4.017.407	3,25	- 0,15	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,18	1,05	2,80
SOUL KITCHEN S.R.L.	51.381	- 2.369	138.036	-	11.939	126.097	3,25	0,37	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	0,09	1,05	5,68
SPA GROANE S.R.L.	511.527	1.847	4.137.437	-	2.057.499	2.079.938	3,25	0,12	6,56	-	3,26	0,00	6,72	0,99	1,05	5,10
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	- 410.047	- 6.502	452.493	- 27.544	29.695	482.188	3,25	- 0,91	6,56	- 0,06	3,26	- 0,01	6,72	- 0,06	1,05	- 3,05
TERRA FELIX S.R.L.	- 498.605	1.014.699	9.623.799	2.793.991	6.658.459	2.965.340	3,25	- 0,05	6,56	0,29	3,26	0,11	6,72	2,25	1,05	6,92
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	285.680	- 34.899	520.417	-	475.099	45.318	3,25	0,55	6,56	-	3,26	- 0,07	6,72	10,48	1,05	17,41
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	- 661.096	743.481	4.697.630	-	750.550	3.947.080	3,25	- 0,14	6,56	-	3,26	0,16	6,72	0,19	1,05	3,59
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	5.971	343.503	7.195.019	-	1.281.827	5.913.192	3,25	0,00	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,22	1,05	3,80

Appendice K: Z"-Score hotel 2017

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z"-score
A B C - S.R.L.	152.679	130.454	6.209.213	-	4.002.363	2.206.850	3,25	0,02	6,56	-	3,26	0,02	6,72	1,81	1,05	5,46
AC HOTEL MILANO - S.R.L.	4.961.024	6.416.636	35.840.334	199.530	4.470.269	31.370.065	3,25	0,14	6,56	0,01	3,26	0,18	6,72	0,14	1,05	5,49
AMONTI S.R.L.	1.961.336	2.904.161	14.893.293	-	8.138.390	6.754.903	3,25	0,13	6,56	-	3,26	0,19	6,72	1,20	1,05	6,69
BRUNO GROUP S.R.L.	214.131	82.923	2.978.443	232.032	573.429	2.405.014	3,25	0,07	6,56	0,08	3,26	0,03	6,72	0,24	1,05	2,59
CA' ALVISE S.R.L.	483.214	197.869	1.800.761	-	496.514	1.304.247	3,25	0,27	6,56	-	3,26	0,11	6,72	0,38	1,05	6,15
CARLINA S.R.L.	623.071	1.636.452	37.234.889	423.946	12.229.168	25.005.721	3,25	0,02	6,56	0,01	3,26	0,04	6,72	0,49	1,05	3,91
CEMADIS S.R.L.	151.799	762.369	20.705.245	-	8.516.927	12.188.318	3,25	0,01	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,70	1,05	4,28
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	12.670	5.666	163.358	-	44.858	118.500	3,25	0,08	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,38	1,05	4,39
DANTE S.R.L.	3.446.790	366.670	20.919.098	-	8.794.259	12.124.839	3,25	0,16	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,73	1,05	3,05
DELTA B&B S.R.L.	196.331	346.392	6.123.061	-	1.788.613	4.334.448	3,25	0,03	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,41	1,05	3,85
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	2.453.000	2.084.000	8.980.000	-	2.569.000	6.411.000	3,25	0,27	6,56	-	3,26	0,23	6,72	0,40	1,05	7,02
EUROSSOLA S.R.L.	150.944	115.049	1.010.968	75.061	311.373	699.595	3,25	0,15	6,56	0,07	3,26	0,11	6,72	0,45	1,05	3,74
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	425.387	192.799	3.123.275	-	850.357	2.272.918	3,25	0,14	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,37	1,05	3,16
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	325.161	395.920	5.469.041	-	825.292	4.643.749	3,25	0,06	6,56	-	3,26	0,07	6,72	0,18	1,05	3,53
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	585.568	472.063	6.656.987	436.967	4.092.495	2.564.492	3,25	0,09	6,56	0,07	3,26	0,07	6,72	1,60	1,05	5,04
FLAVIA S.R.L.	983.524	363.016	5.688.004	-	1.695.022	3.992.982	3,25	0,17	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,42	1,05	2,99
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	3.012.556	1.037.194	47.809.001	436.585	37.265.333	10.543.668	3,25	0,06	6,56	0,01	3,26	0,02	6,72	3,53	1,05	6,37
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	3.025.194	4.044.313	62.715.780	9.454	20.964.058	41.751.722	3,25	0,05	6,56	0,00	3,26	0,06	6,72	0,50	1,05	3,89
GARDENA HOTELS S.R.L.	2.034.720	2.284.404	20.400.426	-	11.356.298	9.044.128	3,25	0,10	6,56	-	3,26	0,11	6,72	1,26	1,05	4,67
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	95.445.812	621.316	122.127.192	-	23.271.673	98.855.519	3,25	0,78	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,24	1,05	1,60
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	928.281	4.409.646	20.110.223	-	10.740.690	9.369.533	3,25	0,05	6,56	-	3,26	0,22	6,72	1,15	1,05	5,62
HOTEL LA PERLA S.R.L.	403.674	1.049.150	19.219.950	-	11.736.919	7.483.031	3,25	0,02	6,56	-	3,26	0,05	6,72	1,57	1,05	5,13
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	732.174	511.063	3.390.754	-	611.905	2.778.849	3,25	0,22	6,56	-	3,26	0,15	6,72	0,22	1,05	3,08
HOTEL PALACE S.R.L.	1.935.840	3.403.724	30.653.445	-	10.647.168	20.006.277	3,25	0,06	6,56	-	3,26	0,11	6,72	0,53	1,05	4,14
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	883.285	419.857	12.014.679	-	5.980.139	6.034.540	3,25	0,07	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,99	1,05	4,04
HOTEL PREIDLHOF SRL	3.284.436	450.393	13.854.207	-	700.412	13.153.795	3,25	0,24	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,05	1,05	1,97
HOTEL PROKULUS GMBH	246.629	2.297.114	13.927.748	-	5.279.043	8.648.705	3,25	0,02	6,56	-	3,26	0,16	6,72	0,61	1,05	5,12
HOTEL QUELLE SRL	2.871.092	251.262	14.194.285	-	4.310.279	9.884.006	3,25	0,20	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,44	1,05	2,50
HOTEL SONNENHOF SRL	553.827	2.157.460	10.654.437	-	4.595.252	6.059.185	3,25	0,05	6,56	-	3,26	0,20	6,72	0,76	1,05	5,07
HOTEL SPINALE S.R.L.	3.594.525	926.925	19.355.640	-	7.822.880	11.532.760	3,25	0,19	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,68	1,05	3,07
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	243.948	202.031	5.148.625	-	2.339.635	2.808.990	3,25	0,05	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,83	1,05	4,08
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	29.586	6.858	152.436	5.541	33.918	118.518	3,25	0,19	6,56	0,04	3,26	0,04	6,72	0,29	1,05	5,01
HOTEL WEINEGG S.R.L.	2.917.052	281.965	13.370.643	25.014	1.584.968	11.785.675	3,25	0,22	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	0,13	1,05	1,82
JOIA S.R.L.	59.157	24.936	191.968	986	48.247	143.721	3,25	0,31	6,56	0,01	3,26	0,13	6,72	0,34	1,05	6,51
LE ALBERE HOTEL SRL	561.680	15.960	18.621.720	-	6.787.974	11.833.746	3,25	0,03	6,56	-	3,26	0,00	6,72	0,57	1,05	3,66
LIGURSARDA S.R.L.	550.282	373.807	28.938.044	3.623.360	13.807.443	15.130.601	3,25	0,02	6,56	0,13	3,26	0,01	6,72	0,91	1,05	3,76
M.S.G.M. - S.R.L.	13.258	655.793	14.053.168	-	13.207.530	845.638	3,25	0,00	6,56	-	3,26	0,05	6,72	15,62	1,05	19,97
MA.RE. S.R.L.	10.069	19.035	80.025	12.576	34.055	45.970	3,25	0,13	6,56	0,16	3,26	0,24	6,72	0,74	1,05	5,94
PADOVA 2005 S.R.L.	4.097.444	55.898	4.279.415	-	73.995	4.205.420	3,25	0,96	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,02	1,05	2,92
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	37.518.576	5.677.381	120.674.662	-	64.755.024	55.919.638	3,25	0,31	6,56	-	3,26	0,05	6,72	1,16	1,05	2,11
PRESTIGE S.R.L.	620.917	1.177.103	65.549.550	-	28.047.844	37.501.706	3,25	0,01	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,75	1,05	4,22
QUELLENHOF SRL	6.383.772	3.568.288	40.250.320	-	30.960.835	9.289.485	3,25	0,16	6,56	-	3,26	0,09	6,72	3,33	1,05	8,39
RADIOGAGA S.R.L.	5.571.637	363.614	7.442.700	127.986	1.564.954	5.877.746	3,25	0,75	6,56	0,02	3,26	0,05	6,72	0,27	1,05	1,77
RAINBOW S.R.L.	969.893	704	1.270.916	13.195	22.502	1.248.414	3,25	0,76	6,56	0,01	3,26	0,00	6,72	0,02	1,05	1,71
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	2.370.929	774.114	6.433.606	1.305.443	1.911.735	4.521.871	3,25	0,37	6,56	0,20	3,26	0,12	6,72	0,42	1,05	1,42
RE BLU THREE S.R.L.	431.238	67.105	3.764.772	-	20.286	3.744.486	3,25	0,11	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,01	1,05	2,62
REGINA HOTEL S.R.L.	940.687	220.744	5.301.926	3.385.466	2.050.698	3.251.228	3,25	0,18	6,56	0,64	3,26	0,04	6,72	0,63	1,05	0,95
RESIDENCE MIRABELL SRL	4.716.156	2.378.018	16.621.901	-	3.206.679	13.415.222	3,25	0,28	6,56	-	3,26	0,14	6,72	0,24	1,05	2,60
SAN MOISE' S.R.L.	309.410	121.200	738.002	-	329.408	408.594	3,25	0,42	6,56	-	3,26	0,16	6,72	0,81	1,05	7,95
SAVOY S.R.L.	910.926	1.814.775	25.797.746	-	14.320.627	11.477.119	3,25	0,04	6,56	-	3,26	0,07	6,72	1,25	1,05	4,80
TERME IONICHE S.R.L.	9.064.860	8.525	14.270.434	240.017	2.731.319	11.539.115	3,25	0,64	6,56	0,02	3,26	0,00	6,72	0,24	1,05	7,61
TERME MIRAMONTI S.R.L.	1.984.897	271.004	7.379.742	-	1.341.009	6.038.733	3,25	0,27	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,22	1,05	1,97
THE HOSTEL S.R.L.	31.924	19.604	101.638	13.193	38.176	63.462	3,25	0,31	6,56	0,13	3,26	0,19	6,72	0,60	1,05	7,66
VAEL S.R.L.	52.581	4.825	376.679	9.124	40.177	336.502	3,25	0,14	6,56	0,02	3,26	0,01	6,72	0,12	1,05	4,13
VILLA AMINTA S.R.L.	1.061.172	628.965	18.354.736	5.385.185	4.714.415	13.640.321	3,25	0,06	6,56	0,29	3,26	0,03	6,72	0,35	1,05	2,89

Appendice L: Z"-Score ristoranti 2018

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z" -score
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	1.644.791	74.718	14.029.565	-	5.527.199	8.502.366	3,25	0,12	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,65	1,05	4,74
AORIS S.R.L.	- 92.303	11.591	689.516	74.121	490.377	199.139	3,25	- 0,13	6,56	0,11	3,26	0,02	6,72	2,46	1,05	5,42
ARI S.R.L.	21.561	17.016	188.145	-	30.976	157.169	3,25	0,11	6,56	-	3,26	0,09	6,72	0,20	1,05	4,82
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	1.187.505	1.092.699	6.905.342	-	1.763.437	5.141.905	3,25	0,17	6,56	-	3,26	0,16	6,72	0,34	1,05	5,80
BELVEDERE S.R.L.	- 4.183	20.349	324.820	- 6.097	11.592	313.228	3,25	- 0,01	6,56	- 0,02	3,26	0,06	6,72	0,04	1,05	3,56
BERBERE' S.R.L.	- 1.080.829	- 106.161	5.727.929	- 491.848	857.753	4.870.176	3,25	- 0,19	6,56	- 0,09	3,26	- 0,02	6,72	0,18	1,05	1,79
BLUES PUB S.R.L.	66.295	30.137	251.656	-	59.703	191.953	3,25	0,26	6,56	-	3,26	0,12	6,72	0,31	1,05	6,11
C&P S.R.L.	- 4.732.595	- 58.973	14.883.436	-	203.259	14.680.177	3,25	- 0,32	6,56	-	3,26	- 0,00	6,72	0,01	1,05	1,15
CARIBE S.R.L.	- 586.154	111.203	4.766.900	- 475.051	535.359	4.231.541	3,25	- 0,12	6,56	- 0,10	3,26	0,02	6,72	0,13	1,05	2,41
CASTELLO DI PAVONE SRL	- 263.574	48.362	1.221.875	-	58.646	1.163.229	3,25	- 0,22	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,05	1,05	2,15
CIPRIANI SRL	- 2.036.679	- 974.344	12.618.486	-	915.322	11.703.164	3,25	- 0,16	6,56	-	3,26	- 0,08	6,72	0,08	1,05	1,75
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	975.067	604.806	3.948.466	-	1.160.722	2.787.744	3,25	0,25	6,56	-	3,26	0,15	6,72	0,42	1,05	6,34
DA PINO S.R.L.	- 1.131.790	2.039.167	8.558.407	1.278.214	2.677.463	5.880.944	3,25	- 0,13	6,56	0,15	3,26	0,24	6,72	0,46	1,05	4,95
DE GASPERI S.R.L.	1.353.435	1.095.458	8.177.586	-	1.311.607	6.865.979	3,25	0,17	6,56	-	3,26	0,13	6,72	0,19	1,05	5,44
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	- 1.007.601	467.228	5.134.877	-	457.063	4.677.814	3,25	- 0,20	6,56	-	3,26	0,09	6,72	0,10	1,05	2,68
DOGISE S.R.L.	25.193	252.756	4.544.858	-	1.187.752	3.357.106	3,25	0,01	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,35	1,05	4,03
DON CHISCIOTTE S.R.L.	18.606	29.840	464.219	-	457.271	6.948	3,25	0,04	6,56	-	3,26	0,06	6,72	65,81	1,05	73,05
E&C FOODS S.R.L.	- 56.967	- 201.392	1.911.707	-	1.352.014	559.693	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	- 0,11	6,72	2,42	1,05	4,88
EMMECI S.R.L.	- 219.861	- 44.798	305.988	- 174.966	- 141.225	447.213	3,25	- 0,72	6,56	- 0,57	3,26	- 0,15	6,72	- 0,32	1,05	- 4,64
EMSIDI S.R.L.	2.644.248	2.117.111	8.040.888	-	4.623.635	3.417.253	3,25	0,33	6,56	-	3,26	0,26	6,72	1,35	1,05	8,60
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	- 14.486	17.305	103.478	-	29.437	74.041	3,25	- 0,14	6,56	-	3,26	0,17	6,72	0,40	1,05	3,87
F&DE GROUP S.R.L.	252.351	817.191	12.952.012	6.208	1.012.668	11.939.344	3,25	0,02	6,56	0,00	3,26	0,06	6,72	0,08	1,05	3,89
FICO S.R.L.	- 47.339	83.625	11.543.501	153.990	1.187.701	10.355.800	3,25	- 0,00	6,56	0,01	3,26	0,01	6,72	0,11	1,05	3,44
FLUNCH ITALIA S.R.L.	- 872.905	- 828.839	7.739.163	-	1.873.962	5.865.201	3,25	- 0,11	6,56	-	3,26	- 0,11	6,72	0,32	1,05	2,13
FOB S.R.L.	- 369.540	7.752	707.045	-	162.629	544.416	3,25	- 0,52	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,30	1,05	0,21
FREEDOM S.R.L.	- 2.730.945	- 102.612	18.462.278	-	469.311	17.992.967	3,25	- 0,15	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,03	1,05	2,27
G&R & B - S.R.L.	- 25.958	66.348	653.642	-	213.326	440.316	3,25	- 0,04	6,56	-	3,26	0,10	6,72	0,48	1,05	4,18
GERLA 1927 S.R.L.	- 524.428	154.910	3.990.950	-	207.072	3.783.878	3,25	- 0,13	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,05	1,05	2,71
GOOD FOOD S.R.L.	496.306	205.712	5.217.948	1.001	183.440	5.034.508	3,25	0,10	6,56	0,00	3,26	0,04	6,72	0,04	1,05	4,18
GR SRL	2.183.891	3.680.572	20.894.761	-	17.515.942	3.378.819	3,25	0,10	6,56	-	3,26	0,18	6,72	5,18	1,05	10,56
HANA DUOMO SRL	- 176.706	28.055	523.265	-	76.266	446.999	3,25	- 0,34	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,17	1,05	1,57
KELLYDELI S.R.L.	2.686.472	1.539.039	10.761.644	782.026	1.803.980	8.957.664	3,25	0,25	6,56	0,07	3,26	0,14	6,72	0,20	1,05	6,30
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	- 219.411	41.829	850.255	-	130.495	719.760	3,25	0,26	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,18	1,05	5,46
LA VACHERIE S.R.L.	- 16.644	18.586	211.082	- 2.649	21.030	190.052	3,25	- 0,08	6,56	- 0,01	3,26	0,09	6,72	0,11	1,05	3,40
LADF S.R.L.	8.458	585	31.520	- 1.155	9.051	22.469	3,25	0,27	6,56	- 0,04	3,26	0,02	6,72	0,40	1,05	5,44
LE FAVAGLIE S.R.L.	- 268.584	66.016	1.619.860	-	486.723	1.133.137	3,25	- 0,17	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,43	1,05	2,89
LEALTA' S.R.L.	- 22.325	4.241	143.304	-	18.599	124.705	3,25	- 0,16	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,15	1,05	2,58
MANGIA BEN S.R.L.	- 39.129	- 628	3.562.430	- 6.211	3.501.529	60.901	3,25	- 0,01	6,56	- 0,00	3,26	- 0,00	6,72	57,50	1,05	63,54
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	1.707.082	-729.968	6.562.338	- 213.924	4.570.907	1.991.431	3,25	- 0,26	6,56	- 0,03	3,26	- 0,11	6,72	2,30	1,05	6,51
N.E.T. S.R.L.	-1.332.431	110.796	8.798.389	-	121.138	8.677.251	3,25	- 0,15	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,01	1,05	2,36
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	- 9.865	87.994	294.166	-	166.972	127.194	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	0,30	6,72	1,31	1,05	6,42
PONTACCIO S.R.L.	- 483.056	- 206.811	1.784.136	9.088	387.591	1.396.545	3,25	0,27	6,56	0,01	3,26	- 0,12	6,72	0,28	1,05	4,56
PROWINE S.R.L.	- 54.962	16.241	242.467	- 4.050	11.476	230.991	3,25	- 0,23	6,56	- 0,02	3,26	0,07	6,72	0,05	1,05	2,21
RISORGIMENTO S.R.L.	66.051	- 1.314.711	8.515.400	-	200.000	8.315.400	3,25	0,01	6,56	-	3,26	- 0,15	6,72	0,02	1,05	2,29
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	312.985	27.610	420.309	-	48.299	372.010	3,25	0,74	6,56	-	3,26	0,07	6,72	0,13	1,05	8,71
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	130.208	91.176	161.348	-	155.172	6.176	3,25	0,81	6,56	-	3,26	0,57	6,72	25,13	1,05	38,72
SCOTTERIA S.R.L.	- 538.883	- 209.273	1.483.067	- 28.134	87.228	1.395.839	3,25	- 0,36	6,56	- 0,02	3,26	- 0,14	6,72	0,06	1,05	- 0,08
SIAL S.R.L.	- 116.188	347.064	5.562.680	-	892.021	4.670.659	3,25	- 0,02	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,19	1,05	3,73
SOUL KITCHEN S.R.L.	12.213	- 809	98.336	-	12.213	86.123	3,25	0,12	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,14	1,05	4,16
SPA GROANE S.R.L.	- 1.017.698	- 155.130	7.741.198	-	1.879.491	5.861.707	3,25	- 0,13	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	0,32	1,05	2,59
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	- 354.616	39.326	461.495	- 39.693	3.407	458.088	3,25	- 0,77	6,56	- 0,09	3,26	0,09	6,72	0,01	1,05	- 1,49
TERRA FELIX S.R.L.	- 143.489	1.516.313	10.472.356	- 2.793.991	7.676.464	2.795.892	3,25	- 0,01	6,56	0,27	3,26	0,14	6,72	2,75	1,05	7,89
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	210.164	- 1.644	510.528	- 34.901	473.455	37.073	3,25	0,41	6,56	- 0,07	3,26	- 0,00	6,72	12,77	1,05	19,12
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	- 312.861	1.055.995	5.440.508	-	992.116	4.448.392	3,25	- 0,06	6,56	-	3,26	0,19	6,72	0,22	1,05	4,41
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	- 681.986	512.867	7.590.457	-	1.439.040	6.151.417	3,25	- 0,09	6,56	-	3,26	0,07	6,72	0,23	1,05	3,36

Appendice M: Z”-Score hotel 2018

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z" -score
A B C - S.R.L.	3.012.691	438.383	9.781.750	-	7.034.761	2.746.989	3,25	0,31	6,56	-	3,26	0,04	6,72	2,56	1,05	8,26
AC HOTEL MILANO - S.R.L.	6.022.001	1.837.337	34.677.479	-	4.901.942	29.775.537	3,25	0,17	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,16	1,05	4,92
AMONTI S.R.L.	- 5.407.068	593.319	28.350.458	-	8.556.484	19.793.974	3,25	- 0,19	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,43	1,05	2,59
BRUNO GROUP S.R.L.	- 786.949	27.669	3.180.202	-	575.444	2.604.758	3,25	- 0,25	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,22	1,05	1,92
CA' ALVISE S.R.L.	472.983	54.480	1.702.504	-	526.586	1.175.918	3,25	0,28	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,45	1,05	5,76
CARLINA S.R.L.	- 18.840	1.440.289	36.965.364	-	12.751.233	24.214.131	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,53	1,05	4,06
CEMADIS S.R.L.	- 1.107.109	- 627.877	19.992.812	-	8.005.114	11.987.698	3,25	- 0,06	6,56	-	3,26	- 0,03	6,72	0,67	1,05	3,38
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	- 7.189	4.037	126.056	-	46.349	79.707	3,25	- 0,06	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,58	1,05	3,70
DANTE S.R.L.	- 3.196.995	349.854	16.607.897	-	8.976.581	7.631.316	3,25	- 0,19	6,56	-	3,26	0,02	6,72	1,18	1,05	3,36
DELTA B&B S.R.L.	244.783	523.434	6.654.798	-	2.093.765	4.561.033	3,25	0,04	6,56	-	3,26	0,08	6,72	0,46	1,05	4,50
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	1.016.000	1.566.000	9.101.000	-	3.607.000	5.494.000	3,25	0,11	6,56	-	3,26	0,17	6,72	0,66	1,05	5,83
EUROSSOLA S.R.L.	50.012	17.521	1.701.379	128.313	267.316	1.434.063	3,25	0,03	6,56	0,08	3,26	0,01	6,72	0,19	1,05	3,95
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	- 405.391	159.890	3.305.300	-	731.869	2.573.431	3,25	- 0,12	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,28	1,05	3,07
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	- 189.645	649.609	5.190.429	-	975.440	4.214.989	3,25	- 0,04	6,56	-	3,26	0,13	6,72	0,23	1,05	4,09
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	4.675.012	316.665	7.630.354	753.166	4.438.093	3.192.261	3,25	0,61	6,56	0,10	3,26	0,04	6,72	1,39	1,05	9,33
FLAVIA S.R.L.	- 1.297.706	436.205	5.627.876	-	1.913.342	3.714.534	3,25	- 0,23	6,56	-	3,26	0,08	6,72	0,52	1,05	2,80
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	- 2.528.856	- 838.594	45.787.702	- 2.734.667	35.443.335	10.344.367	3,25	- 0,06	6,56	- 0,06	3,26	- 0,02	6,72	3,43	1,05	6,17
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	- 227.565	3.422.089	63.554.510	- 9.454	23.037.089	40.517.421	3,25	- 0,00	6,56	- 0,00	3,26	- 0,05	6,72	0,57	1,05	4,18
GARDENA HOTELS S.R.L.	- 1.955.344	2.222.610	21.585.828	-	12.068.693	9.517.135	3,25	- 0,09	6,56	-	3,26	- 0,10	6,72	1,27	1,05	4,68
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	-114.575.757	818.254	143.646.245	-	23.784.643	119.861.602	3,25	- 0,80	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,20	- 1,05	1,74
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	- 1.523.521	3.824.617	19.257.693	-	11.295.723	7.961.970	3,25	- 0,08	6,56	-	3,26	0,20	6,72	1,42	1,05	5,56
HOTEL LA PERLA S.R.L.	602.926	1.097.296	19.053.543	-	12.493.421	6.560.122	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	0,06	6,72	1,90	1,05	5,84
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	- 836.122	665.573	3.936.433	-	872.107	3.064.326	3,25	- 0,21	6,56	-	3,26	0,17	6,72	0,28	1,05	3,29
HOTEL PALACE S.R.L.	- 893.345	2.943.598	29.133.672	-	11.654.064	17.479.608	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	0,10	6,72	0,67	1,05	4,43
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	- 94.552	1.048.801	12.168.845	-	6.670.856	5.497.989	3,25	- 0,01	6,56	-	3,26	0,09	6,72	1,21	1,05	5,05
HOTEL PREIDLHOF SRL	- 2.881.630	735.470	11.689.701	-	1.164.855	10.524.846	3,25	- 0,25	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,11	1,05	2,17
HOTEL PROKULUS GMBH	- 791.338	2.208.436	14.469.027	-	6.810.554	7.658.473	3,25	- 0,05	6,56	-	3,26	0,15	6,72	0,89	1,05	4,85
HOTEL QUELLE SRL	- 4.230.259	386.352	14.482.261	-	4.507.110	9.975.151	3,25	- 0,29	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,45	1,05	1,99
HOTEL SONNENHOF SRL	- 184.199	1.842.189	11.807.462	-	5.756.196	6.051.266	3,25	- 0,02	6,56	-	3,26	0,16	6,72	0,95	1,05	5,19
HOTEL SPINALE S.R.L.	- 3.599.385	1.123.104	18.908.122	-	8.467.727	10.440.395	3,25	- 0,19	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,81	1,05	3,25
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	- 245.216	- 57.884	4.809.095	-	2.284.879	2.524.216	3,25	- 0,05	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,91	1,05	3,79
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	40.834	26.552	146.119	- 6.582	50.703	95.416	3,25	0,28	6,56	- 0,05	3,26	0,18	6,72	0,53	1,05	6,72
HOTEL WEINEGG S.R.L.	- 2.711.607	393.337	23.926.447	-	1.686.991	22.239.456	3,25	- 0,11	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,08	1,05	2,70
JOIA S.R.L.	109.694	11.308	245.738	15.017	48.552	197.186	3,25	0,45	6,56	0,06	3,26	0,05	6,72	0,25	1,05	6,95
LE ALBERE HOTEL SRL	- 316.351	78.848	18.543.012	-	6.521.344	12.021.668	3,25	- 0,02	6,56	-	3,26	0,00	6,72	0,54	1,05	3,74
LIGURSARDA S.R.L.	- 388.251	318.017	27.451.835	- 3.658.744	13.826.927	13.624.908	3,25	- 0,01	6,56	- 0,13	3,26	0,01	6,72	1,01	1,05	3,87
M.S.G.M. - S.R.L.	- 37.340	511.587	14.049.136	-	13.184.914	864.222	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	0,04	6,72	15,26	1,05	19,50
MA.RE. S.R.L.	30.497	23.651	80.211	-	51.163	29.048	3,25	0,38	6,56	-	3,26	0,29	6,72	1,76	1,05	9,58
PADOVA 2005 S.R.L.	- 4.044.162	63.406	4.269.614	-	113.922	4.155.692	3,25	- 0,95	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,03	1,05	- 2,84
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	- 16.702.546	- 6.251.330	128.545.179	-	79.512.747	49.032.432	3,25	- 0,13	6,56	-	3,26	- 0,05	6,72	1,62	1,05	3,77
PRESTIGE S.R.L.	371.784	1.324.702	64.248.032	-	26.971.960	37.276.072	3,25	0,01	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,72	1,05	4,19
QUELLENHOF SRL	4.375.632	996.245	41.367.323	20.862.888	31.631.341	9.735.982	3,25	0,11	6,56	0,50	3,26	0,02	6,72	3,25	1,05	9,16
RADIOGAGA S.R.L.	- 5.463.704	133.654	7.379.000	- 625.807	1.589.049	5.789.951	3,25	- 0,74	6,56	- 0,08	3,26	0,02	6,72	0,27	- 1,05	1,47
RAINBOW S.R.L.	- 962.326	- 57.225	2.153.297	12.501	889.001	1.264.296	3,25	- 0,45	6,56	0,01	3,26	- 0,03	6,72	0,70	1,05	0,90
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	- 1.508.406	1.346.892	8.175.693	- 848.561	3.404.847	4.770.846	3,25	- 0,18	6,56	- 0,10	3,26	0,16	6,72	0,71	1,05	3,56
RE BLU THREE S.R.L.	- 22.548	119.559	3.614.012	-	61.693	3.552.319	3,25	- 0,01	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,02	1,05	3,45
REGINA HOTEL S.R.L.	- 1.097.232	121.269	5.023.330	- 3.322.102	2.052.111	2.971.219	3,25	- 0,22	6,56	- 0,66	3,26	0,02	6,72	0,69	1,05	0,55
RESIDENCE MIRABELLI SRL	- 8.754.773	2.587.895	19.141.805	-	4.722.375	14.419.430	3,25	- 0,46	6,56	-	3,26	0,14	6,72	0,33	1,05	1,50
SAN MOISE' S.R.L.	296.061	- 63.115	656.145	-	271.269	384.876	3,25	0,45	6,56	-	3,26	- 0,10	6,72	0,70	1,05	6,30
SAVOY S.R.L.	379.399	2.156.733	25.786.554	-	15.783.610	10.002.944	3,25	0,01	6,56	-	3,26	0,08	6,72	1,58	1,05	5,57
TERME IONICHE S.R.L.	8.520.811	- 812.103	13.644.122	- 188.659	2.149.274	11.494.848	3,25	0,62	6,56	- 0,01	3,26	- 0,06	6,72	0,19	1,05	7,10
TERME MIRAMONTI S.R.L.	- 2.318.314	- 210.973	11.144.402	-	980.988	10.163.414	3,25	- 0,21	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	0,10	1,05	1,86
THE HOSTEL S.R.L.	- 5.072	- 17.080	59.390	23.608	11.978	47.412	3,25	- 0,09	6,56	0,40	3,26	- 0,29	6,72	0,25	1,05	2,32
VAEL S.R.L.	108.258	- 48.170	540.412	- 24.584	15.000	525.412	3,25	0,20	6,56	- 0,05	3,26	- 0,09	6,72	0,03	1,05	3,85
VILLA AMINTA S.R.L.	- 554.401	572.149	17.762.384	- 5.106.664	4.989.749	12.772.635	3,25	- 0,03	6,56	- 0,29	3,26	0,03	6,72	0,39	1,05	2,73

Appendice N: Z"-Score ristoranti 2019

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z"-score
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	1.603.679	97.819	12.304.176	- 108.134	6.060.712	6.243.464	3,25	0,13	6,56	- 0,01	3,26	0,01	6,72	0,97	1,05	5,15
AORIS S.R.L.	- 55.586	16.711	646.566	79.767	499.021	147.545	3,25	- 0,09	6,56	0,12	3,26	0,03	6,72	3,38	1,05	6,81
ARI S.R.L.	66.934	5.544	205.015	-	22.686	182.329	3,25	0,33	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,12	1,05	5,70
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	1.980.941	1.529.075	7.198.493	-	2.023.018	5.175.475	3,25	0,28	6,56	-	3,26	0,21	6,72	0,39	1,05	6,89
BELVEDERE S.R.L.	12.719	33.224	343.628	- 6.097	35.554	308.074	3,25	0,04	6,56	- 0,02	3,26	0,10	6,72	0,12	1,05	4,21
BERBERE' S.R.L.	- 1.236.767	120.491	6.820.327	- 662.287	836.784	5.983.543	3,25	- 0,18	6,56	- 0,10	3,26	0,02	6,72	0,14	1,05	2,01
BLUES PUB S.R.L.	106.684	20.677	261.740	-	61.082	200.658	3,25	0,41	6,56	-	3,26	0,08	6,72	0,30	1,05	6,77
C&P S.R.L.	2.446.331	- 346.889	14.425.444	-	10.012.581	4.412.863	3,25	0,17	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	2,27	1,05	6,58
CARIBE S.R.L.	- 846.666	590.198	6.306.164	-	813.765	5.492.399	3,25	- 0,13	6,56	-	3,26	0,09	6,72	0,15	1,05	3,15
CASTELLO DI PAVONE SRL	- 331.231	- 82.156	1.390.548	-	10.603	1.379.945	3,25	- 0,24	6,56	-	3,26	- 0,06	6,72	0,01	1,05	1,30
CIPRIANI SRL	- 3.020.386	60.842	11.713.078	- 1.058.716	651.218	11.061.860	3,25	- 0,26	6,56	- 0,09	3,26	0,01	6,72	0,06	1,05	1,36
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	1.099.216	192.004	6.568.870	-	1.243.363	5.325.507	3,25	0,17	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,23	1,05	4,79
DA PINO S.R.L.	- 760.272	1.722.227	10.616.999	2.495.440	3.629.229	6.987.770	3,25	- 0,07	6,56	0,24	3,26	0,16	6,72	0,52	1,05	5,18
DE GASPERI S.R.L.	956.008	553.191	9.592.139	-	1.573.904	8.018.235	3,25	0,10	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,20	1,05	4,50
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	- 700.478	478.115	4.286.084	-	704.375	3.581.709	3,25	- 0,16	6,56	-	3,26	0,11	6,72	0,20	1,05	3,13
DOGISE S.R.L.	410.520	187.033	5.097.843	-	1.317.739	3.780.104	3,25	0,08	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,35	1,05	4,39
DON CHISCIOTTE S.R.L.	8.754	- 17.643	549.729	-	439.612	110.117	3,25	0,02	6,56	-	3,26	- 0,03	6,72	3,99	1,05	7,33
E&C FOODS S.R.L.	- 52.638	- 174.026	2.055.721	-	1.325.036	730.685	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	- 0,08	6,72	1,81	1,05	4,42
EMMECI S.R.L.	- 109.916	117.658	176.696	- 227.234	4.332	172.364	3,25	- 0,62	6,56	- 1,29	3,26	0,67	6,72	0,03	1,05	- 0,52
EMSIDI S.R.L.	2.015.677	1.623.690	9.909.598	-	5.813.368	4.096.230	3,25	0,20	6,56	-	3,26	0,16	6,72	1,42	1,05	7,18
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	3.863	13.900	91.856	-	36.104	55.752	3,25	0,04	6,56	-	3,26	0,15	6,72	0,65	1,05	5,22
F&DE GROUP S.R.L.	- 32.380	1.956.293	14.247.213	172.836	2.047.092	12.200.121	3,25	- 0,00	6,56	0,01	3,26	0,14	6,72	0,17	1,05	4,37
FICO S.R.L.	- 4.181.758	- 4.098.202	10.185.337	153.990	1.950.076	12.135.413	3,25	- 0,41	6,56	0,02	3,26	- 0,40	6,72	- 0,16	1,05	- 2,27
FLUNCH ITALIA S.R.L.	- 2.347.973	- 272.200	8.323.358	-	1.503.794	6.819.564	3,25	- 0,28	6,56	-	3,26	- 0,03	6,72	0,22	1,05	1,41
FOB S.R.L.	- 234.051	7.655	497.132	-	161.782	335.350	3,25	- 0,47	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,48	1,05	0,77
FREEDOM S.R.L.	- 3.856.323	- 1.077.034	16.539.500	-	550.381	15.989.119	3,25	- 0,23	6,56	-	3,26	- 0,07	6,72	0,03	1,05	1,32
GAR & B - S.R.L.	- 8.335	67.235	688.075	-	250.192	437.883	3,25	- 0,01	6,56	-	3,26	0,10	6,72	0,57	1,05	4,43
GERLA 1927 S.R.L.	- 10.392	176.718	3.986.344	-	269.024	3.717.320	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,07	1,05	3,61
GOOD FOOD S.R.L.	653.183	366.508	4.534.921	111.940	369.648	4.165.273	3,25	0,14	6,56	0,02	3,26	0,08	6,72	0,09	1,05	4,91
GR SRL	5.510.926	2.961.117	21.861.157	-	19.662.252	2.198.905	3,25	0,25	6,56	-	3,26	0,14	6,72	8,94	1,05	15,20
HANA DUOMO SRL	34.362	25.325	435.405	-	79.966	355.439	3,25	0,08	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,22	1,05	4,39
KELLYDELI S.R.L.	2.345.491	1.337.693	10.642.788	841.980	1.734.354	8.908.434	3,25	0,22	6,56	0,08	3,26	0,13	6,72	0,19	1,05	6,00
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	239.146	46.689	770.125	-	153.586	616.539	3,25	0,31	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,25	1,05	5,96
LA VACHERIE S.R.L.	- 35.697	11.658	238.407	- 1.738	23.965	214.442	3,25	- 0,15	6,56	- 0,01	3,26	0,05	6,72	0,11	1,05	2,69
LADF S.R.L.	22.048	14.489	41.876	- 1.155	19.572	22.304	3,25	0,53	6,56	- 0,03	3,26	0,35	6,72	0,88	1,05	9,86
LE FAVAGLIE S.R.L.	- 75.050	219.336	1.669.753	-	689.988	979.765	3,25	- 0,04	6,56	-	3,26	0,13	6,72	0,70	1,05	4,58
LEALTA' S.R.L.	- 62.942	7.753	128.503	-	23.785	104.718	3,25	- 0,49	6,56	-	3,26	0,06	6,72	0,23	1,05	0,68
MANGIA BEN S.R.L.	- 40.355	- 4.398	3.560.841	- 6.840	3.500.317	60.524	3,25	- 0,01	6,56	- 0,00	3,26	- 0,00	6,72	57,83	1,05	63,89
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	- 10.428.898	- 2.084.347	19.649.794	- 213.924	15.500.084	4.149.710	3,25	0,53	6,56	- 0,01	3,26	- 0,11	6,72	3,74	1,05	9,91
N.E.T. S.R.L.	- 1.309.067	182.064	8.703.148	-	141.608	8.561.540	3,25	- 0,15	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,02	1,05	2,42
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	124.524	155.313	409.806	-	273.906	135.900	3,25	0,30	6,56	-	3,26	0,38	6,72	2,02	1,05	9,91
PONTACCIO S.R.L.	238.836	- 247.496	1.719.691	- 171.584	176.795	1.542.896	3,25	0,14	6,56	- 0,10	3,26	- 0,14	6,72	0,11	1,05	2,99
PROWINE S.R.L.	- 107.581	21.603	268.749	- 524	18.991	249.758	3,25	- 0,40	6,56	- 0,00	3,26	0,08	6,72	0,08	1,05	1,24
RISORGIMENTO S.R.L.	- 465.358	- 1.670.988	7.747.451	-	200.000	7.547.451	3,25	- 0,06	6,56	-	3,26	- 0,22	6,72	0,03	1,05	1,43
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	307.893	11.082	415.439	-	65.273	350.166	3,25	0,74	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,19	1,05	8,49
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	135.042	95.566	163.950	-	159.409	4.541	3,25	0,82	6,56	-	3,26	0,58	6,72	35,10	1,05	49,43
SCOTTERIA S.R.L.	- 495.624	- 314.154	1.082.584	- 28.134	89.332	993.252	3,25	- 0,46	6,56	- 0,03	3,26	- 0,29	6,72	0,09	1,05	- 1,69
SIAL S.R.L.	- 258.854	281.078	6.291.482	-	1.030.536	5.260.946	3,25	0,04	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,20	1,05	3,49
SOUL KITCHEN S.R.L.	10.990	- 1.223	98.478	-	10.990	87.488	3,25	0,11	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,13	1,05	4,03
SPA GROANE S.R.L.	- 1.318.495	55.905	7.042.357	-	1.835.709	5.206.648	3,25	- 0,19	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,35	1,05	2,45
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	- 300.225	41.354	493.516	- 12.983	31.901	461.615	3,25	- 0,61	6,56	- 0,03	3,26	0,08	6,72	0,07	1,05	- 0,19
TERRA FELIX S.R.L.	- 327.560	1.019.507	11.243.689	2.793.991	8.301.467	2.942.222	3,25	- 0,03	6,56	0,25	3,26	0,09	6,72	2,82	1,05	7,44
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	191.433	- 6.372	468.596	- 36.545	467.083	1.513	3,25	0,41	6,56	- 0,08	3,26	- 0,01	6,72	308,71	1,05	329,73
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	356.642	1.138.253	5.707.418	-	1.287.677	4.419.741	3,25	0,06	6,56	-	3,26	0,20	6,72	0,29	1,05	5,31
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	397.683	2.147.911	7.406.215	-	2.417.955	4.988.260	3,25	0,05	6,56	-	3,26	0,29	6,72	0,48	1,05	6,06

Appendice O: Z”-Score hotel 2019

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z”-score
A B C. - S.R.L.	- 5.352.859	- 51.083	10.340.329	-	9.769.271	571.058	3,25	0,52	6,56	-	3,26	- 0,00	6,72	17,11	1,05	24,58
AC HOTEL MILANO - S.R.L.	- 266.559	2.400.503	28.312.202	-	3.961.355	24.350.847	3,25	- 0,01	6,56	-	3,26	- 0,08	6,72	0,16	1,05	3,93
AMONTI S.R.L.	- 612.145	3.443.521	22.080.335	-	11.075.924	11.004.411	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	- 0,16	6,72	1,01	1,05	5,17
BRUNO GROUP S.R.L.	- 30.642	- 207.743	3.339.679	-	362.017	2.977.662	3,25	0,01	6,56	-	3,26	- 0,06	6,72	0,12	1,05	3,02
CA' ALVISE S.R.L.	317.116	67.070	1.334.392	-	424.919	909.473	3,25	0,24	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,47	1,05	5,64
CARLINA S.R.L.	751.776	1.748.185	36.914.452	-	13.316.184	23.598.268	3,25	0,02	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,56	1,05	4,29
CEMADIS S.R.L.	1.144.952	55.206	19.893.709	- 307.166	8.131.793	11.761.916	3,25	0,06	6,56	- 0,02	3,26	0,00	6,72	0,69	1,05	4,32
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	9.189	- 1.311	103.278	-	43.862	59.416	3,25	0,09	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,74	1,05	4,52
DANTE S.R.L.	- 3.206.436	190.780	16.751.461	-	9.048.986	7.702.475	3,25	- 0,19	6,56	-	3,26	0,01	6,72	1,17	1,05	3,30
DELTA B&B S.R.L.	1.162.712	325.715	7.724.260	-	2.212.018	5.512.242	3,25	0,15	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,40	1,05	4,94
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	708.567	1.651.142	9.152.290	-	3.931.312	5.220.978	3,25	0,08	6,56	-	3,26	0,18	6,72	0,75	1,05	5,76
EUROSSOLA S.R.L.	313.964	128.387	1.832.854	96.955	322.211	1.510.643	3,25	0,17	6,56	0,05	3,26	0,07	6,72	0,21	1,05	5,24
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	- 547.293	319.532	3.323.619	-	869.343	2.454.276	3,25	- 0,16	6,56	-	3,26	0,10	6,72	0,35	1,05	3,19
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	555.230	647.212	5.917.981	-	1.156.237	4.761.744	3,25	0,09	6,56	-	3,26	0,11	6,72	0,24	1,05	4,86
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	1.697.521	552.639	8.572.816	976.768	1.499.222	7.073.594	3,25	0,20	6,56	0,11	3,26	0,06	6,72	0,21	1,05	5,58
FLAVIA S.R.L.	- 1.431.105	361.132	5.591.235	339.655	2.085.809	3.505.426	3,25	- 0,26	6,56	0,06	3,26	0,06	6,72	0,60	1,05	2,83
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	- 761.723	820.392	47.143.708	- 4.556.665	34.962.012	12.181.696	3,25	- 0,02	6,56	- 0,10	3,26	0,02	6,72	2,87	1,05	5,96
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	- 1.561.739	3.774.553	65.505.130	- 9.454	25.920.533	39.584.597	3,25	- 0,02	6,56	- 0,00	3,26	0,06	6,72	0,65	1,05	4,17
GARDENA HOTELS S.R.L.	- 1.561.449	1.891.809	21.613.125	-	12.681.940	8.931.185	3,25	- 0,07	6,56	-	3,26	0,09	6,72	1,42	1,05	4,86
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	- 110.641.297	750.424	140.498.321	-	24.237.391	116.260.930	3,25	- 0,79	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,21	1,05	- 1,66
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	- 4.157.380	3.874.041	18.714.121	-	12.067.967	6.646.154	3,25	- 0,22	6,56	-	3,26	0,21	6,72	1,82	1,05	5,09
HOTEL LA PERLA S.R.L.	- 1.218.170	512.361	19.989.525	-	13.156.929	6.832.596	3,25	- 0,06	6,56	-	3,26	0,03	6,72	1,93	1,05	5,04
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	- 744.003	501.381	4.285.117	- 434.564	10.142	4.274.975	3,25	- 0,17	6,56	- 0,10	3,26	0,12	6,72	0,00	1,05	2,57
HOTEL PALACE S.R.L.	- 110.195	3.265.209	27.978.945	-	12.312.029	15.666.916	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	0,12	6,72	0,79	1,05	4,83
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	- 429.880	818.207	12.450.138	-	7.181.752	5.268.386	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	0,07	6,72	1,36	1,05	4,90
HOTEL PREIDLHOF SRL	1.238.184	535.232	11.267.449	-	1.451.581	9.815.868	3,25	0,11	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,15	1,05	4,45
HOTEL PROKULUS GMBH	- 839.284	2.482.001	13.001.451	-	8.540.053	4.461.398	3,25	- 0,06	6,56	-	3,26	0,19	6,72	1,91	1,05	6,12
HOTEL QUELLE SRL	- 1.926.847	941.769	14.201.621	-	5.120.435	9.081.186	3,25	- 0,14	6,56	-	3,26	0,07	6,72	0,56	1,05	3,40
HOTEL SONNENHOF SRL	329.567	2.078.360	13.536.206	-	7.235.555	6.300.651	3,25	0,02	6,56	-	3,26	0,15	6,72	1,15	1,05	5,65
HOTEL SPINALE S.R.L.	- 2.648.627	905.864	20.807.841	-	8.952.084	11.855.757	3,25	- 0,13	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,76	1,05	3,50
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	- 342.830	83.900	5.388.996	-	2.323.975	3.065.021	3,25	- 0,06	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,76	1,05	3,73
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	54.098	14.094	171.917	-	58.300	113.617	3,25	0,31	6,56	-	3,26	0,08	6,72	0,51	1,05	6,40
HOTEL WEINEGG S.R.L.	- 2.915.017	679.938	21.839.907	-	1.270.874	20.569.033	3,25	- 0,13	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,06	1,05	2,65
JOIA S.R.L.	60.769	- 17.864	230.910	15.306	24.642	206.268	3,25	0,26	6,56	0,07	3,26	- 0,08	6,72	0,12	1,05	4,80
LE ALBERE HOTEL SRL	443.840	25.398	18.501.145	-	17.993.273	507.872	3,25	0,02	6,56	-	3,26	0,00	6,72	35,43	1,05	40,62
LIGURSARDA S.R.L.	- 220.376	463.048	26.139.610	- 3.639.261	14.019.471	12.120.139	3,25	- 0,01	6,56	- 0,14	3,26	0,02	6,72	1,16	1,05	4,07
M.S.G.M. - S.R.L.	- 28.418	602.477	14.092.718	-	13.152.209	940.509	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	0,04	6,72	13,98	1,05	18,21
MA.RE. S.R.L.	3.824	- 12.894	92.335	-	38.050	54.285	3,25	0,04	6,56	-	3,26	- 0,14	6,72	0,70	1,05	3,32
PADOVA 2005 S.R.L.	- 3.998.376	41.117	4.217.023	-	138.353	4.078.670	3,25	- 0,95	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,03	1,05	- 2,87
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	- 32.928.184	- 7.150.504	134.962.112	-	80.085.750	54.876.362	3,25	- 0,24	6,56	-	3,26	- 0,05	6,72	1,46	1,05	2,83
PRESTIGE S.R.L.	764.209	1.145.384	63.140.589	2.115	26.830.559	36.310.030	3,25	0,01	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	0,74	1,05	4,23
QUELLENHOF SRL	4.856.306	5.078.920	47.190.272	21.483.395	33.720.239	13.470.033	3,25	0,10	6,56	0,46	3,26	0,11	6,72	2,50	1,05	8,76
RADIOGAGA S.R.L.	- 288.483	- 24.685	7.090.161	- 601.709	1.487.244	5.602.917	3,25	- 0,04	6,56	- 0,08	3,26	- 0,00	6,72	0,27	1,05	2,96
RAINBOW S.R.L.	- 1.937.254	- 90.468	4.031.017	- 60.759	768.112	3.262.905	3,25	- 0,48	6,56	- 0,02	3,26	- 0,02	6,72	0,24	1,05	0,14
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	- 1.908.347	479.547	10.463.768	-	3.623.953	6.839.815	3,25	- 0,18	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,53	1,05	2,92
RE BLU THREE S.R.L.	- 32.753	111.605	3.454.312	-	99.980	3.354.332	3,25	- 0,01	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,03	1,05	3,44
REGINA HOTEL S.R.L.	- 1.121.626	123.244	4.584.545	- 3.320.689	2.054.524	2.530.021	3,25	- 0,24	6,56	- 0,72	3,26	0,03	6,72	0,81	1,05	0,32
RESIDENCE MIRABELL SRL	- 3.953.238	4.100.834	19.737.016	-	7.607.760	12.129.256	3,25	- 0,20	6,56	-	3,26	0,21	6,72	0,63	1,05	3,99
SAN MOISE' S.R.L.	266.119	14.298	567.178	-	272.029	295.149	3,25	0,47	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,92	1,05	7,47
SAVOY S.R.L.	2.128.886	2.061.036	27.172.132	-	17.211.800	9.960.332	3,25	0,08	6,56	-	3,26	0,08	6,72	1,73	1,05	6,09
TERME IONICHE S.R.L.	- 2.463.231	- 1.814.902	12.837.578	- 757.153	1.188.316	11.649.262	3,25	- 0,19	6,56	- 0,06	3,26	- 0,14	6,72	0,10	1,05	0,96
TERME MIRAMONTI S.R.L.	- 2.379.231	480.583	10.691.018	-	1.236.582	9.454.436	3,25	- 0,22	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,13	1,05	2,23
THE HOSTEL S.R.L.	- 34.148	- 29.076	75.107	- 93	17.098	92.205	3,25	- 0,45	6,56	- 0,00	3,26	- 0,39	6,72	- 0,19	1,05	- 2,53
VAEL S.R.L.	114.784	22.215	549.721	- 82.345	21.587	528.134	3,25	0,21	6,56	- 0,15	3,26	0,04	6,72	0,04	1,05	4,45
VILLA AMINTA S.R.L.	- 548.780	411.957	17.313.272	- 4.845.098	5.134.086	12.179.186	3,25	- 0,03	6,56	- 0,28	3,26	0,02	6,72	0,42	1,05	2,73

Appendice P: Z"-Score ristoranti 2020

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z"-score
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	- 2.584.583	- 1.274.118	12.917.066	-	5.065.996	7.851.070	3,25	0,20	6,56	-	3,26	- 0,10	6,72	0,65	1,05	4,58
AORIS S.R.L.	- 15.971	18.928	660.626	8.841	511.088	149.538	3,25	- 0,02	6,56	0,01	3,26	0,03	6,72	3,42	1,05	6,92
ARI S.R.L.	14.779	- 66.606	162.285	-	- 45.152	207.437	3,25	0,09	6,56	-	3,26	- 0,41	6,72	- 0,22	1,05	0,86
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	1.599.042	920.142	7.575.239	-	2.154.642	5.420.597	3,25	0,21	6,56	-	3,26	0,12	6,72	0,40	1,05	5,87
BELVEDERE S.R.L.	- 82.216	- 246.562	183.986	-	- 184.906	368.892	3,25	- 0,45	6,56	-	3,26	- 1,34	6,72	- 0,50	1,05	- 9,21
BERBERE' S.R.L.	- 1.500.765	- 130.474	13.006.664	- 656.835	5.117.402	7.889.262	3,25	0,12	6,56	- 0,05	3,26	- 0,01	6,72	0,65	1,05	4,46
BLUES PUB S.R.L.	88.185	- 44.237	228.019	-	12.377	215.642	3,25	0,39	6,56	-	3,26	- 0,19	6,72	0,06	1,05	4,54
C&P S.R.L.	- 2.987.664	- 298.917	18.281.139	- 2.077.901	9.713.901	8.567.238	3,25	- 0,16	6,56	- 0,11	3,26	- 0,02	6,72	1,13	1,05	2,89
CARIBE S.R.L.	1.006.583	73.890	6.840.182	-	981.313	5.858.869	3,25	0,15	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,17	1,05	4,46
CASTELLO DI PAVONE SRL	- 5.347	53.121	1.471.303	-	15.722	1.455.581	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	0,04	6,72	0,01	1,05	3,48
CIPRIANI SRL	- 3.703.727	- 1.169.706	12.191.798	-	39.923	12.151.875	3,25	- 0,30	6,56	-	3,26	- 0,10	6,72	0,00	1,05	0,62
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	4.005.137	- 563.564	11.046.586	-	772.149	10.274.437	3,25	0,36	6,56	-	3,26	- 0,05	6,72	0,08	1,05	5,36
DA PINO S.R.L.	2.190.936	281.766	12.231.377	3.632.075	3.792.943	8.438.434	3,25	0,18	6,56	0,30	3,26	0,02	6,72	0,45	1,05	6,02
DE GASPERI S.R.L.	2.853.991	169.737	10.451.526	-	1.585.947	8.865.579	3,25	0,27	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,18	1,05	5,34
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	- 145.112	27.066	4.846.183	-	994.998	3.851.185	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,26	1,05	3,36
DOGISE S.R.L.	684.899	55.485	5.241.940	-	1.833.826	3.408.114	3,25	0,13	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,54	1,05	4,74
DON CHISCIOTTE S.R.L.	27.937	- 14.231	533.082	-	425.376	107.706	3,25	0,05	6,56	-	3,26	- 0,03	6,72	3,95	1,05	7,56
E&C FOODS S.R.L.	- 408.137	- 1.770.539	400.701	-	- 462.156	862.857	3,25	- 1,02	6,56	-	3,26	- 4,42	6,72	- 0,54	1,05	- 33,69
EMMECI S.R.L.	- 93.971	- 17.881	262.692	- 126.988	- 13.635	276.327	3,25	- 0,36	6,56	- 0,48	3,26	- 0,07	6,72	- 0,05	1,05	- 1,18
EMSIDI S.R.L.	2.796.685	1.172.783	11.472.360	-	8.691.429	2.780.931	3,25	0,24	6,56	-	3,26	0,10	6,72	3,13	1,05	8,82
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	12.654	- 834	73.816	-	31.315	42.501	3,25	0,17	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,74	1,05	5,07
F&DE GROUP S.R.L.	- 5.593.781	- 3.916.596	27.882.277	1.205.765	5.996.212	21.886.065	3,25	- 0,20	6,56	0,04	3,26	- 0,14	6,72	0,27	1,05	1,42
FICO S.R.L.	1.222.474	- 4.227.012	12.372.157	- 150.079	3.424.230	15.796.387	3,25	0,10	6,56	- 0,01	3,26	- 0,34	6,72	- 0,22	1,05	1,34
FLUNCH ITALIA S.R.L.	- 3.590.982	2.153.414	7.159.913	-	- 1.718.152	8.878.065	3,25	- 0,50	6,56	-	3,26	- 0,30	6,72	- 0,19	1,05	- 2,26
FOB S.R.L.	- 227.784	- 6.178	505.545	-	151.948	353.597	3,25	- 0,45	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,43	1,05	0,66
FREEDOM S.R.L.	- 4.566.567	- 921.767	15.664.871	-	611.820	15.053.051	3,25	- 0,29	6,56	-	3,26	- 0,06	6,72	0,04	1,05	0,98
GAR & B - S.R.L.	109.415	96.547	784.305	-	318.578	465.727	3,25	0,14	6,56	-	3,26	0,12	6,72	0,68	1,05	5,71
GERLA 1927 S.R.L.	153.577	103.551	5.617.222	-	1.337.092	4.280.130	3,25	0,03	6,56	-	3,26	0,02	6,72	0,31	1,05	3,88
GOOD FOOD S.R.L.	801.100	47.083	4.265.915	298.148	280.073	3.985.842	3,25	0,19	6,56	0,07	3,26	0,01	6,72	0,07	1,05	4,86
GR SRL	9.880.867	- 1.396.851	21.508.940	-	18.692.976	2.815.964	3,25	0,46	6,56	-	3,26	- 0,06	6,72	6,64	1,05	12,80
HANA DUOMO SRL	27.293	- 28.682	408.866	-	48.394	360.472	3,25	0,07	6,56	-	3,26	- 0,07	6,72	0,13	1,05	3,36
KELLYDELI S.R.L.	2.692.341	1.055.302	15.307.086	1.722.354	2.428.965	12.878.121	3,25	0,18	6,56	0,11	3,26	0,07	6,72	0,19	1,05	5,43
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	376.285	- 22.682	842.927	-	124.352	718.575	3,25	0,45	6,56	-	3,26	- 0,03	6,72	0,17	1,05	6,18
LA VACHERIE S.R.L.	- 69.319	- 63.807	239.754	1.049	- 46.714	286.468	3,25	- 0,29	6,56	0,00	3,26	- 0,27	6,72	- 0,16	1,05	- 0,59
LADF S.R.L.	25.625	2.002	43.083	-	21.483	21.600	3,25	0,59	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,99	1,05	8,51
LE FAVAGLIE S.R.L.	- 610.584	- 815.301	1.664.741	-	90.529	1.574.212	3,25	- 0,37	6,56	-	3,26	- 0,49	6,72	0,06	1,05	- 2,39
LEALTA' S.R.L.	- 9.986	- 73.728	123.832	-	- 50.528	174.360	3,25	- 0,08	6,56	-	3,26	- 0,60	6,72	- 0,29	1,05	- 1,58
MANGIA BEN S.R.L.	21.377	- 3.892	3.564.334	- 11.237	3.542.649	21.685	3,25	0,01	6,56	- 0,00	3,26	- 0,00	6,72	163,37	1,05	174,81
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	- 6.146.408	- 6.009.050	22.879.625	- 213.924	9.454.661	13.424.964	3,25	0,27	6,56	- 0,01	3,26	- 0,26	6,72	0,70	1,05	3,96
N.E.T. S.R.L.	- 1.157.815	35.724	8.795.257	-	131.914	8.663.343	3,25	- 0,13	6,56	-	3,26	0,00	6,72	0,02	1,05	2,43
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	175.484	22.601	366.395	-	295.929	70.466	3,25	0,48	6,56	-	3,26	0,06	6,72	4,20	1,05	11,22
PONTACCIO S.R.L.	225.443	- 222.000	1.247.986	- 382.380	174.785	1.073.201	3,25	0,18	6,56	- 0,31	3,26	- 0,18	6,72	0,16	1,05	2,41
PROWINE S.R.L.	11.547	7.643	248.955	- 524	20.316	228.639	3,25	0,05	6,56	- 0,00	3,26	- 0,03	6,72	0,09	1,05	3,85
RISORGIMENTO S.R.L.	- 320.039	- 2.943.487	6.810.257	-	200.000	6.610.257	3,25	- 0,05	6,56	-	3,26	- 0,43	6,72	0,03	1,05	0,07
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	325.433	15.787	565.892	-	208.142	357.750	3,25	0,58	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,58	1,05	7,82
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	230.616	96.903	258.903	-	254.431	4.472	3,25	0,89	6,56	-	3,26	0,37	6,72	56,89	1,05	71,35
SCOTTERIA S.R.L.	- 339.272	- 266.087	965.552	- 28.134	89.826	875.726	3,25	- 0,35	6,56	- 0,03	3,26	- 0,28	6,72	0,10	1,05	- 0,89
SIAL S.R.L.	1.246.697	- 9.382	6.869.618	-	1.060.823	5.808.795	3,25	0,18	6,56	-	3,26	- 0,00	6,72	0,18	1,05	4,62
SOUL KITCHEN S.R.L.	- 61.943	- 72.933	25.045	-	- 61.943	86.988	3,25	- 2,47	6,56	-	3,26	- 2,91	6,72	- 0,71	1,05	- 33,29
SPA GROANE S.R.L.	- 87.427	- 184.928	7.095.212	-	1.643.272	5.451.940	3,25	- 0,01	6,56	-	3,26	- 0,03	6,72	0,30	1,05	3,31
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	- 322.980	8.938	485.729	12.023	30.008	455.721	3,25	- 0,66	6,56	0,02	3,26	0,02	6,72	0,07	1,05	- 0,84
TERRA FELIX S.R.L.	- 457.553	- 469.888	10.141.696	2.793.991	7.997.039	2.144.657	3,25	- 0,05	6,56	0,28	3,26	- 0,05	6,72	3,73	1,05	7,46
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	189.146	- 3.929	466.168	- 42.918	463.155	3.013	3,25	0,41	6,56	- 0,09	3,26	- 0,01	6,72	153,72	1,05	166,96
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	2.577.622	- 56.323	6.065.911	-	1.220.610	4.845.301	3,25	0,42	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,25	1,05	6,24
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	1.705.742	450.905	8.498.798	-	2.886.564	5.612.234	3,25	0,20	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,51	1,05	5,46

Appendice Q: Z"-Score hotel 2020

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z"-score
A B C - S.R.L.	7.518.005	86.107	14.223.702	-	14.045.740	177.962	3,25	0,53	6,56	-	3,26	0,01	6,72	78,93	1,05	89,63
AC HOTEL MILANO - S.R.L	291.061	- 1.097.216	45.710.113	-	21.652.000	24.058.113	3,25	0,01	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	0,90	1,05	4,08
AMONTI S.R.L.	1.744.608	2.113.896	32.878.658	-	24.120.676	8.757.982	3,25	0,05	6,56	-	3,26	0,06	6,72	2,75	1,05	6,92
BRUNO GROUP S.R.L.	- 35.803	- 232.372	3.488.662	-	341.699	3.146.963	3,25	- 0,01	6,56	-	3,26	- 0,07	6,72	0,11	1,05	2,85
CA' ALVISE S.R.L.	314.038	- 177.608	1.187.172	-	316.807	870.365	3,25	0,26	6,56	-	3,26	- 0,15	6,72	0,36	1,05	4,36
CARLINA S.R.L.	3.031.787	- 549.082	47.453.382	-	22.566.679	24.886.703	3,25	0,06	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	0,91	1,05	4,54
CEMADIS S.R.L.	- 313.023	- 1.299.974	17.643.408	- 188.345	6.788.700	10.854.708	3,25	- 0,02	6,56	- 0,01	3,26	- 0,07	6,72	0,63	1,05	3,26
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	14.744	6.545	99.295	-	49.642	49.653	3,25	0,15	6,56	-	3,26	0,07	6,72	1,00	1,05	5,72
DANTE S.R.L.	- 2.821.668	- 302.751	22.447.975	-	14.555.652	7.892.323	3,25	- 0,13	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	1,84	1,05	4,27
DELTA B&B S.R.L.	117.596	- 872.875	7.441.625	-	1.475.437	5.966.188	3,25	0,02	6,56	-	3,26	- 0,12	6,72	0,25	1,05	2,83
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	- 1.081.901	- 3.704.431	12.914.953	-	3.315.087	9.599.866	3,25	- 0,08	6,56	-	3,26	- 0,29	6,72	0,35	1,05	1,14
EUROSSOLA S.R.L.	235.140	48.701	2.923.911	177.309	1.508.448	1.415.463	3,25	0,08	6,56	0,06	3,26	0,02	6,72	1,07	1,05	5,21
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	- 244.789	- 99.832	4.635.172	-	1.918.938	2.716.234	3,25	- 0,05	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	0,71	1,05	3,50
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	1.173.502	288.313	5.285.506	-	807.094	4.478.412	3,25	0,22	6,56	-	3,26	0,05	6,72	0,18	1,05	5,26
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	108.964	- 1.601.548	6.257.497	1.365.222	- 118.848	6.376.345	3,25	0,02	6,56	0,22	3,26	- 0,26	6,72	- 0,02	1,05	2,34
FLAVIA S.R.L.	- 974.882	86.518	10.706.214	339.655	7.612.823	3.093.391	3,25	- 0,09	6,56	0,03	3,26	0,01	6,72	2,46	1,05	5,39
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	- 410.806	- 13.335.533	38.466.657	- 5.037.989	26.269.191	12.197.466	3,25	- 0,01	6,56	- 0,13	3,26	- 0,35	6,72	2,15	1,05	2,68
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	6.227.443	- 5.630.411	26.116.402	- 9.454	3.921.074	22.195.328	3,25	- 0,24	6,56	- 0,00	3,26	- 0,22	6,72	0,18	1,05	3,55
GARDENA HOTELS S.R.L.	- 246.959	- 1.723.400	73.480.002	-	62.636.084	10.843.918	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	5,78	1,05	9,14
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	- 105.223.471	48	132.386.019	-	24.220.973	108.165.046	3,25	- 0,79	6,56	-	3,26	0,00	6,72	0,22	1,05	- 1,73
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	- 2.297.969	- 1.252.093	53.279.888	-	48.289.583	4.990.305	3,25	- 0,04	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	9,68	1,05	12,97
HOTEL LA PERLA S.R.L.	- 599.918	279.556	19.472.421	-	13.150.716	6.321.705	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	0,01	6,72	2,08	1,05	5,33
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	- 955.766	122.111	4.823.418	- 434.564	26.671	4.796.747	3,25	- 0,20	6,56	- 0,09	3,26	0,03	6,72	0,01	1,05	1,83
HOTEL PALACE S.R.L.	9.154	1.549.913	55.565.321	-	39.240.404	16.324.917	3,25	0,00	6,56	-	3,26	0,03	6,72	2,40	1,05	5,96
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	- 1.636.390	- 643.440	26.705.813	-	20.445.706	6.260.107	3,25	- 0,06	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	3,27	1,05	6,12
HOTEL PREIDLHOF SRL	- 1.668.157	340.712	43.592.550	-	33.889.815	9.702.735	3,25	0,04	6,56	-	3,26	0,01	6,72	3,49	1,05	7,22
HOTEL PROKULUS GMBH	- 1.285.033	857.664	30.583.139	-	27.264.805	3.318.334	3,25	- 0,04	6,56	-	3,26	0,03	6,72	8,22	1,05	11,79
HOTEL QUELLE SRL	- 1.555.125	195.937	17.135.576	-	9.211.530	7.924.046	3,25	- 0,09	6,56	-	3,26	0,01	6,72	1,16	1,05	3,95
HOTEL SONNENHOF SRL	- 1.399.281	864.194	32.087.227	-	26.698.099	5.389.128	3,25	- 0,04	6,56	-	3,26	0,03	6,72	4,95	1,05	8,35
HOTEL SPINALE S.R.L.	- 10.717	252.042	18.672.262	-	8.713.429	9.958.833	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,87	1,05	4,26
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	- 87.790	- 672.875	6.051.130	-	2.794.331	3.256.799	3,25	- 0,01	6,56	-	3,26	- 0,11	6,72	0,86	1,05	3,31
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	55.922	- 40.260	127.103	-	59.338	67.765	3,25	0,44	6,56	-	3,26	- 0,32	6,72	0,88	1,05	4,93
HOTEL WEINEGG S.R.L.	- 1.106.951	391.474	33.614.403	-	14.189.442	19.424.961	3,25	- 0,03	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,73	1,05	3,88
JOIA S.R.L.	173.961	- 58.664	285.797	-	- 32.284	318.081	3,25	0,61	6,56	-	3,26	- 0,21	6,72	- 0,10	1,05	5,76
LE ALBERE HOTEL SRL	312.984	- 290.729	17.573.722	-	17.366.291	207.431	3,25	0,02	6,56	-	3,26	- 0,02	6,72	83,72	1,05	91,16
LIGURSARDA S.R.L.	469.049	320.405	25.144.256	- 3.446.717	14.258.576	10.885.680	3,25	0,02	6,56	- 0,14	3,26	0,01	6,72	1,31	1,05	4,39
M.S.G.M. - S.R.L.	- 891	29.813	13.848.171	-	13.166.347	681.824	3,25	- 0,00	6,56	-	3,26	0,00	6,72	19,31	1,05	23,54
MA.RE. S.R.L.	- 4.092	- 7.723	136.114	-	41.830	94.284	3,25	0,03	6,56	-	3,26	- 0,06	6,72	0,44	1,05	3,53
PADOVA 2005 S.R.L.	- 3.959.743	35.787	4.262.139	-	168.508	4.093.631	3,25	- 0,93	6,56	-	3,26	0,01	6,72	0,04	1,05	- 2,74
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	- 29.113.934	- 8.402.156	155.011.388	-	92.853.328	62.158.060	3,25	- 0,19	6,56	-	3,26	- 0,05	6,72	1,49	1,05	3,22
PRESTIGE S.R.L.	1.286.721	1.035.506	65.498.574	713	29.196.749	36.301.825	3,25	0,02	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	0,80	1,05	4,33
QUELLENHOF SRL	6.441.247	2.754.259	95.300.249	23.622.293	84.798.797	10.501.452	3,25	0,07	6,56	0,25	3,26	0,03	6,72	8,07	1,05	13,17
RADIOGAGA S.R.L.	- 334.290	- 95.224	6.925.259	- 703.515	1.237.782	5.687.477	3,25	- 0,05	6,56	- 0,10	3,26	- 0,01	6,72	0,22	1,05	2,74
RAINBOW S.R.L.	- 144.642	- 317.358	6.508.198	- 199.442	393.328	6.114.870	3,25	- 0,02	6,56	- 0,03	3,26	- 0,05	6,72	0,06	1,05	2,74
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	- 1.299.171	- 1.815.067	9.883.246	-	2.246.227	7.637.019	3,25	- 0,13	6,56	-	3,26	- 0,18	6,72	0,29	1,05	1,46
RE BLU THREE S.R.L.	138.550	111.094	3.699.777	-	142.645	3.557.132	3,25	0,04	6,56	-	3,26	0,03	6,72	0,04	1,05	3,74
REGINA HOTEL S.R.L.	- 1.085.747	- 952.298	4.203.227	- 3.318.276	1.462.083	2.741.144	3,25	- 0,26	6,56	- 0,79	3,26	- 0,23	6,72	0,53	1,05	- 1,98
RESIDENCE MIRABELL SRL	- 579.842	3.107.329	41.660.504	-	33.110.781	8.549.723	3,25	- 0,01	6,56	-	3,26	0,07	6,72	3,87	1,05	7,73
SAN MOISE' S.R.L.	101.173	- 247.548	387.084	-	101.631	285.453	3,25	0,26	6,56	-	3,26	- 0,64	6,72	0,36	1,05	1,04
SAVOY S.R.L.	6.764.317	- 541.540	55.454.489	-	41.864.249	13.590.240	3,25	0,12	6,56	-	3,26	- 0,01	6,72	3,08	1,05	7,22
TERME IONICHE S.R.L.	10.893.055	- 138.009	12.550.182	- 1.718.112	1.004.100	11.546.082	3,25	0,87	6,56	- 0,14	3,26	- 0,01	6,72	0,09	1,05	8,51
TERME MIRAMONTI S.R.L.	- 1.731.212	- 182.620	10.432.106	- 316.473	857.523	9.574.583	3,25	- 0,17	6,56	- 0,03	3,26	- 0,02	6,72	0,09	1,05	2,04
THE HOSTEL S.R.L.	- 47.768	- 139.367	58.292	- 29.168	- 156.466	214.758	3,25	- 0,82	6,56	- 0,50	3,26	- 2,39	6,72	- 0,73	1,05	- 20,59
VAEL S.R.L.	55.595	- 21.985	559.601	- 82.345	713	558.888	3,25	0,10	6,56	- 0,15	3,26	- 0,04	6,72	0,00	1,05	3,16
VILLA AMINTA S.R.L.	449.659	223.468	29.218.591	- 4.707.977	16.977.786	12.240.805	3,25	0,02	6,56	- 0,16	3,26	0,01	6,72	1,39	1,05	4,33

Appendice R: Z"-Score ristoranti 2021

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z"-score
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	2.391.401	393.946	11.680.294	994.715	4.664.868	7.015.426	3,25	0,20	6,56	-0,09	3,26	-0,03	6,72	0,66	1,05	4,79
AORIS S.R.L.	29.388	23.218	671.588	100.478	527.038	144.550	3,25	0,04	6,56	0,15	3,26	0,03	6,72	3,65	1,05	8,09
ARI S.R.L.	5.341	27.948	193.569	67.838	38.999	232.568	3,25	0,03	6,56	-0,35	3,26	0,14	6,72	-0,17	1,05	3,08
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	1.241.966	1.494.567	10.153.078	-	2.510.492	7.642.586	3,25	0,12	6,56	0,00	3,26	0,15	6,72	0,33	1,05	5,39
BELVEDERE S.R.L.	70.427	97.672	438.984	22.046	114.170	553.154	3,25	0,16	6,56	-0,05	3,26	0,22	6,72	-0,21	1,05	5,42
BERBERE' S.R.L.	386.811	1.567.018	14.149.687	169.409	2.966.359	11.183.328	3,25	0,03	6,56	-0,01	3,26	-0,11	6,72	0,27	1,05	2,92
BLUES PUB S.R.L.	111.572	25.854	289.065	48.709	35.071	253.994	3,25	0,39	6,56	-0,17	3,26	0,09	6,72	0,14	1,05	5,98
C&P S.R.L.	346.091	3.827.709	20.721.801	2.376.581	6.638.709	14.083.092	3,25	0,02	6,56	-0,11	3,26	-0,18	6,72	0,47	1,05	2,24
CARIBE S.R.L.	779.828	101.676	8.783.420	-	862.632	7.920.788	3,25	0,09	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	0,11	1,05	4,02
CASTELLO DI PAVONE SRL	174.255	77.431	1.504.612	-	17.134	1.487.478	3,25	0,12	6,56	0,00	3,26	0,05	6,72	0,01	1,05	4,37
CIPRIANI SRL	4.719.774	292.712	12.581.421	1.494.720	278.128	12.303.293	3,25	-0,38	6,56	-0,12	3,26	0,02	6,72	0,02	1,05	0,58
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	3.909.891	211.857	16.553.144	-	765.248	15.787.896	3,25	0,24	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	0,05	1,05	4,94
DA PINO S.R.L.	3.153.137	1.572.254	15.661.810	3.805.666	4.949.963	10.711.847	3,25	0,20	6,56	0,24	3,26	0,10	6,72	0,46	1,05	6,52
DE GASPERI S.R.L.	1.179.496	487.751	11.260.156	-	1.721.590	9.538.566	3,25	0,10	6,56	0,00	3,26	0,04	6,72	0,18	1,05	4,42
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	353.513	249.351	6.844.218	38.965	1.195.337	5.648.881	3,25	0,05	6,56	-0,01	3,26	0,04	6,72	0,21	1,05	4,04
DOGISE S.R.L.	936.763	406.907	5.187.022	-	2.117.820	3.069.202	3,25	0,18	6,56	0,00	3,26	0,08	6,72	0,69	1,05	5,69
DON CHISCIOTTE S.R.L.	15.103	3.628	460.306	-	421.740	38.566	3,25	-0,03	6,56	0,00	3,26	-0,01	6,72	10,94	1,05	14,46
E&C FOODS S.R.L.	388.316	261.068	647.987	1.860.918	360.964	1.008.951	3,25	-0,60	6,56	-2,87	3,26	-0,40	6,72	-0,36	1,05	-13,13
EMMECI S.R.L.	51.114	75.474	322.948	144.955	68.947	254.001	3,25	0,16	6,56	-0,45	3,26	0,23	6,72	0,27	1,05	4,68
EMSIDI S.R.L.	4.573.457	1.538.450	12.508.871	-	9.384.693	3.124.178	3,25	0,37	6,56	0,00	3,26	0,12	6,72	3,00	1,05	9,63
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	49.073	549	91.450	4.791	27.707	63.743	3,25	0,54	6,56	-0,05	3,26	-0,01	6,72	0,43	1,05	7,02
F&DE GROUP S.R.L.	646.750	4.293.306	40.722.048	1.205.764	3.652.057	37.069.991	3,25	0,02	6,56	0,03	3,26	-0,11	6,72	0,10	1,05	2,85
FICO S.R.L.	2.091.975	5.657.913	9.565.459	4.424.230	4.360.440	13.925.899	3,25	-0,22	6,56	-0,46	3,26	-0,59	6,72	-0,31	1,05	-4,00
FLUNCH ITALIA S.R.L.	672.285	2.491.388	6.087.689	3.223.921	680.726	5.406.963	3,25	-0,11	6,56	-0,53	3,26	-0,41	6,72	0,13	1,05	-1,82
FOB S.R.L.	288.988	40.813	554.460	9.837	106.207	448.253	3,25	-0,52	6,56	-0,02	3,26	-0,07	6,72	0,24	1,05	-0,47
FREEDOM S.R.L.	3.566.756	807.910	17.234.108	938.561	1.300.989	15.933.119	3,25	-0,21	6,56	-0,05	3,26	0,05	6,72	0,08	1,05	2,12
GAR & B - S.R.L.	22.698	88.138	729.146	-	321.401	407.745	3,25	0,03	6,56	0,00	3,26	0,12	6,72	0,79	1,05	5,09
GERLA 1927 S.R.L.	272.730	173.003	7.287.920	-	1.372.955	5.914.965	3,25	0,04	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	0,23	1,05	3,90
GOOD FOOD S.R.L.	1.320.941	542.134	4.932.964	-	714.966	4.217.998	3,25	0,27	6,56	0,00	3,26	0,11	6,72	0,17	1,05	5,92
GR SRL	10.871.768	1.373.474	22.818.488	-	19.746.328	3.072.160	3,25	0,48	6,56	0,00	3,26	0,06	6,72	6,43	1,05	13,53
HANA DUOMO SRL	143.741	47.799	561.932	-	65.944	627.876	3,25	-0,26	6,56	0,00	3,26	-0,09	6,72	-0,11	1,05	0,89
KELLYDELI S.R.L.	2.696.181	1.814.961	16.809.910	1.861.276	3.081.702	13.728.208	3,25	0,16	6,56	0,11	3,26	0,11	6,72	0,22	1,05	5,62
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	373.520	16.363	880.713	-	133.642	747.071	3,25	0,42	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	0,18	1,05	6,34
LA VACHERIE S.R.L.	10.490	41.050	287.122	69.629	11.051	298.173	3,25	-0,04	6,56	-0,24	3,26	0,14	6,72	-0,04	1,05	3,14
LADF S.R.L.	74.542	22.738	105.733	-	37.218	68.515	3,25	0,71	6,56	0,00	3,26	0,22	6,72	0,54	1,05	9,89
LE FAVAGLIE S.R.L.	567.267	231.210	1.522.659	-	49.269	1.473.390	3,25	-0,37	6,56	0,00	3,26	-0,15	6,72	0,03	1,05	-0,18
LEALTA' S.R.L.	146.170	36.477	137.767	74.312	90.064	227.831	3,25	-1,06	6,56	-0,54	3,26	-0,26	6,72	-0,40	1,05	-7,66
MANGIA BEN S.R.L.	884	6.109	3.561.679	16.385	3.537.539	24.140	3,25	0,00	6,56	0,00	3,26	0,00	6,72	146,54	1,05	157,09
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	2.908.622	-5.319.178	25.098.764	-6.258.372	9.213.911	15.884.853	3,25	0,12	6,56	-0,25	3,26	-0,21	6,72	0,58	1,05	2,38
N.E.T. S.R.L.	-1.192.461	107.429	8.836.833	-	152.274	8.684.559	3,25	-0,13	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	0,02	1,05	2,46
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	173.225	22.383	392.322	-	317.001	75.321	3,25	0,44	6,56	0,00	3,26	0,06	6,72	4,21	1,05	10,95
PONTACCIO S.R.L.	164.761	46.770	1.126.958	595.907	160.679	966.279	3,25	0,15	6,56	-0,53	3,26	-0,04	6,72	0,17	1,05	2,38
PROWINE S.R.L.	16.930	2.186	267.041	-	13.051	253.990	3,25	-0,06	6,56	0,00	3,26	-0,01	6,72	0,05	1,05	2,83
RISORGIMENTO S.R.L.	2.134	1.339.040	6.082.535	-	4.148.932	1.933.603	3,25	0,00	6,56	0,00	3,26	-0,22	6,72	2,15	1,05	4,02
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	325.307	19.064	564.866	-	221.548	343.318	3,25	0,58	6,56	0,00	3,26	0,03	6,72	0,65	1,05	7,93
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	193.961	57.609	222.910	-	218.353	4.557	3,25	0,87	6,56	0,00	3,26	0,26	6,72	47,92	1,05	61,01
SCOTTERIA S.R.L.	235.123	213.338	744.050	28.134	113.612	630.438	3,25	-0,32	6,56	-0,04	3,26	-0,29	6,72	0,18	1,05	-0,68
SIAL S.R.L.	695.722	56.853	8.546.675	-	1.085.070	7.461.605	3,25	0,08	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	0,15	1,05	3,98
SOUL KITCHEN S.R.L.	41.611	20.832	25.259	72.933	41.611	66.870	3,25	-1,65	6,56	-2,89	3,26	0,82	6,72	-0,62	1,05	-12,08
SPA GROANE S.R.L.	333.885	99.029	7.355.436	-	1.651.953	5.703.483	3,25	-0,05	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	0,29	1,05	3,35
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	340.239	22.756	461.450	20.010	1.747	459.703	3,25	-0,74	6,56	0,04	3,26	-0,05	6,72	0,00	1,05	-1,77
TERRA FELIX S.R.L.	137.565	282.552	10.291.182	2.489.562	8.195.850	2.095.332	3,25	-0,01	6,56	0,24	3,26	0,03	6,72	3,91	1,05	8,24
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	177.543	12.547	452.240	42.918	450.342	1.898	3,25	0,39	6,56	-0,09	3,26	-0,03	6,72	237,27	1,05	254,47
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	3.009.437	540.988	7.462.782	-	1.461.605	6.001.177	3,25	0,40	6,56	0,00	3,26	0,07	6,72	0,24	1,05	6,64
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	998.386	725.515	9.237.102	-	2.048.538	7.188.564	3,25	0,11	6,56	0,00	3,26	0,08	6,72	0,28	1,05	4,79

Appendice S: Z”-Score hotel 2021

RAGIONE SOCIALE	CCN	EBIT	TOT ATTIVO	UTILI ND	PN	TOTALE DEBITI	costante	x1 (CCN/TA)	coeff. X1	x2 (Utili nd/TA)	coeff. X2	x3 (EBIT/TA)	coeff. X3	x4 (PN/TD)	coeff. X4	Z”-score
A B C - S.R.L.	6.294.484	- 386.645	13.240.771	-	12.958.535	282.236	3,25	0,48	6,56	0,00	3,26	-0,03	6,72	45,91	1,05	54,38
AC HOTEL MILANO - S.R.L.	- 41.860	631.312	46.069.172	- 1.652.877	21.721.030	24.348.142	3,25	0,00	6,56	-0,04	3,26	0,01	6,72	0,89	1,05	4,16
AMONTI S.R.L.	2.959.091	3.687.053	34.170.983	-	27.039.623	7.131.360	3,25	0,09	6,56	0,00	3,26	0,11	6,72	3,79	1,05	8,52
BRUNO GROUP S.R.L.	- 286.675	- 112.025	4.144.444	- 47.173	411.873	3.732.571	3,25	-0,07	6,56	-0,01	3,26	-0,03	6,72	0,11	1,05	2,69
CA' ALVISE S.R.L.	422.376	35.089	1.286.402	-	347.532	938.870	3,25	0,33	6,56	0,00	3,26	0,03	6,72	0,37	1,05	5,98
CARLINA S.R.L.	3.080.534	483.682	48.091.628	- 1.263.171	22.792.587	25.299.041	3,25	0,06	6,56	-0,03	3,26	0,01	6,72	0,90	1,05	4,60
CEMADIS S.R.L.	1.125.197	1.007.659	50.651.497	-	37.127.372	13.524.125	3,25	0,02	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	2,75	1,05	6,41
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	10.796	- 3.077	97.769	-	45.694	52.075	3,25	0,11	6,56	0,00	3,26	-0,03	6,72	0,88	1,05	4,68
DANTE S.R.L.	- 3.278.917	- 604.874	21.327.579	- 394.369	13.865.460	7.462.119	3,25	-0,15	6,56	-0,02	3,26	-0,03	6,72	1,86	1,05	3,94
DELTA B&B S.R.L.	1.200.357	1.008.614	8.438.622	-	2.252.645	6.185.977	3,25	0,14	6,56	0,00	3,26	0,12	6,72	0,36	1,05	5,37
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	- 3.064.683	- 2.861.439	10.408.929	-	1.704.859	8.704.070	3,25	-0,29	6,56	0,00	3,26	-0,27	6,72	0,20	1,05	-0,32
EUROSSOLA S.R.L.	483.132	213.526	2.986.262	196.364	1.690.761	1.295.501	3,25	0,16	6,56	0,07	3,26	0,07	6,72	1,31	1,05	6,38
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	- 87.867	101.728	4.846.488	-	1.944.576	2.901.912	3,25	-0,02	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	0,67	1,05	3,98
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	1.351.408	111.290	5.588.230	-	694.431	4.893.799	3,25	0,24	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	0,14	1,05	5,12
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	161.348	- 84.190	6.414.197	- 252.849	- 181.769	6.595.966	3,25	0,03	6,56	-0,04	3,26	-0,01	6,72	-0,03	1,05	3,17
FLAVIA S.R.L.	- 352.033	497.687	11.157.061	-	7.973.808	3.183.253	3,25	-0,03	6,56	0,00	3,26	0,04	6,72	2,50	1,05	5,97
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	- 6.300.126	- 7.166.224	36.449.475	- 13.730.808	20.521.246	15.928.229	3,25	-0,17	6,56	-0,38	3,26	-0,20	6,72	1,29	1,05	0,92
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	- 7.269.795	- 352.443	26.936.633	- 4.388.053	3.332.067	23.604.566	3,25	0,27	6,56	-0,16	3,26	-0,01	6,72	0,14	1,05	4,55
GARDENA HOTELS S.R.L.	- 319.444	- 83.231	105.973.737	- 4.753.045	93.744.118	12.229.619	3,25	0,00	6,56	-0,04	3,26	0,00	6,72	7,67	1,05	11,13
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	- 99.787.179	- 5.174	125.570.153	-	24.164.586	101.405.567	3,25	-0,79	6,56	0,00	3,26	0,00	6,72	0,24	1,05	-1,71
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	5.224.107	- 5.277.421	59.310.935	- 873.976	50.686.303	8.624.632	3,25	0,09	6,56	-0,01	3,26	0,09	6,72	5,88	1,05	10,55
HOTEL LA PERLA S.R.L.	296.235	- 1.027.455	19.206.762	-	13.110.380	6.096.382	3,25	0,02	6,56	0,00	3,26	-0,05	6,72	2,15	1,05	5,25
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	- 793.259	402.727	13.003.995	- 418.034	7.979.282	5.024.713	3,25	-0,06	6,56	-0,03	3,26	0,03	6,72	1,59	1,05	4,62
HOTEL PALACE S.R.L.	4.573.402	3.071.835	84.736.269	-	65.508.970	19.227.299	3,25	0,05	6,56	0,00	3,26	0,04	6,72	3,41	1,05	7,43
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	- 726.768	555.737	26.823.785	-	21.036.129	5.787.656	3,25	-0,03	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	3,63	1,05	7,03
HOTEL PREIDLHOF SRL	2.174.969	- 87.362	43.236.831	-	33.666.083	9.570.748	3,25	0,05	6,56	0,00	3,26	0,00	6,72	3,52	1,05	7,26
HOTEL PROKULUS GMBH	1.014.896	2.032.610	31.964.348	-	30.386.913	1.577.435	3,25	0,03	6,56	0,00	3,26	0,06	6,72	19,26	1,05	24,11
HOTEL QUELLE SRL	- 555.577	605.991	17.210.988	-	9.032.972	8.178.016	3,25	-0,03	6,56	0,00	3,26	0,04	6,72	1,10	1,05	4,43
HOTEL SONNENHOF SRL	- 303.072	2.013.710	32.868.748	-	29.676.041	3.192.707	3,25	-0,01	6,56	0,00	3,26	0,06	6,72	9,29	1,05	13,36
HOTEL SPINALE S.R.L.	- 851.410	241.578	19.854.953	-	8.803.390	11.051.563	3,25	-0,04	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	0,80	1,05	3,89
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	- 70.938	- 495.126	5.734.113	-	2.301.096	3.433.017	3,25	-0,01	6,56	0,00	3,26	-0,09	6,72	0,67	1,05	3,29
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	71.917	3.897	193.250	-	66.224	127.026	3,25	0,37	6,56	0,00	3,26	0,02	6,72	0,52	1,05	6,37
HOTEL WEINEGG S.R.L.	- 1.034.319	1.838.955	34.134.437	-	15.771.919	18.362.518	3,25	-0,03	6,56	0,00	3,26	0,05	6,72	0,86	1,05	4,32
IOIA S.R.L.	171.248	2.038	265.237	- 65.529	- 36.631	301.868	3,25	0,65	6,56	-0,25	3,26	0,01	6,72	-0,12	1,05	6,60
LE ALBERE HOTEL SRL	453.107	- 45.681	17.682.313	-	17.316.559	365.754	3,25	0,03	6,56	0,00	3,26	0,00	6,72	47,34	1,05	53,11
LIGURSARDA S.R.L.	226.384	575.991	24.439.647	- 3.207.611	14.603.964	9.835.683	3,25	0,01	6,56	-0,13	3,26	0,02	6,72	1,48	1,05	4,60
M.S.G.M. - S.R.L.	260.770	181.494	14.048.494	-	13.334.000	714.494	3,25	0,02	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	18,66	1,05	23,05
MA.RE. S.R.L.	37.817	31.824	166.766	-	70.375	96.391	3,25	0,23	6,56	0,00	3,26	0,19	6,72	0,73	1,05	6,79
PADOVA 2005 S.R.L.	- 3.932.532	52.915	4.303.963	-	208.303	4.095.660	3,25	-0,91	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	0,05	1,05	-2,61
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	- 42.570.113	- 7.073.090	163.338.411	-	98.979.263	64.359.148	3,25	-0,26	6,56	0,00	3,26	-0,04	6,72	1,54	1,05	2,86
PRESTIGE S.R.L.	1.787.410	914.447	64.304.979	242.842	29.212.343	35.092.636	3,25	0,03	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	0,83	1,05	4,41
QUELLENHOF SRL	5.118.983	5.867.502	123.970.765	23.657.319	94.648.420	29.322.345	3,25	0,04	6,56	0,19	3,26	0,05	6,72	3,23	1,05	7,85
RADIOGAGA S.R.L.	- 468.435	22.499	6.913.014	- 952.979	1.226.495	5.686.519	3,25	-0,07	6,56	-0,14	3,26	0,00	6,72	0,22	1,05	2,60
RAINBOW S.R.L.	- 497.413	- 22.673	6.264.143	- 571.945	291.193	5.972.950	3,25	-0,08	6,56	-0,09	3,26	0,00	6,72	0,05	1,05	2,46
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	321.702	- 1.267.003	10.391.386	- 1.033.506	1.112.370	9.279.016	3,25	0,03	6,56	-0,10	3,26	-0,12	6,72	0,12	1,05	2,44
RE BLU THREE S.R.L.	476.484	37.976	7.692.984	-	4.207.221	3.485.763	3,25	0,06	6,56	0,00	3,26	0,00	6,72	1,21	1,05	4,96
REGINA HOTEL S.R.L.	- 292.194	- 416.159	5.003.674	- 3.965.100	1.273.306	3.730.368	3,25	-0,06	6,56	-0,79	3,26	-0,08	6,72	0,34	1,05	0,08
RESIDENCE MIRABELL SRL	- 1.383.988	3.541.529	48.564.314	-	35.575.626	12.988.688	3,25	-0,03	6,56	0,00	3,26	0,07	6,72	2,74	1,05	6,43
SAN MOISE' S.R.L.	169.428	- 36.668	596.796	-	111.234	485.562	3,25	0,28	6,56	0,00	3,26	-0,06	6,72	0,23	1,05	4,94
SAVOY S.R.L.	6.132.558	491.397	56.856.672	-	42.125.762	14.730.910	3,25	0,11	6,56	0,00	3,26	0,01	6,72	2,86	1,05	7,02
TERME IONICHE S.R.L.	10.830.699	- 190.488	12.332.108	- 198.608	832.736	11.499.372	3,25	0,88	6,56	-0,02	3,26	-0,02	6,72	0,07	1,05	8,93
TERME MIRAMONTI S.R.L.	- 1.829.575	97.560	10.438.313	- 468.941	803.776	9.634.537	3,25	-0,18	6,56	-0,04	3,26	0,01	6,72	0,08	1,05	2,10
THE HOSTEL S.R.L.	- 6.711	- 42.404	109.509	- 168.536	- 198.870	308.379	3,25	-0,06	6,56	-1,54	3,26	-0,39	6,72	-0,64	1,05	-5,45
VAEL S.R.L.	63.580	- 19.038	526.457	- 103.220	- 15.641	542.098	3,25	0,12	6,56	-0,20	3,26	-0,04	6,72	-0,03	1,05	3,13
VILLA AMINTA S.R.L.	1.037.582	586.302	30.744.512	- 4.707.977	17.372.834	13.371.678	3,25	0,03	6,56	-0,15	3,26	0,02	6,72	1,30	1,05	4,46

Appendice T: Indebitamento ristoranti 2017

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB A LUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	5.635.334	3.501.256	2.154.728	1.346.528	2.019.271	1.481.985	0,26	0,62	0,62	0,38	0,58	0,42
AORIS S.R.L.	484.730	192.734	186.082	6.652	56.734	136.000	0,28	0,40	0,97	0,03	0,29	0,71
ARI S.R.L.	29.886	158.423	73.247	85.176	158.423	-	-	5,30	0,46	0,54	1,00	-
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	2.212.216	5.184.104	4.315.675	868.429	3.879.750	1.304.354	0,59	2,34	0,83	0,17	0,75	0,25
BELVEDERE S.R.L.	3.904	342.904	304.445	38.459	286.157	56.747	14,54	87,83	0,89	0,11	0,83	0,17
BERBERE' S.R.L.	528.193	4.115.407	1.767.644	2.347.763	1.729.481	2.385.926	4,52	7,79	0,43	0,57	0,42	0,58
BLUES PUB S.R.L.	49.065	220.615	156.604	64.011	210.615	10.000	0,20	4,50	0,71	0,29	0,95	0,05
C&P S.R.L.	325.686	6.188.056	6.182.071	5.985	272.640	5.915.416	18,16	19,00	1,00	0,00	0,04	0,96
CARIBE S.R.L.	501.439	4.407.787	2.223.620	2.184.167	2.565.014	1.842.773	3,67	8,79	0,50	0,50	0,58	0,42
CASTELLO DI PAVONE SRL	51.770	1.071.054	568.518	502.536	401.015	670.039	12,94	20,69	0,53	0,47	0,37	0,63
CIPRIANI SRL	1.759.711	10.845.493	5.548.080	5.297.413	7.456.884	3.388.609	1,93	6,16	0,51	0,49	0,69	0,31
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	731.122	1.118.846	843.078	275.768	616.132	502.714	0,69	1,53	0,75	0,25	0,55	0,45
DA PINO S.R.L.	1.540.237	6.824.259	5.708.539	1.115.720	5.813.445	1.010.814	0,66	4,43	0,84	0,16	0,85	0,15
DE GASPERI S.R.L.	628.814	5.209.158	1.920.787	3.288.371	3.129.653	2.079.505	3,31	8,28	0,37	0,63	0,60	0,40
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	286.563	5.002.238	2.223.864	2.778.374	2.650.306	2.351.932	8,21	17,46	0,44	0,56	0,53	0,47
DOGISE S.R.L.	981.905	3.577.606	1.788.001	1.789.605	2.100.937	1.476.669	1,50	3,64	0,50	0,50	0,59	0,41
DON CHISCIOTTE S.R.L.	368.493	108.060	27.188	80.872	108.060	-	-	0,29	0,25	0,75	1,00	-
E&C FOODS S.R.L.	1.106.309	402.146	349.349	52.797	129.441	272.705	0,25	0,36	0,87	0,13	0,32	0,68
EMMECI S.R.L.	- 95.267	311.077	311.077	-	222.412	88.665	- 0,93	- 3,27	1,00	-	0,71	0,29
EMSIDI S.R.L.	3.891.492	3.514.301	2.675.187	839.114	2.484.969	1.029.332	0,26	0,90	0,76	0,24	0,71	0,29
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	21.369	78.099	75.357	2.742	72.799	5.300	0,25	3,65	0,96	0,04	0,93	0,07
F&DE GROUP S.R.L.	987.464	12.215.476	10.292.328	1.923.148	9.768.223	2.447.253	2,48	12,37	0,84	0,16	0,80	0,20
FICO S.R.L.	1.168.642	20.433.077	20.339.639	93.438	20.152.455	280.622	0,24	17,48	1,00	0,00	0,99	0,01
FLUNCH ITALIA S.R.L.	- 213.355	6.523.530	5.617.424	906.106	4.053.380	2.470.150	- 11,58	- 30,58	0,86	0,14	0,62	0,38
FOB S.R.L.	72.586	141.642	95.044	46.598	102.911	38.731	0,53	1,95	0,67	0,33	0,73	0,27
FREEDOM S.R.L.	86.188	18.669.244	6.918.869	11.750.375	1.679.816	16.989.428	197,12	216,61	0,37	0,63	0,09	0,91
G&R & B - S.R.L.	176.949	486.651	176.077	310.574	336.898	149.753	0,85	2,75	0,36	0,64	0,69	0,31
GERLA 1927 S.R.L.	173.051	2.988.882	2.198.516	790.366	2.039.934	948.948	5,48	17,27	0,74	0,26	0,68	0,32
GOOD FOOD S.R.L.	72.500	3.455.290	1.335.397	2.119.893	1.710.121	1.745.169	24,07	47,66	0,39	0,61	0,49	0,51
GR SRL	14.887.239	4.958.568	4.551.762	406.806	2.963.882	1.994.686	0,13	0,33	0,92	0,08	0,60	0,40
HANA DUOMO SRL	- 16.792	517.017	375.224	141.793	352.695	164.322	- 9,79	- 30,79	0,73	0,27	0,68	0,32
KELLYDELI S.R.L.	1.664.346	8.580.205	8.341.688	238.517	6.116.085	2.464.120	1,48	5,16	0,97	0,03	0,71	0,29
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	111.784	640.340	433.919	206.421	363.186	277.154	2,48	5,73	0,68	0,32	0,57	0,43
LA VACHERIE S.R.L.	5.713	200.425	199.229	1.196	200.425	-	-	35,08	0,99	0,01	1,00	-
LADF S.R.L.	7.923	27.845	20.144	7.701	27.845	-	-	3,51	0,72	0,28	1,00	-
LE FAVAGLIE S.R.L.	435.840	856.933	681.143	175.790	581.022	275.911	0,63	1,97	0,79	0,21	0,68	0,32
LEALTA' S.R.L.	4.587	140.899	116.119	24.780	85.045	55.854	12,18	30,72	0,82	0,18	0,60	0,40
MANGIA BEN S.R.L.	1.493.571	19.475	19.475	-	19.475	-	-	0,01	1,00	-	1,00	-
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	760.355	524.809	506.605	18.204	524.137	672	0,00	0,69	0,97	0,03	1,00	0,00
N.E.T. S.R.L.	118.691	3.784.735	2.322.918	1.461.817	2.679.642	1.105.093	9,31	31,89	0,61	0,39	0,71	0,29
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	249.699	166.079	139.801	26.278	131.099	34.980	0,14	0,67	0,84	0,16	0,79	0,21
PONTACCIO S.R.L.	568.263	1.651.050	1.479.587	171.463	1.033.017	618.033	1,09	2,91	0,90	0,10	0,63	0,37
PROWINE S.R.L.	5.949	226.077	151.534	74.543	115.278	110.799	18,62	38,00	0,67	0,33	0,51	0,49
RISORGIMENTO S.R.L.	200.000	9.416.229	1.442.196	7.974.033	1.444.294	7.971.935	39,86	47,08	0,15	0,85	0,15	0,85
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	38.781	368.143	82.123	286.020	63.304	304.839	7,86	9,49	0,22	0,78	0,17	0,83
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	151.570	43.762	43.762	-	43.762	-	-	0,29	1,00	-	1,00	-
SCOTTERIA S.R.L.	86.434	716.446	708.040	8.406	334.066	382.380	4,42	8,29	0,99	0,01	0,47	0,53
SIAL S.R.L.	715.064	4.017.407	2.657.069	1.360.338	2.860.439	1.156.968	1,62	5,62	0,66	0,34	0,71	0,29
SOUL KITCHEN S.R.L.	11.939	126.097	82.188	43.909	84.419	41.678	3,49	10,56	0,65	0,35	0,67	0,33
SPA GROANE S.R.L.	2.057.499	2.079.938	142.449	1.937.489	37.880	2.042.058	0,99	1,01	0,07	0,93	0,02	0,98
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	- 29.695	482.188	433.022	49.166	261.454	220.734	- 7,43	- 16,24	0,90	0,10	0,54	0,46
TERRA FELIX S.R.L.	6.658.459	2.965.340	2.334.987	630.353	2.461.845	503.495	0,08	0,45	0,79	0,21	0,83	0,17
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	475.099	45.318	45.318	-	45.318	-	-	0,10	1,00	-	1,00	-
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	750.550	3.947.080	2.780.979	1.166.101	2.680.863	1.266.217	1,69	5,26	0,70	0,30	0,68	0,32
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	1.281.827	5.913.192	3.028.188	2.885.004	2.781.455	3.131.737	2,44	4,61	0,51	0,49	0,47	0,53

Appendice U: Indebitamento hotel 2017

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB A LUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
A B C - S.R.L.	4.002.363	2.206.850	1.425.559	781.291	1.369.446	837.404	0,21	0,55	0,65	0,35	0,62	0,38
AC HOTEL MILANO - S.R.L.	4.470.269	31.370.065	2.503.902	28.866.163	1.190.299	30.179.766	6,75	7,02	0,08	0,92	0,04	0,96
AMONTI S.R.L.	8.138.390	6.754.903	3.318.122	3.436.781	3.041.691	3.713.212	0,46	0,83	0,49	0,51	0,45	0,55
BRUNO GROUP S.R.L.	573.429	2.405.014	1.564.703	840.311	1.032.979	1.372.035	2,39	4,19	0,65	0,35	0,43	0,57
CA' ALVISE S.R.L.	496.514	1.304.247	245.278	1.058.969	311.253	992.994	2,00	2,63	0,19	0,81	0,24	0,76
CARLINA S.R.L.	12.229.168	25.005.721	2.464.541	22.541.180	1.537.165	23.468.556	1,92	2,04	0,10	0,90	0,06	0,94
CEMADIS S.R.L.	8.516.927	12.188.318	6.438.417	5.749.901	4.549.539	7.638.779	0,90	1,43	0,53	0,47	0,37	0,63
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	44.858	118.500	116.972	1.528	80.835	37.665	0,84	2,64	0,99	0,01	0,68	0,32
DANTE S.R.L.	8.794.259	12.124.839	3.587.861	8.536.978	390.058	11.734.781	1,33	1,38	0,30	0,70	0,03	0,97
DELTA B&B S.R.L.	1.788.613	4.334.448	846.360	3.488.088	969.410	3.365.038	1,88	2,42	0,20	0,80	0,22	0,78
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	2.569.000	6.411.000	5.909.000	502.000	4.904.000	1.507.000	0,59	2,50	0,92	0,08	0,76	0,24
EUROSSOLA S.R.L.	311.373	699.595	279.873	419.722	155.425	544.170	1,75	2,25	0,40	0,60	0,22	0,78
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	850.357	2.272.918	704.622	1.568.296	525.859	1.747.059	2,05	2,67	0,31	0,69	0,23	0,77
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	825.292	4.643.749	2.515.978	2.127.771	3.244.358	1.399.391	1,70	5,63	0,54	0,46	0,70	0,30
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	4.092.495	2.564.492	2.110.366	454.126	1.441.370	1.123.122	0,27	0,63	0,82	0,18	0,56	0,44
FLAVIA S.R.L.	1.695.022	3.992.982	1.176.754	2.816.228	232.120	3.760.862	2,22	2,36	0,29	0,71	0,06	0,94
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	37.265.333	10.543.668	8.760.393	1.783.275	8.175.806	2.367.862	0,06	0,28	0,83	0,17	0,78	0,22
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	20.964.058	41.751.722	14.081.536	27.670.186	10.993.446	30.758.276	1,47	1,99	0,34	0,66	0,26	0,74
GARDENA HOTELS S.R.L.	11.356.298	9.044.128	4.079.580	4.964.548	2.990.391	6.053.737	0,53	0,80	0,45	0,55	0,33	0,67
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	23.271.673	98.855.519	98.525.818	329.701	9.864.315	88.991.204	3,82	4,25	1,00	0,00	0,10	0,90
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	10.740.690	9.369.533	4.890.701	4.478.832	3.203.927	6.165.606	0,57	0,87	0,52	0,48	0,34	0,66
HOTEL LA PERLA S.R.L.	11.736.919	7.483.031	2.443.266	5.039.765	2.766.841	4.716.190	0,40	0,64	0,33	0,67	0,37	0,63
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	611.905	2.778.849	1.087.865	1.690.984	844.330	1.934.519	3,16	4,54	0,39	0,61	0,30	0,70
HOTEL PALACE S.R.L.	10.647.168	20.006.277	3.187.419	16.818.858	1.932.051	18.074.226	1,70	1,88	0,16	0,84	0,10	0,90
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	5.980.139	6.034.540	1.824.964	4.209.576	1.782.830	4.251.710	0,71	1,01	0,30	0,70	0,30	0,70
HOTEL PREIDLHOF SRL	700.412	13.153.795	6.666.569	6.487.226	1.306.298	11.847.497	16,92	18,78	0,51	0,49	0,10	0,90
HOTEL PROKULIS GMBH	5.279.043	8.648.705	1.667.653	6.981.052	1.187.398	7.461.307	1,41	1,64	0,19	0,81	0,14	0,86
HOTEL QUELLE SRL	4.310.279	9.884.006	3.202.917	6.681.089	1.474.022	8.409.984	1,95	2,29	0,32	0,68	0,15	0,85
HOTEL SONNENHOF SRL	4.595.252	6.059.185	1.012.648	5.046.537	769.577	5.289.608	1,15	1,32	0,17	0,83	0,13	0,87
HOTEL SPINALE S.R.L.	7.822.880	11.532.760	5.335.026	6.197.734	5.013.689	6.519.071	0,83	1,47	0,46	0,54	0,43	0,57
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	2.339.635	2.808.990	778.937	2.030.053	1.441.237	1.367.753	0,58	1,20	0,28	0,72	0,51	0,49
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	33.918	118.518	80.230	38.288	118.518	-	-	3,49	0,68	0,32	1,00	-
IOIA S.R.L.	1.584.968	11.785.675	4.016.473	7.769.202	2.295.887	9.489.788	5,99	7,44	0,34	0,66	0,19	0,81
LE ALBERE HOTEL SRL	48.247	143.721	95.656	48.065	102.221	41.500	0,86	2,98	0,67	0,33	0,71	0,29
LIGURSARDA S.R.L.	6.787.974	11.833.746	844.149	10.989.597	481.995	11.351.751	1,67	1,74	0,07	0,93	0,04	0,96
M.S.G.M. - S.R.L.	13.807.443	15.130.601	4.267.699	10.862.902	1.184.246	13.946.355	1,01	1,10	0,28	0,72	0,08	0,92
MA.RE. S.R.L.	13.207.530	845.638	434.090	411.548	845.638	-	-	0,06	0,51	0,49	1,00	-
PADOVA 2005 S.R.L.	34.055	45.970	43.972	1.998	40.654	5.316	0,16	1,35	0,96	0,04	0,88	0,12
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	73.995	4.205.420	4.201.429	3.991	293.291	3.912.129	52,87	56,83	1,00	0,00	0,07	0,93
PRESTIGE S.R.L.	64.755.024	55.919.638	43.230.103	12.689.535	7.595.303	48.324.335	0,75	0,86	0,77	0,23	0,14	0,86
QUELLENHOF SRL	28.047.844	37.501.706	4.430.755	33.070.951	4.709.484	32.792.222	1,17	1,34	0,12	0,88	0,13	0,87
RADIOGAGA S.R.L.	30.960.835	9.289.485	3.571.941	5.717.544	3.846.638	5.442.847	0,18	0,30	0,38	0,62	0,41	0,59
RAINBOW S.R.L.	1.564.954	5.877.746	5.877.746	-	167.170	5.710.576	3,65	3,76	1,00	-	0,03	0,97
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	22.502	1.248.414	1.245.900	2.514	93.133	1.155.281	51,34	55,48	1,00	0,00	0,07	0,93
RE BLU THREE S.R.L.	1.911.735	4.521.871	3.140.733	1.381.138	2.135.304	2.386.567	1,25	2,37	0,69	0,31	0,47	0,53
REGINA HOTEL S.R.L.	20.286	3.744.486	678.820	3.065.666	524.884	3.219.602	158,71	184,58	0,18	0,82	0,14	0,86
RESIDENCE MIRABELLI SRL	2.050.698	3.251.228	2.599.976	651.252	1.238.151	2.013.077	0,98	1,59	0,80	0,20	0,38	0,62
SAN MOISE' S.R.L.	3.206.679	13.415.222	8.157.077	5.258.145	1.467.506	11.947.716	3,73	4,18	0,61	0,39	0,11	0,89
SAVOY S.R.L.	329.408	408.594	338.972	69.622	408.582	12	0,00	1,24	0,83	0,17	1,00	0,00
TERME IONICHE S.R.L.	14.320.627	11.477.119	4.846.820	6.630.299	1.252.046	10.225.073	0,71	0,80	0,42	0,58	0,11	0,89
TERME MIRAMONTI S.R.L.	2.731.319	11.539.115	1.420.465	10.118.650	439.547	11.099.568	4,06	4,22	0,12	0,88	0,04	0,96
THE HOSTEL S.R.L.	1.341.009	6.038.733	2.641.533	3.397.200	2.391.277	3.647.456	2,72	4,50	0,44	0,56	0,40	0,60
VAEL S.R.L.	38.176	63.462	52.664	10.798	60.462	3.000	0,08	1,66	0,83	0,17	0,95	0,05
VILLA AMINTA S.R.L.	40.177	336.502	316.597	19.905	246.802	89.700	2,23	8,38	0,94	0,06	0,73	0,27
	4.714.415	13.640.321	1.987.045	11.653.276	654.660	12.985.661	2,75	2,89	0,15	0,85	0,05	0,95

Appendice V: Indebitamento ristoranti 2018

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB A LUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	5.527.199	8.502.366	5.119.691	3.382.675	4.430.589	4.071.777	0,74	1,54	0,60	0,40	0,52	0,48
AORIS S.R.L.	490.377	199.139	193.318	5.821	63.139	136.000	0,28	0,41	0,97	0,03	0,32	0,68
ARI S.R.L.	30.976	157.169	70.465	86.704	157.169	-	-	5,07	0,45	0,55	1,00	-
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	1.763.437	5.141.905	4.573.715	568.190	3.608.878	1.533.027	0,87	2,92	0,89	0,11	0,70	0,30
BELVEDERE S.R.L.	11.592	313.228	268.886	44.342	313.228	-	-	27,02	0,86	0,14	1,00	-
BERBERE' S.R.L.	857.753	4.870.176	2.366.354	2.503.822	2.203.132	2.667.044	3,11	5,68	0,49	0,51	0,45	0,55
BLUES PUB S.R.L.	59.703	191.953	126.936	65.017	191.626	327	0,01	3,22	0,66	0,34	1,00	0,00
C&P S.R.L.	203.259	14.680.177	6.101.411	8.578.766	560.797	14.119.380	69,46	72,22	0,42	0,58	0,04	0,96
CARIBE S.R.L.	535.359	4.231.541	2.532.003	1.699.538	2.722.308	1.509.233	2,82	7,90	0,60	0,40	0,64	0,36
CASTELLO DI PAVONE SRL	58.646	1.163.229	572.567	590.662	393.051	770.178	13,13	19,83	0,49	0,51	0,34	0,66
CIPRIANI SRL	915.322	11.703.164	7.302.375	4.400.789	8.937.486	2.765.678	3,02	12,79	0,62	0,38	0,76	0,24
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	1.160.722	2.787.744	1.896.855	890.889	847.096	1.940.648	1,67	2,40	0,68	0,32	0,30	0,70
DA PINO S.R.L.	2.677.463	5.880.944	5.017.841	863.103	4.229.093	1.651.851	0,62	2,20	0,85	0,15	0,72	0,28
DE GASPERI S.R.L.	1.311.607	6.865.979	2.925.395	3.940.584	4.319.597	2.546.382	1,94	5,23	0,43	0,57	0,63	0,37
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	457.063	4.677.814	2.238.839	2.438.975	2.633.558	2.044.256	4,47	10,23	0,48	0,52	0,56	0,44
DOGISE S.R.L.	1.187.752	3.357.106	1.907.384	1.449.722	2.226.517	1.130.589	0,95	2,83	0,57	0,43	0,66	0,34
DON CHISCIOTTE S.R.L.	457.271	6.948	6.948	-	6.948	-	-	0,02	1,00	-	1,00	-
E&C FOODS S.R.L.	1.352.014	559.693	389.875	169.818	222.856	336.837	0,25	0,41	0,70	0,30	0,40	0,60
EMMECI S.R.L.	- 141.225	447.213	419.365	27.848	367.745	79.468	- 0,56	- 3,17	0,94	0,06	0,82	0,18
EMSIDI S.R.L.	4.623.635	3.417.253	2.926.179	491.074	2.696.968	720.285	0,16	0,74	0,86	0,14	0,79	0,21
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	29.437	74.041	73.150	891	67.056	6.985	0,24	2,52	0,99	0,01	0,91	0,09
F&DE GROUP S.R.L.	1.012.668	11.939.344	10.129.783	1.809.561	9.805.914	2.133.430	2,11	11,79	0,85	0,15	0,82	0,18
FICO S.R.L.	1.187.701	10.355.800	10.190.351	165.449	9.068.180	1.287.620	1,08	8,72	0,98	0,02	0,88	0,12
FLUNCH ITALIA S.R.L.	1.873.962	5.865.201	3.952.065	1.913.136	3.645.283	2.219.918	1,18	3,13	0,67	0,33	0,62	0,38
FOB S.R.L.	162.629	544.416	538.156	6.260	350.218	194.198	1,19	3,35	0,99	0,01	0,64	0,36
FREEDOM S.R.L.	469.311	17.992.967	6.826.458	11.166.509	1.553.057	16.439.910	35,03	38,34	0,38	0,62	0,09	0,91
GAR & B - S.R.L.	213.326	440.316	165.444	274.872	341.510	98.806	0,46	2,06	0,38	0,62	0,78	0,22
GERLA 1927 S.R.L.	207.072	3.783.878	2.513.539	1.270.339	2.526.900	1.256.978	6,07	18,27	0,66	0,34	0,67	0,33
GOOD FOOD S.R.L.	183.440	5.034.508	1.885.900	3.148.608	2.044.159	2.990.349	16,30	27,44	0,37	0,63	0,41	0,59
GR SRL	17.515.942	3.378.819	2.970.624	408.195	2.746.859	631.960	0,04	0,19	0,88	0,12	0,81	0,19
HANA DUOMO SRL	76.266	446.999	428.215	18.784	369.432	77.567	1,02	5,86	0,96	0,04	0,83	0,17
KELLYDELI S.R.L.	1.803.980	8.957.664	8.515.857	441.807	6.638.008	2.319.656	1,29	4,97	0,95	0,05	0,74	0,26
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	130.495	719.760	425.262	294.498	388.429	331.331	2,54	5,52	0,59	0,41	0,54	0,46
LA VACHERIE S.R.L.	21.030	190.052	161.947	28.105	164.985	25.067	1,19	9,04	0,85	0,15	0,87	0,13
LADF S.R.L.	9.051	22.469	20.895	1.574	22.469	-	-	2,48	0,93	0,07	1,00	-
LE FAVAGLIE S.R.L.	486.723	1.133.137	920.456	212.681	858.217	274.920	0,56	2,33	0,81	0,19	0,76	0,24
LEALTA' S.R.L.	18.599	124.705	109.737	14.968	82.284	42.421	2,28	6,70	0,88	0,12	0,66	0,34
MANGIA BEN S.R.L.	3.501.529	60.901	60.901	-	59.901	1.000	0,00	0,02	1,00	-	0,98	0,02
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	4.570.907	1.991.431	1.927.013	64.418	1.989.170	2.261	0,00	0,44	0,97	0,03	1,00	0,00
N.E.T. S.R.L.	121.138	8.677.251	2.658.173	6.019.078	2.868.329	5.808.922	47,95	71,63	0,31	0,69	0,33	0,67
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	166.972	127.194	101.965	25.229	105.114	22.080	0,13	0,76	0,80	0,20	0,83	0,17
PONTACCIO S.R.L.	387.591	1.396.545	1.220.673	175.872	862.327	534.218	1,38	3,60	0,87	0,13	0,62	0,38
PROWINE S.R.L.	11.476	230.991	181.042	49.949	125.365	105.626	9,20	20,13	0,78	0,22	0,54	0,46
RISORGIMENTO S.R.L.	200.000	8.315.400	1.316.949	6.998.451	1.345.818	6.969.582	34,85	41,58	0,16	0,84	0,16	0,84
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	48.299	372.010	107.087	264.923	48.415	323.595	6,70	7,70	0,29	0,71	0,13	0,87
RISTORANTE DEL FINO S.R.L.	155.172	6.176	6.176	-	6.176	-	-	0,04	1,00	-	1,00	-
SCOTTERIA S.R.L.	87.228	1.395.839	1.036.245	359.594	392.614	1.003.225	11,50	16,00	0,74	0,26	0,28	0,72
SIAL S.R.L.	892.021	4.670.659	2.399.291	2.271.368	2.640.419	2.030.240	2,28	5,24	0,51	0,49	0,57	0,43
SOUL KITCHEN S.R.L.	12.213	86.123	86.123	-	85.505	618	0,05	7,05	1,00	-	0,99	0,01
SPA GROANE S.R.L.	1.879.491	5.861.707	1.913.966	3.947.741	1.467.766	4.393.941	2,34	3,12	0,33	0,67	0,25	0,75
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	3.407	458.088	401.637	56.451	273.397	184.691	54,21	134,45	0,88	0,12	0,60	0,40
TERRA FELIX S.R.L.	7.676.464	2.795.892	2.476.822	319.070	2.359.420	436.472	0,06	0,36	0,89	0,11	0,84	0,16
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	473.455	37.073	37.073	-	37.073	-	-	0,08	1,00	-	1,00	-
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	992.116	4.448.392	3.224.295	1.224.097	3.207.220	1.241.172	1,25	4,48	0,72	0,28	0,72	0,28
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	1.439.040	6.151.417	3.648.244	2.503.173	3.031.216	3.120.201	2,17	4,27	0,59	0,41	0,49	0,51

Appendice W: Indebitamento hotel 2018

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB A LUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
A B C - S.R.L.	7.034.761	2.746.989	2.090.574	656.415	2.036.455	710.534	0,10	0,39	0,76	0,24	0,74	0,26
AC HOTEL MILANO - S.R.L	4.901.942	29.775.537	1.450.464	28.325.073	1.351.058	28.424.479	5,80	6,07	0,05	0,95	0,05	0,95
AMONTI S.R.L.	8.556.484	19.793.974	8.888.595	10.905.379	8.789.483	11.004.491	1,29	2,31	0,45	0,55	0,44	0,56
BRUNO GROUP S.R.L.	575.444	2.604.758	2.297.932	306.826	1.168.590	1.436.168	2,50	4,53	0,88	0,12	0,45	0,55
CA' ALVISE S.R.L.	526.586	1.175.918	286.447	889.471	366.747	809.171	1,54	2,23	0,24	0,76	0,31	0,69
CARLINA S.R.L.	12.751.233	24.214.131	2.641.354	21.572.777	1.809.525	22.404.606	1,76	1,90	0,11	0,89	0,07	0,93
CEMADIS S.R.L.	8.005.114	11.987.698	7.507.987	4.479.711	4.462.877	7.524.821	0,94	1,50	0,63	0,37	0,37	0,63
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	46.349	79.707	77.973	1.734	42.873	36.834	0,79	1,72	0,98	0,02	0,54	0,46
DANTE S.R.L.	8.976.581	7.631.316	3.319.353	4.311.963	471.586	7.159.730	0,80	0,85	0,43	0,57	0,06	0,94
DELTA B&B S.R.L.	2.093.765	4.561.033	791.125	3.769.908	927.594	3.633.439	1,74	2,18	0,17	0,83	0,20	0,80
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	3.607.000	5.494.000	5.034.000	460.000	4.491.000	1.003.000	0,28	1,52	0,92	0,08	0,82	0,18
EUROSSOLA S.R.L.	267.316	1.434.063	259.793	1.174.270	177.690	1.256.373	4,70	5,36	0,18	0,82	0,12	0,88
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	731.869	2.573.431	620.352	1.953.079	418.995	2.154.436	2,94	3,52	0,24	0,76	0,16	0,84
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	975.440	4.214.989	2.554.124	1.660.865	3.310.741	904.248	0,93	4,32	0,61	0,39	0,79	0,21
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	4.438.093	3.192.261	3.043.546	148.715	2.559.987	632.274	0,14	0,72	0,95	0,05	0,80	0,20
FLAVIA S.R.L.	1.913.342	3.714.534	1.539.661	2.174.873	189.118	3.525.416	1,84	1,94	0,41	0,59	0,05	0,95
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	35.443.335	10.344.367	8.590.967	1.753.400	7.985.902	2.358.465	0,07	0,29	0,83	0,17	0,77	0,23
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	23.037.089	40.517.421	11.175.259	29.342.162	9.580.160	30.937.261	1,34	1,76	0,28	0,72	0,24	0,76
GARDENA HOTELS S.R.L.	12.068.693	9.517.135	4.153.530	5.363.605	2.885.658	6.631.477	0,55	0,79	0,44	0,56	0,30	0,70
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	23.784.643	119.861.602	119.635.706	225.896	6.900.532	112.961.070	4,75	5,04	1,00	0,00	0,06	0,94
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	11.295.723	7.961.970	4.712.661	3.249.309	2.861.325	5.100.645	0,45	0,70	0,59	0,41	0,36	0,64
HOTEL LA PERLA S.R.L.	12.493.421	6.560.122	2.078.374	4.481.748	2.686.599	3.873.523	0,31	0,53	0,32	0,68	0,41	0,59
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	872.107	3.064.326	1.183.101	1.881.225	1.127.442	1.936.884	2,22	3,51	0,39	0,61	0,37	0,63
HOTEL PALACE S.R.L.	11.654.064	17.479.608	2.091.351	15.388.257	1.645.380	15.834.228	1,36	1,50	0,12	0,88	0,09	0,91
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	6.670.856	5.497.989	1.466.479	4.031.510	1.562.709	3.935.280	0,59	0,82	0,27	0,73	0,28	0,72
HOTEL PREIDLHOF SRL	1.164.855	10.524.846	4.682.999	5.841.847	1.060.374	9.464.472	8,13	9,04	0,44	0,56	0,10	0,90
HOTEL PROKULUS GMBH	6.810.554	7.658.473	2.646.151	5.012.322	844.466	6.814.007	1,00	1,12	0,35	0,65	0,11	0,89
HOTEL QUELLE SRL	4.507.110	9.975.151	4.564.770	5.410.381	1.350.895	8.624.256	1,91	2,21	0,46	0,54	0,14	0,86
HOTEL SONNENHOF SRL	5.756.196	6.051.266	1.188.278	4.862.988	739.329	5.311.937	0,92	1,05	0,20	0,80	0,12	0,88
HOTEL SPINALE S.R.L.	8.467.727	10.440.395	5.175.017	5.265.378	4.847.499	5.592.896	0,66	1,23	0,50	0,50	0,46	0,54
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	2.284.879	2.524.216	587.406	1.936.810	1.200.907	1.323.309	0,58	1,10	0,23	0,77	0,48	0,52
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	50.703	95.416	56.990	38.426	95.416	-	-	1,88	0,60	0,40	1,00	-
HOTEL WEINEGG S.R.L.	1.686.991	22.239.456	4.333.943	17.905.513	2.429.402	19.810.054	11,74	13,18	0,19	0,81	0,11	0,89
JOIA S.R.L.	48.552	197.186	68.317	128.869	76.109	121.077	2,49	4,06	0,35	0,65	0,39	0,61
LE ALBERE HOTEL SRL	6.521.344	12.021.668	789.276	11.232.392	561.668	11.460.000	1,76	1,84	0,07	0,93	0,05	0,95
LIGURSARDA S.R.L.	13.826.927	13.624.908	3.638.320	9.986.588	973.738	12.651.170	0,91	0,99	0,27	0,73	0,07	0,93
M.S.G.M. - S.R.L.	13.184.914	864.222	456.722	407.500	864.222	-	-	0,07	0,53	0,47	1,00	-
MA.RE. S.R.L.	51.163	29.048	25.967	3.081	20.293	8.755	0,17	0,57	0,89	0,11	0,70	0,30
PADOVA 2005 S.R.L.	113.922	4.155.692	4.149.494	6.198	244.345	3.911.347	34,33	36,48	1,00	0,00	0,06	0,94
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	79.512.747	49.032.432	26.039.561	22.992.871	5.951.999	43.080.433	0,54	0,62	0,53	0,47	0,12	0,88
PRESTIGE S.R.L.	26.971.960	37.276.072	4.201.926	33.074.146	5.721.794	31.554.278	1,17	1,38	0,11	0,89	0,15	0,85
QUELLENHOF SRL	31.631.341	9.735.982	4.855.474	4.880.508	5.396.095	4.339.887	0,14	0,31	0,50	0,50	0,55	0,45
RADIOGAGA S.R.L.	1.589.049	5.789.951	5.789.951	-	245.806	5.544.145	3,49	3,64	1,00	-	0,04	0,96
RAINBOW S.R.L.	889.001	1.264.296	1.261.782	2.514	52.807	1.211.489	1,36	1,42	1,00	0,00	0,04	0,96
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	3.404.847	4.770.846	3.225.238	1.545.608	2.214.568	2.556.278	0,75	1,40	0,68	0,32	0,46	0,54
RE BLU THREE S.R.L.	61.693	3.552.319	684.878	2.867.441	526.899	3.025.420	49,04	57,58	0,19	0,81	0,15	0,85
REGINA HOTEL S.R.L.	2.052.111	2.971.219	2.459.369	511.850	1.342.915	1.628.304	0,79	1,45	0,83	0,17	0,45	0,55
RESIDENCE MIRABELL SRL	4.722.375	14.419.430	9.778.505	4.640.925	1.680.289	12.739.141	2,70	3,05	0,68	0,32	0,12	0,88
SAN MOISE' S.R.L.	271.269	384.876	305.994	78.882	384.876	-	-	1,42	0,80	0,20	1,00	-
SAVOY S.R.L.	15.783.610	10.002.944	4.030.318	5.972.626	1.253.530	8.749.414	0,55	0,63	0,40	0,60	0,13	0,87
TERME IONICHE S.R.L.	2.149.274	11.494.848	1.363.130	10.131.718	407.190	11.087.658	5,16	5,35	0,12	0,88	0,04	0,96
TERME MIRAMONTI S.R.L.	980.988	10.163.414	3.009.113	7.154.301	2.993.757	7.169.657	7,31	10,36	0,30	0,70	0,29	0,71
THE HOSTEL S.R.L.	11.978	47.412	47.412	-	44.412	3.000	0,25	3,96	1,00	-	0,94	0,06
VAEL S.R.L.	15.000	525.412	438.416	86.996	344.751	180.661	12,04	35,03	0,83	0,17	0,66	0,34
VILLA AMINTA S.R.L.	4.989.749	12.772.635	1.430.760	11.341.875	694.414	12.078.221	2,42	2,56	0,11	0,89	0,05	0,95

Appendice X: Indebitamento ristoranti 2019

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB ALUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	6.060.712	6.243.464	3.660.878	2.582.586	2.227.017	4.016.447	0,66	1,03	0,59	0,41	0,36	0,64
AORIS S.R.L.	499.021	147.545	139.615	7.930	11.545	136.000	0,27	0,30	0,95	0,05	0,08	0,92
ARI S.R.L.	22.686	182.329	47.950	134.379	124.155	58.174	2,56	8,04	0,26	0,74	0,68	0,32
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	2.023.018	5.175.475	3.992.239	1.183.236	3.483.002	1.692.473	0,84	2,56	0,77	0,23	0,67	0,33
BELVEDERE S.R.L.	35.554	308.074	269.011	39.063	266.231	41.843	1,18	8,66	0,87	0,13	0,86	0,14
BERBERE' S.R.L.	836.784	5.983.543	2.723.499	3.260.044	2.789.248	3.194.295	3,82	7,15	0,46	0,54	0,47	0,53
BLUES PUB S.R.L.	61.082	200.658	125.794	74.864	200.430	228	0,00	3,29	0,63	0,37	1,00	0,00
C&P S.R.L.	10.012.581	4.412.863	1.862.038	2.550.825	167.269	4.245.594	0,42	0,44	0,42	0,58	0,04	0,96
CARIBE S.R.L.	813.765	5.492.399	3.146.904	2.345.495	3.049.559	2.442.840	3,00	6,75	0,57	0,43	0,56	0,44
CASTELLO DI PAVONE SRL	10.603	1.379.945	671.994	707.951	540.583	839.362	79,16	130,15	0,49	0,51	0,39	0,61
CIPRIANI SRL	651.218	11.061.860	7.526.630	3.535.230	9.007.498	2.054.362	3,15	16,99	0,68	0,32	0,81	0,19
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	1.243.363	5.325.507	4.039.914	1.285.593	1.096.439	4.229.068	3,40	4,28	0,76	0,24	0,21	0,79
DA PING S.R.L.	3.629.229	6.987.770	4.819.263	2.168.507	4.115.838	2.871.932	0,79	1,93	0,69	0,31	0,59	0,41
DE GASPERI S.R.L.	1.573.904	8.018.235	3.582.384	4.435.851	5.137.416	2.880.819	1,83	5,09	0,45	0,55	0,64	0,36
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL.	704.375	3.581.709	1.881.290	1.700.419	1.851.024	1.730.685	2,46	5,08	0,53	0,47	0,52	0,48
DOGISE S.R.L.	1.317.739	3.780.104	1.955.679	1.824.425	2.282.896	1.497.208	1,14	2,87	0,52	0,48	0,60	0,40
DON CHISCIOTTE S.R.L.	439.612	110.117	47.923	62.194	48.217	61.900	0,14	0,25	0,44	0,56	0,44	0,56
E&C FOODS S.R.L.	1.325.036	730.685	471.079	259.606	307.831	422.854	0,32	0,55	0,64	0,36	0,42	0,58
EMMECI S.R.L.	4.332	172.364	165.295	7.069	165.295	7.069	1,63	39,79	0,96	0,04	0,96	0,04
EMSIDI S.R.L.	5.813.368	4.096.230	3.410.728	685.502	3.088.756	1.007.474	0,17	0,70	0,83	0,17	0,75	0,25
EREDI' BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	36.104	55.752	55.482	270	48.789	6.963	0,19	1,54	1,00	0,00	0,88	0,12
ER.DE GROUP S.R.L.	2.047.092	12.200.121	11.142.184	1.057.937	10.706.619	1.493.502	0,73	5,96	0,91	0,09	0,88	0,12
FICO S.R.L.	- 1.950.076	12.135.413	11.904.567	230.846	10.346.567	1.788.846	- 0,92	- 6,22	0,98	0,02	0,85	0,15
FLUNCH ITALIA S.R.L.	1.503.794	6.819.564	5.263.017	1.556.547	3.296.097	3.613.467	2,40	4,53	0,77	0,23	0,47	0,53
FOB S.R.L.	161.782	335.350	328.383	6.967	168.263	167.087	1,03	2,07	0,98	0,02	0,50	0,50
FREEDOM S.R.L.	550.381	15.989.119	6.014.180	9.974.939	2.107.956	13.881.163	25,22	29,05	0,38	0,62	0,13	0,87
G.A.R. & B. - S.R.L.	250.192	437.883	186.107	251.776	382.844	55.039	0,22	1,75	0,43	0,57	0,87	0,13
GERLA 1927 S.R.L.	269.024	3.717.320	2.129.450	1.587.870	2.343.837	1.373.483	5,11	13,82	0,57	0,43	0,63	0,37
GOOD FOOD S.R.L.	369.648	4.165.273	1.743.814	2.421.459	2.320.680	1.844.593	4,99	11,27	0,42	0,58	0,56	0,44
GR SRL	19.662.252	2.198.505	1.920.284	278.621	2.118.109	80.796	0,00	0,11	0,87	0,13	0,96	0,04
HANA DUOMO SRL	79.966	355.439	134.666	220.773	256.341	99.098	1,24	4,44	0,38	0,62	0,72	0,28
KELLYDELI S.R.L.	1.734.354	8.908.434	8.436.742	471.692	6.853.636	2.054.798	1,18	5,14	0,95	0,05	0,77	0,23
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	153.586	616.539	336.760	279.779	432.987	183.552	1,20	4,01	0,55	0,45	0,70	0,30
LA VACHERIE S.R.L.	23.965	214.442	177.799	36.643	186.183	28.259	1,18	8,95	0,83	0,17	0,87	0,13
LADF S.R.L.	19.572	22.304	19.956	2.348	20.162	2.142	0,11	1,14	0,89	0,11	0,90	0,10
LE FAVAGLIE S.R.L.	689.988	979.765	739.391	240.374	623.007	356.758	0,52	1,42	0,75	0,25	0,64	0,36
LEALTA' S.R.L.	23.785	104.718	91.416	13.302	75.530	29.188	1,23	4,40	0,87	0,13	0,72	0,28
MANGIA BEN S.R.L.	3.500.317	60.524	-	59.524	1.000	0,00	0,02	1,00	-	-	0,98	0,02
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	15.500.084	4.149.710	2.890.602	1.259.108	3.088.564	1.061.146	0,07	0,27	0,70	0,30	0,74	0,26
N.E.T. S.R.L.	141.608	8.561.540	2.611.130	5.950.410	3.032.102	5.529.438	39,05	60,46	0,30	0,70	0,35	0,65
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	273.906	135.900	110.075	25.825	126.980	8.920	0,03	0,50	0,81	0,19	0,93	0,07
PUNTACCIO S.R.L.	176.795	1.542.896	1.410.674	132.222	603.076	939.820	5,32	8,73	0,91	0,09	0,39	0,61
PROWINE S.R.L.	18.991	249.758	243.196	6.562	131.950	117.808	6,20	13,15	0,97	0,03	0,53	0,47
RISORGIMENTO S.R.L.	200.000	7.547.451	1.865.166	5.682.285	1.884.441	5.663.010	28,32	37,74	0,25	0,75	0,25	0,75
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	65.273	350.166	107.066	243.100	106.364	243.802	3,74	5,36	0,31	0,69	0,30	0,70
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	159.409	4.541	4.541	-	4.541	-	-	0,03	1,00	-	1,00	-
SCOTTERIA S.R.L.	89.332	993.252	808.211	185.041	237.918	755.334	8,46	11,12	0,81	0,19	0,24	0,76
SIAL S.R.L.	1.030.536	5.260.946	2.792.929	2.468.017	3.065.778	2.195.168	2,13	5,11	0,53	0,47	0,58	0,42
SOUL KITCHEN S.R.L.	10.990	87.488	87.488	-	86.786	702	0,06	7,96	1,00	-	0,99	0,01
SPA GROANE S.R.L.	1.835.709	5.206.648	1.655.123	3.551.525	1.182.193	4.024.455	2,19	2,84	0,32	0,68	0,23	0,77
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	31.901	461.615	401.532	60.083	310.855	150.760	4,73	14,47	0,87	0,13	0,67	0,33
TERRA FELIX S.R.L.	8.301.467	2.942.222	2.637.216	305.006	2.714.559	227.663	0,03	0,35	0,90	0,10	0,92	0,08
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	467.083	1.513	1.513	-	1.513	-	-	0,00	1,00	-	1,00	-
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	1.287.677	4.419.741	3.334.358	1.085.383	3.505.008	914.733	0,71	3,43	0,75	0,25	0,79	0,21
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	2.417.955	4.988.260	3.197.714	1.790.546	2.961.285	2.026.975	0,84	2,06	0,64	0,36	0,59	0,41

Appendice Y: Indebitamento hotel 2019

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB A LUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
A B C - S.R.L.	9.769.271	571.058	380.120	190.938	417.212	153.846	0,02	0,06	0,67	0,33	0,73	0,27
AC HOTEL MILANO - S.R.L	3.961.355	24.350.847	2.491.581	21.859.266	1.670.756	22.680.091	5,73	6,15	0,10	0,90	0,07	0,93
AMONTI S.R.L.	11.075.924	11.004.411	4.924.568	6.079.843	4.834.467	6.169.944	0,56	0,99	0,45	0,55	0,44	0,56
BRUNO GROUP S.R.L.	362.017	2.977.662	1.308.124	1.669.538	1.157.967	1.819.695	5,03	8,23	0,44	0,56	0,39	0,61
CA' ALVISE S.R.L.	424.919	909.473	208.435	701.038	293.515	615.958	1,45	2,14	0,23	0,77	0,32	0,68
CARLINA S.R.L.	13.316.184	23.598.268	2.836.003	20.762.265	1.990.442	21.607.826	1,62	1,77	0,12	0,88	0,08	0,92
CEMADIS S.R.L.	8.131.793	11.761.916	5.838.935	5.922.981	5.718.825	6.043.091	0,74	1,45	0,50	0,50	0,49	0,51
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	43.862	59.416	59.416	-	39.538	19.878	0,45	1,35	1,00	-	0,67	0,33
DANTE S.R.L.	9.048.986	7.702.475	3.798.530	3.903.945	440.660	7.261.815	0,80	0,85	0,49	0,51	0,06	0,94
DELTA B&B S.R.L.	2.212.018	5.512.242	765.979	4.746.263	913.620	4.598.622	2,08	2,49	0,14	0,86	0,17	0,83
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	3.931.312	5.220.978	4.696.986	523.992	4.114.441	1.106.537	0,28	1,33	0,90	0,10	0,79	0,21
EUROSSOLA S.R.L.	322.211	1.510.643	411.878	1.098.765	357.926	1.152.717	3,58	4,69	0,27	0,73	0,24	0,76
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	869.343	2.454.276	703.226	1.751.050	452.117	2.002.159	2,30	2,82	0,29	0,71	0,18	0,82
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	1.156.237	4.761.744	2.325.262	2.436.482	3.004.252	1.757.492	1,52	4,12	0,49	0,51	0,63	0,37
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	1.499.222	7.073.594	6.858.889	214.705	6.981.587	92.007	0,06	4,72	0,97	0,03	0,99	0,01
FLAVIA S.R.L.	2.085.809	3.505.426	1.612.197	1.893.229	193.519	3.311.907	1,59	1,68	0,46	0,54	0,06	0,94
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	34.962.012	12.181.696	10.545.758	1.635.938	9.163.827	3.017.869	0,09	0,35	0,87	0,13	0,75	0,25
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	25.920.533	39.584.597	13.635.071	25.949.526	10.005.726	29.578.871	1,14	1,53	0,34	0,66	0,25	0,75
GARDENA HOTELS S.R.L.	12.681.940	8.931.185	3.844.128	5.087.057	3.014.465	5.916.720	0,47	0,70	0,43	0,57	0,34	0,66
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	24.237.391	116.260.930	116.070.800	190.130	7.070.723	109.190.207	4,51	4,80	1,00	0,00	0,06	0,94
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	12.067.967	6.646.154	6.458.737	187.417	2.702.228	3.943.926	0,33	0,55	0,97	0,03	0,41	0,59
HOTEL LA PERLA S.R.L.	13.156.929	6.832.596	3.449.233	3.383.363	3.166.367	3.666.229	0,28	0,52	0,50	0,50	0,46	0,54
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	10.142	4.274.975	1.146.096	3.128.879	1.320.856	2.954.119	291,28	421,51	0,27	0,73	0,31	0,69
HOTEL PALACE S.R.L.	12.312.029	15.666.916	1.424.676	14.242.240	1.671.182	13.995.734	1,14	1,27	0,09	0,91	0,11	0,89
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	7.181.752	5.268.386	1.432.401	3.835.985	1.383.461	3.884.925	0,54	0,73	0,27	0,73	0,26	0,74
HOTEL PREIDLHOF SRL	1.451.581	9.815.868	1.182.465	8.633.403	1.002.850	8.813.018	6,07	6,76	0,12	0,88	0,10	0,90
HOTEL PROKULUS GMBH	8.540.053	4.461.398	1.700.769	2.760.629	942.188	3.519.210	0,41	0,52	0,38	0,62	0,21	0,79
HOTEL QUELLE SRL	5.120.435	9.081.186	2.397.517	6.683.669	1.404.296	7.676.890	1,50	1,77	0,26	0,74	0,15	0,85
HOTEL SONNENHOF SRL	7.235.555	6.300.651	1.898.394	4.402.257	1.454.231	4.846.420	0,67	0,87	0,30	0,70	0,23	0,77
HOTEL SPINALE S.R.L.	8.952.984	11.055.757	5.766.861	6.088.896	5.347.091	6.508.666	0,73	1,32	0,49	0,51	0,45	0,55
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	2.323.975	3.065.021	703.938	2.361.083	1.041.711	2.023.310	0,87	1,32	0,23	0,77	0,34	0,66
HOTEL VILLA BUNERA S.R.L.	58.300	113.617	74.494	39.123	113.617	-	-	1,95	0,66	0,34	1,00	-
HÖTEL WEINEGG S.R.L.	1.270.874	20.569.033	3.509.606	17.059.427	1.651.995	18.917.038	14,89	16,18	0,17	0,83	0,08	0,92
IOIA S.R.L.	24.642	206.268	100.697	105.571	109.981	96.287	3,91	8,37	0,49	0,51	0,53	0,47
LE ALBERE HOTEL SRL	17.993.273	507.872	447.093	60.779	507.872	-	-	0,03	0,88	0,12	1,00	-
LIGURSARDA S.R.L.	14.019.471	12.120.139	3.176.458	8.943.681	920.581	11.199.558	0,80	0,86	0,26	0,74	0,08	0,92
M.S.G.M. - S.R.L.	13.152.200	940.509	526.104	414.405	940.509	-	-	0,07	0,56	0,44	1,00	-
MA RE. S.R.L.	38.050	54.285	49.172	5.113	30.088	24.197	0,64	1,43	0,91	0,09	0,55	0,45
PADOVA 2005 S.R.L.	138.353	4.078.670	4.069.800	8.870	167.323	3.911.347	28,27	29,48	1,00	0,00	0,04	0,96
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	80.085.750	54.876.362	38.747.132	16.129.230	7.236.038	47.640.324	0,59	0,69	0,71	0,29	0,13	0,87
PRESTIGE S.R.L.	26.830.559	36.310.030	3.635.348	32.674.682	5.770.636	30.539.394	1,14	1,35	0,10	0,90	0,16	0,84
QUELLENHOF SRL	33.720.239	13.470.033	5.239.049	8.230.984	5.577.058	7.892.975	0,23	0,40	0,39	0,61	0,41	0,59
RADIOGAGA S.R.L.	1.487.244	5.602.917	546.827	5.056.090	419.844	5.183.073	3,49	3,77	0,10	0,90	0,07	0,93
RAINBOW S.R.L.	768.112	3.262.905	2.364.949	897.956	281.683	2.981.222	3,88	4,25	0,72	0,28	0,09	0,91
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	3.623.953	6.839.815	3.786.275	3.053.540	3.118.540	3.721.275	1,03	1,89	0,55	0,45	0,46	0,54
RE BLU THREE S.R.L.	99.980	3.354.332	649.009	2.705.323	486.972	2.867.360	28,68	33,55	0,19	0,81	0,15	0,85
REGINA HOTEL S.R.L.	2.054.524	2.530.021	2.192.359	337.662	1.289.534	1.240.487	0,60	1,23	0,87	0,13	0,51	0,49
RESIDENCE MIRABELL SRL	7.607.760	12.129.256	6.805.818	5.323.438	2.382.281	9.746.975	1,28	1,59	0,56	0,44	0,20	0,80
SAN MOISE' S.R.L.	272.029	295.149	233.125	62.024	295.149	-	-	1,08	0,79	0,21	1,00	-
SAVOY S.R.L.	17.211.800	9.960.332	3.360.012	6.600.320	1.487.719	8.472.613	0,49	0,58	0,34	0,66	0,15	0,85
TERME IONICHE S.R.L.	1.188.316	11.649.262	11.567.229	82.033	10.378.138	1.271.124	1,07	9,80	0,99	0,01	0,89	0,11
TERME MIRAMONTI S.R.L.	1.236.582	9.454.436	2.861.491	6.592.945	2.571.529	6.882.907	5,57	7,65	0,30	0,70	0,27	0,73
THE HOSTEL S.R.L.	17.098	92.205	92.205	-	89.205	3.000	0,18	5,39	1,00	-	0,97	0,03
VAEL S.R.L.	21.587	528.134	436.766	91.368	287.103	241.031	11,17	24,47	0,83	0,17	0,54	0,46
VILLA AMINTA S.R.L.	5.134.086	12.179.166	1.686.064	10.493.122	981.318	11.197.868	2,18	2,37	0,14	0,86	0,08	0,92

Appendice Z: Indebitamento ristoranti 2020

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB A LUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	5.065.996	7.851.070	2.625.286	5.225.784	2.925.045	4.926.025	0,97	1,55	0,33	0,67	0,37	0,63
AORIS S.R.L.	511.088	149.538	142.676	6.862	13.538	136.000	0,27	0,29	0,95	0,05	0,09	0,91
ARI S.R.L.	- 45.152	207.437	53.661	153.776	125.290	82.147	- 1,82	- 4,59	0,26	0,74	0,60	0,40
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	2.154.642	5.420.597	4.463.291	957.306	3.141.477	2.279.120	1,06	2,52	0,82	0,18	0,58	0,42
BELVEDERE S.R.L.	- 184.906	368.892	208.528	160.364	248.564	120.328	- 0,65	- 2,00	0,57	0,43	0,67	0,33
BERBERE' S.R.L.	5.117.402	7.889.262	2.678.461	5.210.801	3.010.240	4.879.022	0,95	1,54	0,34	0,66	0,38	0,62
BLUES PUB S.R.L.	12.377	215.642	87.939	127.703	165.642	50.000	4,04	17,42	0,41	0,59	0,77	0,23
C&P S.R.L.	9.713.901	8.567.230	7.651.924	915.314	107.845	8.459.393	0,87	0,88	0,89	0,11	0,01	0,99
CARIBE S.R.L.	981.313	5.858.869	1.797.836	4.061.033	2.359.943	3.498.926	3,57	5,97	0,31	0,69	0,40	0,60
CASTELLO DI PAVONE SRL	15.722	1.455.581	389.186	1.066.395	414.458	1.041.123	66,22	92,58	0,27	0,73	0,28	0,72
CIPRIANI SRL	39.923	12.151.875	7.562.305	4.589.570	10.199.268	1.952.607	48,91	304,38	0,62	0,38	0,84	0,16
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	722.149	10.274.437	5.544.501	4.729.936	1.237.791	9.036.646	11,70	13,31	0,54	0,46	0,12	0,88
DA PINO S.R.L.	3.792.943	8.438.434	3.843.399	4.595.035	3.226.027	5.212.407	1,37	2,22	0,46	0,54	0,38	0,62
DE GASPERI S.R.L.	1.585.947	8.865.579	2.895.621	5.969.958	4.624.002	4.241.577	2,67	5,59	0,33	0,67	0,52	0,48
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	994.998	3.851.185	985.814	2.865.371	1.445.919	2.405.266	2,42	3,87	0,26	0,74	0,38	0,62
DOGISE S.R.L.	1.833.826	3.408.114	2.061.181	1.346.933	2.145.966	1.262.148	0,69	1,86	0,60	0,40	0,63	0,37
DON CHISCIOTTE S.R.L.	425.376	107.706	29.426	78.280	30.668	77.038	0,18	0,25	0,27	0,73	0,28	0,72
E&C FOODS S.R.L.	- 462.156	862.857	438.511	424.346	312.912	549.945	- 1,19	- 1,87	0,51	0,49	0,36	0,64
EMMECI S.R.L.	- 13.635	276.327	246.327	30.000	226.327	50.000	- 3,67	- 20,27	0,89	0,11	0,82	0,18
EMSIDI S.R.L.	8.691.429	2.780.931	2.314.310	466.621	2.213.469	567.462	0,07	0,32	0,83	0,17	0,80	0,20
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	31.315	42.501	41.000	1.501	39.891	2.610	0,08	1,36	0,96	0,04	0,94	0,06
F&DE GROUP S.R.L.	5.996.212	21.886.065	11.370.016	10.516.049	7.271.271	14.614.794	2,44	3,65	0,52	0,48	0,33	0,67
FICO S.R.L.	- 3.424.230	15.796.367	9.173.459	6.622.928	9.444.361	6.352.026	- 1,86	- 4,61	0,58	0,42	0,60	0,40
FLUNCH ITALIA S.R.L.	- 1.718.152	8.878.065	5.301.281	3.576.784	2.712.251	6.165.814	- 3,59	- 5,17	0,60	0,40	0,31	0,69
FOB S.R.L.	151.948	353.597	324.860	28.737	143.945	209.652	1,38	2,33	0,92	0,08	0,41	0,59
FREEDOM S.R.L.	611.820	15.053.051	6.070.254	8.982.797	928.760	14.124.291	23,09	24,60	0,40	0,60	0,06	0,94
GAR & B - S.R.L.	318.578	465.727	153.507	312.220	379.035	86.692	0,27	1,46	0,33	0,67	0,81	0,19
GERLA 1927 S.R.L.	1.337.092	4.280.130	1.927.348	2.352.782	2.196.577	2.083.553	1,56	3,20	0,45	0,55	0,51	0,49
GOOD FOOD S.R.L.	280.073	3.985.842	1.413.536	2.572.306	2.053.832	1.932.010	6,90	14,23	0,35	0,65	0,52	0,48
GR SRL	18.692.976	2.815.964	2.535.448	280.516	2.714.639	101.325	0,01	0,15	0,90	0,10	0,96	0,04
HANA DUOMO SRL	48.394	360.472	141.426	219.046	273.979	86.493	1,79	7,45	0,39	0,61	0,76	0,24
KELLYDELI S.R.L.	- 50.528	174.360	61.474	112.886	55.738	118.622	- 2,35	- 3,45	0,35	0,65	0,32	0,68
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	3.542.649	21.685	1.030	20.655	20.685	1.000	0,00	0,01	0,05	0,95	0,95	0,05
LA VACHERIE S.R.L.	124.352	718.575	264.077	454.498	372.134	346.441	2,79	5,78	0,37	0,63	0,52	0,48
LADF S.R.L.	- 46.714	286.468	127.718	158.750	107.510	178.958	- 3,83	- 6,13	0,45	0,55	0,38	0,62
LE FAVAGLIE S.R.L.	21.483	21.600	19.073	2.527	21.374	226	0,01	1,01	0,88	0,12	0,99	0,01
LEALTA' S.R.L.	90.529	1.574.212	1.313.294	260.918	572.284	1.001.928	11,07	17,39	0,83	0,17	0,36	0,64
MANGIA BEN S.R.L.	20.316	228.639	94.923	133.716	66.289	162.350	7,99	11,25	0,42	0,58	0,29	0,71
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	9.454.661	13.424.964	6.489.859	6.935.105	3.245.690	10.179.274	1,08	1,42	0,48	0,52	0,24	0,76
N.E.T. S.R.L.	131.914	8.663.343	2.537.821	6.125.522	2.603.920	6.059.423	45,93	65,67	0,29	0,71	0,30	0,70
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	295.929	70.466	47.805	22.661	70.037	429	0,00	0,24	0,68	0,32	0,99	0,01
PONTACCIO S.R.L.	174.785	1.073.201	941.915	131.286	379.058	694.143	3,97	6,14	0,88	0,12	0,35	0,65
PROWINE S.R.L.	20.316	228.639	94.923	133.716	66.289	162.350	7,99	11,25	0,42	0,58	0,29	0,71
RISORGIMENTO S.R.L.	200.000	6.610.257	1.820.984	4.789.273	2.070.753	4.539.504	22,70	33,05	0,28	0,72	0,31	0,69
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	208.142	357.750	90.225	267.525	95.586	262.164	1,26	1,72	0,25	0,75	0,27	0,73
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	254.431	4.472	4.472	-	4.472	-	-	0,02	1,00	-	1,00	-
SCOTTERIA S.R.L.	89.826	875.726	687.266	188.460	220.233	655.493	7,30	9,75	0,78	0,22	0,25	0,75
SIAL S.R.L.	1.060.823	5.808.795	2.557.332	3.251.463	2.730.541	3.078.254	2,90	5,48	0,44	0,56	0,47	0,53
SOUL KITCHEN S.R.L.	- 61.943	86.988	86.988	-	86.455	533	- 0,01	- 1,40	1,00	-	0,99	0,01
SPA GROANE S.R.L.	1.643.272	5.451.940	633.828	4.818.112	388.484	5.063.456	3,08	3,32	0,12	0,88	0,07	0,93
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	30.008	455.721	405.536	50.185	270.856	184.865	6,16	15,19	0,89	0,11	0,59	0,41
TERRA FELIX S.R.L.	7.997.039	2.144.657	1.932.158	212.499	1.556.965	587.692	0,07	0,27	0,90	0,10	0,73	0,27
TOFFEZ F&B ITALIA S.R.L.	463.155	3.013	3.013	-	3.013	-	-	0,01	1,00	-	1,00	-
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	1.220.610	4.845.301	1.512.631	3.332.670	1.961.969	2.883.332	2,36	3,97	0,31	0,69	0,40	0,60
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	2.886.564	5.612.234	2.324.921	3.287.313	2.724.682	2.887.552	1,00	1,94	0,41	0,59	0,49	0,51

Appendice AA: Indebitamento hotel 2020

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB A LUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
A B C - S.R.L.	14.045.740	177.962	84.205	93.757	124.255	53.707	0,00	0,01	0,47	0,53	0,70	0,30
AC HOTEL MILANO - S.R.L.	21.652.000	24.058.113	1.068.356	22.989.757	1.411.538	22.646.575	1,05	1,11	0,04	0,96	0,06	0,94
AMONTI S.R.L.	24.120.676	8.757.982	3.508.335	5.249.647	3.449.993	5.307.989	0,22	0,36	0,40	0,60	0,39	0,61
BRUNO GROUP S.R.L.	341.699	3.146.963	1.003.855	2.143.108	880.037	2.266.926	6,63	9,21	0,32	0,68	0,28	0,72
CA' ALVISE S.R.L.	316.807	870.365	160.614	709.751	276.051	594.314	1,88	2,75	0,18	0,82	0,32	0,68
CARLINA S.R.L.	22.566.679	24.886.703	1.324.638	23.562.065	5.338.945	19.547.758	0,87	1,10	0,05	0,95	0,21	0,79
CEMADIS S.R.L.	6.798.700	10.854.708	5.386.025	5.468.683	5.631.970	5.222.738	0,77	1,60	0,50	0,50	0,52	0,48
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	49.642	49.653	24.653	25.000	7.061	42.592	0,86	1,00	0,50	0,50	0,14	0,86
DANTE S.R.L.	14.555.652	7.892.323	3.513.554	4.378.769	304.522	7.587.801	0,52	0,54	0,45	0,55	0,04	0,96
DELTA B&B S.R.L.	1.475.437	5.966.188	824.162	5.142.026	662.745	5.303.443	3,59	4,04	0,14	0,86	0,11	0,89
E.GA. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	3.315.087	9.599.866	8.405.783	1.194.083	4.874.703	4.725.163	1,43	2,90	0,88	0,12	0,51	0,49
EUROSSOLA S.R.L.	1.508.448	1.415.463	416.185	999.278	363.596	1.051.867	0,70	0,94	0,29	0,71	0,26	0,74
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	1.918.938	2.716.234	460.176	2.256.058	305.310	2.410.924	1,26	1,42	0,17	0,83	0,11	0,89
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	807.094	4.478.412	1.711.495	2.766.917	1.833.268	2.645.144	3,28	5,55	0,38	0,62	0,41	0,59
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	- 118.848	6.376.345	6.116.814	259.531	6.300.725	75.620	- 0,64	- 53,65	0,96	0,04	0,99	0,01
FLAVIA S.R.L.	7.612.823	3.093.391	1.182.782	1.910.609	181.583	2.911.808	0,38	0,41	0,38	0,62	0,06	0,94
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	26.269.191	12.197.466	6.383.836	5.813.630	7.950.735	4.246.731	0,16	0,46	0,52	0,48	0,65	0,35
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	3.921.074	22.195.328	11.771.769	10.423.559	9.099.091	13.096.237	3,34	5,66	0,53	0,47	0,41	0,59
GARDENA HOTELS S.R.L.	62.636.084	10.843.918	2.166.246	8.677.672	2.064.755	8.779.163	0,14	0,17	0,20	0,80	0,19	0,81
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	24.220.973	108.165.046	107.849.802	315.244	2.253.729	105.911.317	4,37	4,47	1,00	0,00	0,02	0,98
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	48.289.583	4.990.305	4.801.328	188.977	2.427.949	2.562.356	0,05	0,10	0,96	0,04	0,49	0,51
HOTEL LA PERLA S.R.L.	13.150.716	6.321.705	3.115.698	3.206.007	2.761.796	3.559.909	0,27	0,48	0,49	0,51	0,44	0,56
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	26.671	4.796.747	1.237.382	3.559.365	1.170.248	3.626.499	135,97	179,85	0,26	0,74	0,24	0,76
HOTEL PALACE S.R.L.	39.240.404	16.324.917	2.486.578	13.838.339	2.717.259	13.607.658	0,35	0,42	0,15	0,85	0,17	0,83
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	20.445.706	6.260.107	2.570.114	3.689.993	1.818.605	4.441.502	0,22	0,31	0,41	0,59	0,29	0,71
HOTEL PREIDLHOF SRL	33.889.815	9.702.735	1.475.071	8.227.664	1.013.339	8.689.396	0,26	0,29	0,15	0,85	0,10	0,90
HOTEL PROKULUS GMBH	27.264.805	3.318.334	2.313.821	1.004.513	808.853	2.509.481	0,09	0,12	0,70	0,30	0,24	0,76
HOTEL QUELLE SRL	9.211.530	7.924.046	2.254.014	5.670.032	887.561	7.036.485	0,76	0,86	0,28	0,72	0,11	0,89
HOTEL SONNENHOF SRL	26.698.099	5.389.128	2.415.823	2.973.305	814.703	4.574.425	0,17	0,20	0,45	0,55	0,15	0,85
HOTEL SPINALE S.R.L.	8.713.429	9.958.833	2.319.579	7.639.254	1.995.067	7.963.766	0,91	1,14	0,23	0,77	0,20	0,80
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	2.794.331	3.256.799	347.414	2.909.385	761.483	2.495.316	0,89	1,17	0,11	0,89	0,23	0,77
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	59.338	67.765	20.308	47.457	67.765	-	-	1,14	0,30	0,70	1,00	-
HOTEL WEINEGG S.R.L.	14.189.442	19.424.961	2.091.643	17.333.318	1.437.008	17.987.953	1,27	1,37	0,11	0,89	0,07	0,93
JOIA S.R.L.	- 32.284	318.081	50.158	267.923	61.843	256.238	- 7,94	- 9,85	0,16	0,84	0,19	0,81
LE ALBERE HOTEL SRL	17.366.291	207.431	147.825	59.606	207.431	-	-	0,01	0,71	0,29	1,00	-
LIGURSARDA S.R.L.	14.258.576	10.885.680	2.175.926	8.709.754	764.280	10.121.400	0,71	0,76	0,20	0,80	0,07	0,93
M.S.G.M. - S.R.L.	13.166.347	681.824	271.734	410.090	681.824	-	-	0,05	0,40	0,60	1,00	-
MARE S.R.L.	41.830	94.284	91.269	3.015	33.662	60.622	1,45	2,25	0,97	0,03	0,36	0,64
PADOVA 2005 S.R.L.	168.508	4.093.631	4.082.011	11.620	182.284	3.911.347	23,21	24,29	1,00	0,00	0,04	0,96
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	92.853.328	62.158.060	44.218.605	17.939.455	10.621.503	51.536.557	0,56	0,67	0,71	0,29	0,17	0,83
PRESTIGE S.R.L.	29.196.749	36.301.825	3.262.933	33.038.892	5.947.890	30.353.935	1,04	1,24	0,09	0,91	0,16	0,84
QUELLENHOF SRL	84.798.797	10.501.452	2.578.317	7.923.135	2.766.461	7.734.991	0,09	0,12	0,25	0,75	0,26	0,74
RADIOGAGA S.R.L.	1.237.782	5.687.477	705.936	4.981.541	495.074	5.192.403	4,19	4,59	0,12	0,88	0,09	0,91
RAINBOW S.R.L.	393.328	6.114.670	1.137.003	4.977.867	946.088	5.168.582	13,14	15,55	0,19	0,81	0,15	0,85
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	2.246.227	7.637.019	2.306.059	5.330.960	1.958.312	5.678.707	2,53	3,40	0,30	0,70	0,26	0,74
RE BLU THREE S.R.L.	142.645	3.557.132	851.809	2.705.323	689.772	2.867.360	20,10	24,94	0,24	0,76	0,19	0,81
REGINA HOTEL S.R.L.	1.462.083	2.741.144	2.351.189	389.955	1.360.491	1.380.653	0,94	1,87	0,86	0,14	0,50	0,50
RESIDENCE MIRABELL SRL	33.110.781	8.549.723	2.543.545	6.006.178	1.425.565	7.124.158	0,22	0,26	0,30	0,70	0,17	0,83
SAN MOISE' S.R.L.	101.631	285.453	222.039	63.414	285.453	-	-	2,81	0,78	0,22	1,00	-
SAVOY S.R.L.	41.864.249	13.590.240	1.716.825	11.873.415	918.382	12.671.858	0,30	0,32	0,13	0,87	0,07	0,93
TERME IONICHE S.R.L.	1.004.100	11.546.002	1.480.656	10.065.426	504.034	11.042.048	11,00	11,50	0,13	0,87	0,04	0,96
TERME MIRAMONTI S.R.L.	857.523	9.574.583	1.927.533	7.647.050	2.052.681	7.521.902	8,77	11,17	0,20	0,80	0,21	0,79
THE HOSTEL S.R.L.	- 156.466	214.758	84.758	130.000	208.758	6.000	- 0,04	- 1,37	0,39	0,61	0,97	0,03
VAEL S.R.L.	713	558.888	472.058	86.830	347.619	211.269	296,31	783,85	0,84	0,16	0,62	0,38
VILLA AMINTA S.R.L.	16.977.786	12.240.805	779.189	11.461.616	1.036.022	11.204.783	0,66	0,72	0,06	0,94	0,08	0,92

Appendice AB: Indebitamento ristoranti 2021

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB A LUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
AMERICA GRAFFITI S.R.L.	4.664.868	7.015.426	2.281.694	4.733.732	1.888.045	5.127.381	1,10	1,50	0,33	0,67	0,27	0,73
AORIS S.R.L.	527.038	144.550	137.284	7.266	8.550	136.000	0,26	0,27	0,95	0,05	0,06	0,94
ARI S.R.L.	- 38.999	232.568	111.131	121.437	160.388	72.180	- 1,85	- 5,96	0,48	0,52	0,69	0,31
B.M. GASTRONOMIA S.R.L.	2.510.492	7.642.586	5.926.844	1.715.742	4.632.629	3.009.957	1,20	3,04	0,78	0,22	0,61	0,39
BELVEDERE S.R.L.	- 114.170	553.154	313.262	239.892	367.674	185.480	- 1,62	- 4,85	0,57	0,43	0,66	0,34
BERBERE' S.R.L.	2.966.359	11.183.328	4.044.867	7.138.461	5.415.386	5.767.942	1,94	3,77	0,36	0,64	0,48	0,52
BLUES PUB S.R.L.	35.071	253.994	135.934	118.060	214.427	39.567	1,13	7,24	0,54	0,46	0,84	0,16
C&P S.R.L.	6.638.709	14.083.092	4.845.372	9.237.720	3.864.775	10.218.317	1,54	2,12	0,34	0,66	0,27	0,73
CARIBE S.R.L.	862.632	7.920.788	3.345.822	4.574.966	3.372.287	4.548.501	5,27	9,18	0,42	0,58	0,43	0,57
CASTELLO DI PAVONE SRL	17.134	1.487.478	254.750	1.232.728	444.636	1.042.842	60,86	86,81	0,17	0,83	0,30	0,70
CIPRIANI SRL	278.128	12.303.293	8.739.588	3.563.705	9.798.040	2.505.253	9,01	44,24	0,71	0,29	0,80	0,20
CLUB RISTORAZIONE S.R.L.	765.248	15.787.896	11.015.508	4.772.388	1.361.448	14.426.448	18,85	20,63	0,70	0,30	0,09	0,91
DA PINO S.R.L.	4.949.963	10.711.847	4.992.191	5.719.656	4.424.797	6.287.050	1,27	2,16	0,47	0,53	0,41	0,59
DE GASPERI S.R.L.	1.721.590	9.538.566	3.929.288	5.609.278	5.680.606	3.857.960	2,24	5,54	0,41	0,59	0,60	0,40
DITTA ERMENEGILDO ROSA SALVA SRL	1.195.337	5.648.881	2.039.617	3.609.264	2.442.359	3.206.522	2,68	4,73	0,36	0,64	0,43	0,57
DOGISE S.R.L.	2.117.820	3.069.202	2.139.008	930.194	2.320.487	748.715	0,35	1,45	0,70	0,30	0,76	0,24
DON CHISCIOTTE S.R.L.	421.740	38.566	36.239	2.327	11.728	26.838	0,06	0,09	0,94	0,06	0,30	0,70
E&C FOODS S.R.L.	- 360.964	1.008.951	414.526	594.425	350.035	658.916	- 1,83	- 2,80	0,41	0,59	0,35	0,65
EMMECI S.R.L.	68.947	254.001	224.001	30.000	224.001	30.000	0,44	3,68	0,88	0,12	0,88	0,12
EMSIDI S.R.L.	9.384.693	3.124.178	2.802.128	322.050	2.772.231	351.947	0,04	0,33	0,90	0,10	0,89	0,11
EREDI BRETTI DEI F.LLI CASADEI & C. SRL	27.707	63.743	31.692	32.051	28.044	35.699	1,29	2,30	0,50	0,50	0,44	0,56
F&DE GROUP S.R.L.	3.652.057	37.069.991	17.072.162	19.997.829	10.261.028	26.808.963	7,34	10,15	0,46	0,54	0,28	0,72
FICO S.R.L.	- 4.360.440	13.925.899	8.752.991	5.172.908	8.761.570	5.164.329	- 1,18	- 3,19	0,63	0,37	0,63	0,37
FLUNCH ITALIA S.R.L.	680.726	5.406.963	2.193.138	3.213.825	2.417.052	2.989.911	4,39	7,94	0,41	0,59	0,45	0,55
FOB S.R.L.	106.207	448.253	410.059	38.194	184.458	263.795	2,48	4,22	0,91	0,09	0,41	0,59
FREEDOM S.R.L.	1.300.909	15.933.119	6.928.608	9.004.511	1.425.961	14.507.158	11,15	12,25	0,43	0,57	0,09	0,91
GAR & B - S.R.L.	321.401	407.745	237.339	170.406	278.145	129.600	0,40	1,27	0,58	0,42	0,68	0,32
GERLA 1927 S.R.L.	1.372.955	5.914.965	2.614.780	3.300.185	3.001.407	2.913.558	2,12	4,31	0,44	0,56	0,51	0,49
GOOD FOOD S.R.L.	714.966	4.217.998	2.289.234	1.928.764	2.690.058	1.527.940	2,14	5,90	0,54	0,46	0,64	0,36
GR SRL	19.746.328	3.072.160	2.898.826	173.334	2.373.270	698.890	0,04	0,16	0,94	0,06	0,77	0,23
HANA DUOMO SRL	- 65.944	627.876	355.558	272.318	365.151	262.725	- 3,98	- 9,52	0,57	0,43	0,58	0,42
KELLYDELI S.R.L.	3.081.702	13.728.208	13.148.269	579.939	10.005.317	3.722.891	1,21	4,45	0,96	0,04	0,73	0,27
LA GASTRONOMICA RISTORAZIONE S.R.L.	133.642	747.071	301.690	445.381	392.999	354.072	2,65	5,59	0,40	0,60	0,53	0,47
LA VACHERIE S.R.L.	- 11.051	298.173	154.886	143.287	165.594	132.579	- 12,00	- 26,98	0,52	0,48	0,56	0,44
LADF S.R.L.	37.218	68.515	33.356	35.159	37.289	31.226	0,84	1,84	0,49	0,51	0,54	0,46
LE FAVAGLIE S.R.L.	49.269	1.473.390	1.184.544	288.846	632.440	840.950	17,07	29,91	0,80	0,20	0,43	0,57
LEALTA' S.R.L.	- 90.064	227.831	221.963	5.868	32.866	194.965	- 2,16	- 2,53	0,97	0,03	0,14	0,86
MANGIA BEN S.R.L.	3.537.539	24.140	23.140	1.000	23.140	1.000	0,00	0,01	0,96	0,04	0,96	0,04
MISCUSI S.R.L. SOCIETA' BENEFIT	9.213.911	15.884.853	9.287.259	6.597.594	3.921.085	11.963.768	1,30	1,72	0,58	0,42	0,25	0,75
N.E.T. S.R.L.	152.274	8.684.559	2.573.726	6.110.833	2.650.908	6.033.651	39,62	57,03	0,30	0,70	0,31	0,69
PIZZERIA DA LINO S.R.L.	317.001	75.321	57.689	17.632	75.253	68	0,00	0,24	0,77	0,23	1,00	0,00
PONTACCIO S.R.L.	160.679	966.279	876.681	89.598	263.267	703.012	4,38	6,01	0,91	0,09	0,27	0,73
PROWINE S.R.L.	13.051	253.990	142.593	111.397	98.192	155.798	11,94	19,46	0,56	0,44	0,39	0,61
RISORGIMENTO S.R.L.	4.148.932	1.933.603	1.511.594	422.009	1.766.936	166.667	0,04	0,47	0,78	0,22	0,91	0,09
RISTORANTE DA REMO S.R.L.	221.548	343.318	92.082	251.236	95.854	247.464	1,12	1,55	0,27	0,73	0,28	0,72
RISTORANTE DELFINO S.R.L.	218.353	4.557	4.557	-	4.557	-	-	0,02	1,00	-	1,00	-
SCOTTERIA S.R.L.	113.612	630.438	496.042	134.396	210.279	420.159	3,70	5,55	0,79	0,21	0,33	0,67
SIAL S.R.L.	1.085.070	7.461.605	3.732.557	3.729.048	3.871.061	3.590.544	3,31	6,88	0,50	0,50	0,52	0,48
SOUL KITCHEN S.R.L.	- 41.611	66.870	66.870	-	66.337	533	- 0,01	- 1,61	1,00	-	0,99	0,01
SPA GROANE S.R.L.	1.651.953	5.703.483	1.376.698	4.326.785	598.071	5.105.412	3,09	3,45	0,24	0,76	0,10	0,90
TAVERNETTA DANTE 1936 S.R.L.	1.747	459.703	415.137	44.566	272.197	187.506	107,33	263,14	0,90	0,10	0,59	0,41
TERRA FELIX S.R.L	8.195.850	2.095.332	1.905.211	190.121	1.955.054	140.278	0,02	0,26	0,91	0,09	0,93	0,07
TOBEEZ F&B ITALIA S.R.L.	450.342	1.898	1.898	-	1.898	-	-	0,00	1,00	-	1,00	-
VECCHIA MALGA NEGOZI S.R.L.	1.461.605	6.001.177	2.581.025	3.420.152	3.368.916	2.632.261	1,80	4,11	0,43	0,57	0,56	0,44
WORLD FASHION FOOD S.R.L.	2.048.538	7.188.564	4.492.605	2.695.959	4.146.016	3.042.548	1,49	3,51	0,62	0,38	0,58	0,42

Appendice AC: Indebitamento hotel 2021

RAGIONE SOCIALE	PN	TOTALE DEBITI	DEB BREVE	DEB A LUNGO	DEB DI GESTIONE	DEB FINANZ	DF/E	D/E	Elasticità	Rigidità	% gestione	% finanz
A B C - S.R.L.	12.958.535	282.236	235.603	46.633	281.249	987	0,00	0,02	0,83	0,17	1,00	0,00
AC HOTEL MILANO - S.R.L.	21.721.030	24.348.142	2.396.178	21.951.964	1.663.832	22.684.310	1,04	1,12	0,10	0,90	0,07	0,93
AMONTI S.R.L.	27.039.623	7.131.360	4.469.573	2.661.787	4.755.190	2.376.170	0,09	0,26	0,63	0,37	0,67	0,33
BRUNO GROUP S.R.L.	411.873	3.732.571	1.219.294	2.513.277	1.172.611	2.559.960	6,22	9,06	0,33	0,67	0,31	0,69
CA' ALVISE S.R.L.	347.532	938.870	217.806	721.064	344.556	594.314	1,71	2,70	0,23	0,77	0,37	0,63
CARLINA S.R.L.	22.792.587	25.299.041	3.090.371	22.208.670	5.305.665	19.993.376	0,88	1,11	0,12	0,88	0,21	0,79
CEMADIS S.R.L.	37.127.372	13.524.125	7.674.037	5.850.088	8.270.657	5.253.468	0,14	0,36	0,57	0,43	0,61	0,39
CENTRO COLONIE CLIMATICHE S.R.L.	45.694	52.075	27.075	25.000	7.582	44.493	0,97	1,14	0,52	0,48	0,15	0,85
DANTE S.R.L.	13.865.460	7.462.119	3.536.195	3.925.924	345.293	7.116.826	0,51	0,54	0,47	0,53	0,05	0,95
DELTA B&B S.R.L.	2.252.645	6.185.977	1.120.057	5.065.920	1.197.197	4.988.780	2,21	2,75	0,18	0,82	0,19	0,81
E.G.A. EMILIANA GRANDI ALBERGHI S.R.L.	1.704.859	8.704.070	8.387.574	316.496	5.729.556	2.974.514	1,74	5,11	0,96	0,04	0,66	0,34
EUROSOLA S.R.L.	1.690.761	1.295.501	423.892	871.609	345.702	949.799	0,56	0,77	0,33	0,67	0,27	0,73
EVENTS E SERVICES SRL - UNIPERSONALE	1.944.576	2.901.912	460.601	2.441.311	312.717	2.589.195	1,33	1,49	0,16	0,84	0,11	0,89
FASSA HOTELS GROUP S.R.L.	694.431	4.893.799	1.979.454	2.914.345	2.393.546	2.500.253	3,60	7,05	0,40	0,60	0,49	0,51
FEURING HOTEL MILANO S.R.L.	- 181.769	6.595.966	6.223.633	372.333	6.541.197	54.769	- 0,30	- 36,29	0,94	0,06	0,99	0,01
FLAVIA S.R.L.	7.973.808	3.183.253	988.444	2.194.809	547.656	2.635.597	0,33	0,40	0,31	0,69	0,17	0,83
FLORENCE MANAGEMENT S.R.L.	20.521.246	15.928.229	14.449.515	1.478.714	9.985.538	5.942.691	0,29	0,78	0,91	0,09	0,63	0,37
G.B. THERMAE HOTELS S.R.L.	3.332.067	23.604.566	11.180.578	12.423.988	11.391.798	12.212.768	3,67	7,08	0,47	0,53	0,48	0,52
GARDENA HOTELS S.R.L.	93.744.118	12.229.619	2.812.264	9.417.355	2.861.730	9.367.889	0,10	0,13	0,23	0,77	0,23	0,77
HAPIMAG ITALIA S.R.L.	24.164.586	101.405.567	101.036.219	369.348	2.494.249	98.911.318	4,09	4,20	1,00	0,00	0,02	0,98
HOTEL ADLER THERMAE S.R.L.	50.686.303	8.624.632	5.271.400	3.353.232	3.107.883	5.516.749	0,11	0,17	0,61	0,39	0,36	0,64
HOTEL LA PERLA S.R.L.	13.110.380	6.096.382	2.555.594	3.540.788	2.179.623	3.916.759	0,30	0,47	0,42	0,58	0,36	0,64
HOTEL LAGO DI BRAIES S.R.L.	7.979.282	5.024.713	1.393.092	3.631.621	1.591.472	3.433.241	0,43	0,63	0,28	0,72	0,32	0,68
HOTEL PALACE S.R.L.	65.508.970	19.227.299	5.786.225	13.441.074	3.137.995	16.089.304	0,25	0,29	0,30	0,70	0,16	0,84
HOTEL PETRARCA - S.R.L.	21.036.129	5.787.656	2.449.267	3.338.389	1.405.028	4.382.628	0,21	0,28	0,42	0,58	0,24	0,76
HOTEL PREIDLHOF SRL	33.666.083	9.570.748	1.999.123	7.571.625	1.324.651	8.246.097	0,24	0,28	0,21	0,79	0,14	0,86
HOTEL PROKULUS GMBH	30.386.913	1.577.435	1.183.701	393.734	1.077.435	500.000	0,02	0,05	0,75	0,25	0,68	0,32
HOTEL QUELLE SRL	9.032.972	8.178.016	2.299.128	5.878.888	1.308.444	6.869.572	0,76	0,91	0,28	0,72	0,16	0,84
HOTEL SONNENHOF SRL	29.676.041	3.192.707	2.079.529	1.113.178	1.492.707	1.700.000	0,06	0,11	0,65	0,35	0,47	0,53
HOTEL SPINALE S.R.L.	8.803.390	11.051.563	4.628.804	6.422.759	3.234.580	7.816.983	0,89	1,26	0,42	0,58	0,29	0,71
HOTEL TERME AUGUSTUS S.R.L.	2.301.096	3.433.017	392.848	3.040.169	749.199	2.683.818	1,17	1,49	0,11	0,89	0,22	0,78
HOTEL VILLA BONERA S.R.L.	66.224	127.026	81.024	46.002	126.957	69	0,00	1,92	0,64	0,36	1,00	0,00
HOTEL WEINEGG S.R.L.	15.771.919	18.362.518	1.858.632	16.503.886	2.121.817	16.240.701	1,03	1,16	0,10	0,90	0,12	0,88
JOIA S.R.L.	- 36.631	301.868	39.761	262.107	45.630	256.238	- 7,00	- 8,24	0,13	0,87	0,15	0,85
LE ALBERE HOTEL SRL	17.316.559	365.754	287.083	78.671	365.754	-	-	- 0,02	0,78	0,22	1,00	-
LIGURSARDA S.R.L.	14.603.964	9.835.683	2.300.649	7.535.034	819.273	9.016.410	0,62	0,67	0,23	0,77	0,08	0,92
M.S.G.M. - S.R.L.	13.334.000	714.494	333.543	380.951	714.494	-	-	- 0,05	0,47	0,53	1,00	-
MARE S.R.L.	70.375	96.391	91.298	5.093	39.349	57.042	0,81	1,37	0,95	0,05	0,41	0,59
PADOVA 2005 S.R.L.	208.303	4.095.660	4.080.955	14.705	184.313	3.911.347	18,78	19,66	1,00	0,00	0,05	0,95
PALAZZO DI VARIGNANA S.R.L.	98.979.263	64.359.148	50.971.949	13.387.199	11.946.716	52.412.432	0,53	0,65	0,79	0,21	0,19	0,81
PRESTIGE S.R.L.	29.212.343	35.092.636	2.684.952	32.407.684	5.630.436	29.462.200	1,01	1,20	0,08	0,92	0,16	0,84
QUELLENHOF SRL	94.648.420	29.322.345	13.170.249	16.152.096	13.587.354	15.734.991	0,17	0,31	0,45	0,55	0,46	0,54
RADIOGAGA S.R.L.	1.226.495	5.686.519	816.960	4.869.559	645.021	5.041.498	4,11	4,64	0,14	0,86	0,11	0,89
RAINBOW S.R.L.	291.193	5.972.950	838.457	5.134.493	645.755	5.327.195	18,29	20,51	0,14	0,86	0,11	0,89
RBR IMMOBILIARE S.R.L.	1.112.370	9.279.016	2.992.211	6.286.805	2.462.261	6.816.755	6,13	8,34	0,32	0,68	0,27	0,73
RE BLU THREE S.R.L.	4.207.221	3.485.763	518.833	2.966.930	273.013	3.212.750	0,76	0,83	0,15	0,85	0,08	0,92
REGINA HOTEL S.R.L.	1.273.306	3.730.368	2.711.405	1.018.963	2.113.692	1.616.676	1,27	2,93	0,73	0,27	0,57	0,43
RESIDENCE MIRABELL SRL	35.575.626	12.988.688	7.714.702	5.273.986	1.747.526	11.241.162	0,32	0,37	0,59	0,41	0,13	0,87
SAN MOISE' S.R.L.	111.234	485.562	319.403	166.159	385.562	100.000	0,90	4,37	0,66	0,34	0,79	0,21
SAVOY S.R.L.	42.125.762	14.730.910	2.247.949	12.482.961	1.225.435	13.505.475	0,32	0,35	0,15	0,85	0,08	0,92
TERME IONICHE S.R.L.	832.736	11.499.372	1.422.351	10.077.021	467.056	11.032.316	13,25	13,81	0,12	0,88	0,04	0,96
TERME MIRAMONTI S.R.L.	803.776	9.634.537	2.426.250	7.208.287	2.065.003	7.569.534	9,42	11,99	0,25	0,75	0,21	0,79
THE HOSTEL S.R.L.	- 198.870	308.379	99.379	209.000	308.379	-	-	- 1,55	0,32	0,68	1,00	-
VAEL S.R.L.	- 15.641	542.098	425.890	116.208	491.938	50.160	- 3,21	- 34,66	0,79	0,21	0,91	0,09
VILLA AMINTA S.R.L.	17.372.834	13.371.678	1.659.910	11.711.768	1.540.532	11.831.146	0,68	0,77	0,12	0,88	0,12	0,88

Appendice AD: Correlazioni tra le variabili

Variabili	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
(1) Anno																											
(2) Anno di fondazione	0	1																									
(3) CCN	0,032	0,032	1																								
(4) EBIT	-0,176	-0,177	0,123	1																							
(5) Totale Attivo	0,100	-0,124	-0,597	-0,072	1																						
(6) Utili ND	-0,023	-0,089	0,042	0,298	0,151	1																					
(7) Patrimonio Netto	0,152	-0,123	-0,235	-0,045	0,870	0,243	1																				
(8) Totale Debiti	0,019	-0,091	-0,808	-0,080	0,860	0,014	0,496	1																			
(9) Debiti correnti	0,005	-0,045	-0,950	-0,128	0,716	0,009	0,350	0,899	1																		
(10) Debiti a lungo	0,034	-0,120	0,011	0,066	0,560	0,015	0,447	0,524	0,097	1																	
(11) Debiti operativi	0,028	-0,074	-0,191	-0,116	0,511	0,089	0,374	0,512	0,422	0,342	1																
(12) Debiti Finanziari	0,015	-0,084	-0,843	-0,062	0,828	-0,004	0,461	0,982	0,891	0,498	0,340	1															
(13) Aiuti	0,787	0,005	0,014	-0,219	0,135	-0,025	0,180	0,051	0,021	0,076	0,054	0,044	1														
(14) X1 (CCN/TA)	0,083	-0,082	0,337	0,067	-0,135	0,043	-0,023	-0,215	-0,258	0,014	-0,044	-0,225	0,032	1													
(15) X2 (UTILI ND/EBIT)	-0,197	-0,078	0,123	0,126	0,165	0,297	0,147	0,136	0,146	0,092	0,159	0,092	-0,192	0,392	1												
(16) X3 (EBIT/TA)	-0,159	-0,119	0,011	0,272	0,026	0,050	0,034	0,011	0,000	0,025	0,010	0,010	-0,239	0,344	0,039	1											
(17) X4 (PN/TD)	0,086	-0,005	0,031	-0,007	-0,042	0,012	0,013	-0,087	-0,053	-0,095	-0,112	-0,071	-0,062	0,149	0,031	0,024	1										
(18) Z" - Score	0,073	-0,024	0,062	0,025	-0,048	0,028	0,016	-0,101	-0,074	-0,087	-0,110	-0,087	-0,081	0,271	0,089	0,139	0,989	1									
(19) Peggiorata	0,000	0,111	-0,139	-0,288	0,011	-0,200	-0,144	0,170	0,120	0,152	0,122	0,159	0,045	-0,421	-0,292	-0,185	-0,218	-0,271	1								
(20) DF/E	-0,025	0,058	-0,007	-0,033	-0,072	-0,010	-0,106	-0,016	-0,021	0,005	-0,075	-0,001	0,001	-0,107	0,011	0,006	-0,044	-0,058	0,151	1							
(21) D/E	-0,003	0,040	0,000	-0,028	-0,069	-0,009	-0,093	-0,025	-0,020	-0,018	-0,021	-0,023	0,027	-0,090	0,003	0,009	-0,042	-0,048	0,137	0,915	1						
(22) Elasticità	-0,129	0,134	-0,169	-0,092	-0,131	0,010	-0,127	-0,100	0,171	-0,558	0,062	-0,123	-0,218	-0,191	-0,018	0,022	0,150	0,130	-0,052	-0,063	-0,011	1					
(23) Rigidità	0,122	-0,166	0,184	0,088	0,099	-0,011	0,103	0,067	-0,202	0,548	-0,122	0,100	0,190	0,233	-0,023	-0,041	-0,024	0,007	0,027	0,055	-0,004	-1,000	1				
(24) % Gestione	-0,079	0,078	0,178	-0,033	-0,337	0,055	-0,218	-0,369	-0,177	-0,492	0,056	-0,416	-0,136	0,213	-0,061	0,014	0,249	0,261	-0,188	-0,118	-0,041	0,582	-0,550	1			
(25) % Finanziari	0,061	-0,137	-0,183	0,026	0,323	-0,061	0,218	0,344	0,156	0,477	-0,155	0,409	0,112	-0,130	0,042	0,004	-0,170	-0,178	0,090	0,118	0,024	-0,587	0,579	-1	1		
(26) Attività	0,000	0,264	0,129	-0,115	-0,366	0,018	-0,363	-0,269	-0,137	-0,343	-0,052	-0,283	-0,049	0,047	-0,029	-0,032	0,079	0,078	0,093	-0,004	0,026	0,335	-0,318	0,398	-0,448	1	
(27) Dimensione	0,063	-0,209	-0,201	0,079	0,651	0,040	0,561	0,566	0,368	0,569	0,562	0,495	0,107	-0,064	0,269	0,109	-0,060	-0,050	0,033	-0,026	-0,046	-0,361	0,301	-0,476	0,434	-0,390	1

ELENCO DELLE FIGURE

Figura 1: Ciclo di vita di un'impresa 13
Figura 2: Stadi della crisi d'impresa 21
Figura 3: Schema strumenti di regolazione della crisi 28
Figura 4: Effetti della perdita di redditività 80
Figura 5: Effetti degli squilibri patrimoniali e finanziari 81
Figura 6: Sintesi modelli di tipo quantitativo 87
Figura 7: Sintesi punti di cut-off Z-score 101
Figura 8: Sintesi punti di cut-off Z'-score 102
Figura 9: Sintesi punti di cut-off Z"-score 104
Figura 10: L'emersione della crisi nel C.C.I.I. 105
Figura 11: Percorso logico proposto dal CNDCEC 111
Figura 12: Filtri AIDA per la selezione dei ristoranti 123
Figura 13: Esito regressione lineare 150
Figura 14: Esito regressione logit 152

ELENCO DEI GRAFICI

Grafico 1: Composizione per addetti del settore dei servizi di alloggio e ristorazione.. 120
Grafico 2: Composizione per classe di fatturato del settore dei servizi di alloggio e ristorazione 120
Grafico 3: Distribuzione geografica ristoranti..... 122
Grafico 4: Distribuzione geografica hotel..... 122
Grafico 5: Distribuzione geografica ristoranti campionati 125
Grafico 6: Distribuzione geografica hotel campionati 125
Grafico 7: Distribuzione dimensionale ristoranti campionati..... 126
Grafico 8: Distribuzione dimensionale hotel campionati..... 126
Grafico 9: Anni di costituzione ristoranti 127
Grafico 10: Anni di costituzione hotel campionati 127
Grafico 11: Andamento dello Z"- score dei ristoranti 136
Grafico 12: Andamento dello Z"- Score degli hotel 136
Grafico 13: Andamento del livello di indebitamento complessivo dei ristoranti 139
Grafico 14: Andamento del livello di indebitamento complessivo degli hotel..... 140
Grafico 15: Andamento del livello di indebitamento finanziario dei ristoranti 141
Grafico 16: Andamento del livello di indebitamento finanziario degli hotel..... 141
Grafico 17: Andamento dell'incidenza dei debiti di gestione dei ristoranti..... 143
Grafico 18: Andamento dell'incidenza dei debiti di gestione degli hotel 144
Grafico 19: Andamento dell'incidenza dei debiti finanziari dei ristoranti 144
Grafico 20: Andamento dell'incidenza dei debiti finanziari degli hotel..... 145
Grafico 21: Andamento elasticità dei debiti dei ristoranti..... 147
Grafico 22: Andamento elasticità dei debiti degli hotel..... 147
Grafico 23: Andamento della rigidità dei debiti dei ristoranti..... 148
Grafico 24: Andamento della rigidità dei debiti degli hotel 148

ELENCO DELLE TABELLE

Tabella 1: Stato Patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario 50
Tabella 2: Stato Patrimoniale riclassificato a pertinenza gestionale 52
Tabella 3: Conto Economico riclassificato a ricavi e costo del venduto 54
Tabella 4: Conto Economico riclassificato a valore aggiunto 56
Tabella 5: Equilibrio patrimoniale 65
Tabella 6: Calcolo FCFO 74
Tabella 7: Calcolo FCFE 75
Tabella 8: Calcolo flusso di cassa globale 76
Tabella 9: Indicatori individuati da Beaver 94
Tabella 10: Coefficienti medi delle imprese del campione 99
Tabella 11: Calcolo Patrimonio Netto 108
Tabella 12: Calcolo flussi di cassa disponibili 108
Tabella 13: Calcolo flussi in uscita dovuti all'indebitamento 109
Tabella 14: Soglie di allerta 110
Tabella 15: Calcolo debito da ristrutturare 115
Tabella 16: Flusso al servizio del debito 116
Tabella 17: Test pratico di verifica della perseguibilità del risanamento 117
Tabella 18: Criteri Decreto Ministeriale 18 aprile 2005 121
Tabella 19: Età strutture campionate 128
Tabella 20: Esempio tabella dello Z" – Score delle aziende 129
Tabella 21: Distribuzione per zone delle aziende 131
Tabella 22: Esempio tabella della composizione del debito delle aziende 131
Tabella 23: Correlazioni tra le variabili 134
Tabella 24: Z" - Score ristoranti 135
Tabella 25: Z"- Score hotel 136
Tabella 26: Livello di indebitamento complessivo dei ristoranti 139
Tabella 27: Livello di indebitamento complessivo degli hotel 139
Tabella 28: Livello di indebitamento finanziario dei ristoranti 141
Tabella 29: Livello di indebitamento finanziario degli hotel 141
Tabella 30: Comparazione tra indebitamento complessivo e indebitamento finanziario 142

Tabella 31: Incidenza dei debiti di gestione dei ristoranti 143
Tabella 32: Incidenza dei debiti di gestione degli hotel 144
Tabella 33: Incidenza dei debiti finanziari dei ristoranti 144
Tabella 34:Incidenza dei debiti finanziari degli hotel 145
Tabella 35: Elasticità dei debiti dei ristoranti 146
Tabella 36: Elasticità dei debiti degli hotel 147
Tabella 37: Rigidità dei debiti dei ristoranti 148
Tabella 38: Rigidità dei debiti degli hotel 148

BIBLIOGRAFIA

ALLEGRINI MARCO, CENCIARELLI VELIA GABRIELLA, FERRAMOSCA SILVIA, GIORGETTI FILIPPO, GRECO GIULIO, Analisi economico-finanziaria dell'azienda, Giappichelli, 2017

ALTMAN EDWARD I. e HOTCHKISS EDITH, Corporate Financial Distress and Bankruptcy. Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt, John Wiley and Sons Ltd, 2006

ALTMAN EDWARD I., Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, The Journal of Finance, 1968, Vol. 23, No. 4

ALTMAN EDWWAR I., CAOUETTE JACK B., CAOUETTE JOHN B., e NARAYANAN PAUL, Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge, John Wiley and Sons Ltd, 1998

ANDREANI GIULIO, TRON ALBERTO, Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito, IlSole24Ore, 2012

BEAVER WILLIAM H., Financial Ratios ad Predictors of Failure, Journal of Accounting Research, 1966, vol. 4

BELTRAME FEDERICO, BERTINETTI GIORGIO S., SCLIP ALEX, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, Giappichelli, 2021

BELTRAMI PIERDANILO e CARELLI FRANCESCO, Il piano di ristrutturazione soggetto a omologazione, 17 novembre 2022

BISOGNO MARCO, I modelli di previsione delle insolvenze. Profili teorici e applicazioni empiriche in ambito giuridico, Franco Angeli Edizioni, 2013

CARATOZZOLO MATTEO, Bilancio d'esercizio, Giuffrè, 2006

CESTARI GRETA, La diagnosi precoce della crisi aziendale. Analisi del processo patologico e modelli predittivi, Giuffrè, 2009

Codice Civile

Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, Approccio metodologico alla revisione legale affidata al collegio sindacale nelle imprese di minori dimensioni

CORONELLA STEFANO, I modelli di previsione delle crisi aziendali: alcune riflessioni, Rivista Italiana di ragioneria e di economia aziendale, Settembre-Ottobre 2009

CRISTOFARI BARBARA, DAIDOLA GIORGIO, Analisi di bilancio per flussi ed indici. Con casi svolti, Tangram Edizioni Scientifiche, 2012

CUCARO OLGA, Crisi d'impresa, Turnaround e Risanamento, ResearchFreelance, 2017

Economia Aziendale 2, custom publishing di McGraw-Hill Education, 2016

FABBRINI GIUSEPPE e MONTRONE ALESSANDRO, Economia aziendale. Ricerche e profili evolutivi, Franco Angeli Edizioni, 2015

FALINI ALBERTO, Le cause della crisi d' impresa. Analisi dei fattori di crisi delle grandi imprese in Amministrazione Straordinaria, Sinergie italian journal of management, 2017

GARDINI ATTILIO, Econometria, Franco Angeli Edizioni, 2000

GIACOSA ELISA, Il fenomeno della crisi aziendale. Un modello di percezione del fenomeno della crisi aziendale nel sistema impresa, Franco Angeli Edizioni, 2016

GIUNTA FRANCESCO, PISANI MICHELE, L'analisi del bilancio, Apogeo Education, 2016

La gestione dell'impresa in crisi. L'analisi di Dottori Commercialisti, Managers ed Imprenditrici, Comitato di pari opportunità Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili Torino, Scuola di Alta Formazione Piero Piccatti, Eutekne.

MADONNA SALVATORE e PODDIGHE FRANCESCO (a cura di), I modelli di previsione delle crisi aziendali: possibilità e limiti, Giuffrè, 2006, pag 62

MANENTE DIEGO, Lineamenti del diritto della crisi d'impresa, CEDAM, 2022

MARCHI LUCIANO (a cura di), Contabilità d'impresa e valori di bilancio, Giappichelli, 2013

MARCHI LUCIANO (a cura di), Introduzione all'economia aziendale. Il sistema delle operazioni e le condizioni di equilibrio aziendale, Giappichelli, 2014

MARCHINI PIER LUIGI e ZILIOTTI MARCO, Crisi d'impresa. Analisi economica e modelli di regolazione, Franco Angeli Edizioni, 2015

MARZO GIUSEPPE, VARIANO STEFANO, La valutazione delle aziende in crisi, Franco Angeli Edizioni, 2022

MASTURZI SABRINA, PETTERUTI ANDREA, TRINCHI ALESSANDRO, MARTORANO DARIO, COSSIGNANI FABIO, SIMONELLI ATTILIO, MONACO SALVATORE, DIANA MASSIMO, CIUFFI MARIA ROSARIA, POFI ELISABETTA, CICCARONE DAVIDE, La verifica dello stato passivo ed i piani di riparto, Giappichelli, 2022

MELLA PIERO, NAVARONI MATTEO, Analisi di bilancio, Maggioli Editore, 2012

NALDI GIOVANNI e PARESCHI LORENZO, Matlab. Concetti e progetti, Apogeo, 2002

ONESTI TIZIANO, ROMANO MAURO, TALIENTO MRCO, Il bilancio di esercizio nelle imprese. Dal quadro concettuale di riferimento alle nuove regole contabili nazionali e internazionali, Giappichelli, 2016

PANIZZA ANDREA, Piano industriale e finanziario, Ipsoa, 2022

PROTO ANTONIO (a cura di), L'attività delle banche: operazioni e servizi, Giappichelli, 2021

QUAGLI ALBERTO, Bilancio d'esercizio e principi contabili, Giappichelli, 2017

R. BROGI, G. D'ATTORRE, F. DE SANTIS, M. FABIANI, A. FAROLFI, M. FERRO, A. GUIOTTO, F. MICHELOTTI, G.B. NARDECCHIA, I. PAGNI, L. PANZANI, R. RANALLI, A. ROSSI, P. VELLA,

La composizione negoziata e le misure che anticipano il Codice della crisi, Wolters Kluwer Italia, 2022

REA ANTONIO MICHLE, L'analisi di bilancio per il controllo della gestione, Giappichelli, 2016

Relazione Illustrativa del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza

RENZI ANTONIO, VAGNANI GIANLUCA, Fabbisogno finanziario, equilibrio e redditività, Giappichelli, 2016

RULAND FREDERICK, The Wilcoxon-Mann-Whitney Test - an Introduction to Nonparametrics, Independently Published, 2018

SALERNO MICHELE, La riforma della crisi d'impresa, Key editore, 2022, pag 140

TEODORI CLAUDIO, Analisi di bilancio. Lettura e interpretazione, Giappichelli, 2017

TETI STEFANO, Procedure di allerta, Giappichelli, 2019

Trasformare conoscenza, trasferire tecnologia. Dizionario critico delle scienze sociali sulla valorizzazione della conoscenza. A cura di Bonaccorsi A. e Bucchi M., Consiglio Italiano delle Scienze Sociali, Marsilio Editori, Venezia, 2011

SITOGRAFIA

https://www.pwc.com/it/it/services/transactions/docs/finanza-impresa-capitoli-1-5.pdf

https://www.antevenio.com/it/blog/ciclo-di-vita-del-prodotto/

https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2018-03-OIC-11.pdf

https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2008-06-25_OIC-5_Bilanci-di-liquidazione.pdf

http://www.studiomodolo.it/Documenti/Dati/Pci/I_A_S_01.htm#CONTINUITA%20AZIENDALE

https://www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/export/mef/resources/PDF/ISA_ITALIA_570_04_7_2017_loc_v3_CL.pdf

https://www.commercialisti.mo.it/upload/commercialisti_ecm10/gestionedocumentale/odcec_Savoia_784_17365.pdf

http://claconsulting.it/wp-content/uploads/2018/10/STRUMENTO-CLA-LA-LIQUIDAZIONE-ASPETTI-CIVILISITICI-E-CONTABILI.pdf

https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2022/07/01/22G00090/sg

https://www.altalex.com/documents/news/2022/04/04/crisi-di-impresa-approvato-lo-schema-di-decreto-alla-luce-della-direttiva-insolvency

https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/11/05/20G00167/sg

https://www.appartners.it/wp-content/uploads/2020/03/Gestire-la-crisi-dimpresa-estratto.pdf

https://www.studioalessio.eu/crisi-debiti/crisi-aziendale-cause-interne-esterne/

https://www.odcec.torino.it/public/elaborati/e-book_-_la_gestione_dell_impresa_in_crisi.pdf

https://economiacircolare.com/glossario/obsolescenza/#:~:text=L'obsolescenza%20indica%20la%20perdita,o%20pronto%20per%20essere%20riciclato.

https://www.rtaconsulting.it/blog/26/LA-CRISI-D%27IMPRESA%3A-DIAGNOSI-DELLE-CAUSE

http://www.studiocamagni.it/pdf/DiagnosiCrisi.pdf

https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_d%27impresa#:~:text=Secondo%20la%20dottrina%2C%20esso%20si,perdita%20di%20fiducia%20nell'impresa

https://www.knetproject.com/wp-content/uploads/2017/06/Levoluzione-della-crisi-di-impresa.pdf

https://it.wikipedia.org/wiki/Turnaround_management

https://www.dirittobancario.it/art/entra-in-vigore-il-nuovo-codice-della-crisi-una-rivoluzione-annunciata/

http://documenti.camera.it/apps/nuovosito/attigoverno/Schedalavori/getTesto.ashx?file=0053_F001.pdf&leg=XVIII

https://www.ilsole24ore.com/art/la-formazione-esperto-composizione-negoziata-crisi-impresa-AEF7sL0

https://www.odcec.roma.it/images/file/2018_documenti/ungdec_doc.pdf

https://fiscomania.com/accordi-ristrutturazione-debiti/#accordo-ordinario-art-57-del-dlgs-n-1419

https://www.debitobancario.it/concordato-semplificato-preventivo-e-liquidatorio/#Concordato-semplificato-come-funziona-e-normativa

https://www.altalex.com/documents/news/2019/03/20/curatori-commissari-giudiziali-o-liquidatori-in-vigore-il-nuovo-albo

https://www.costanzoeassociati.it/en/articoli-finanza-economia-diritto/piano-ristrutturazione-omologato-dal-nuovo-codice-crisi/#:~:text=L'articolo%2064%2Dbis%20CCII,e%20interessi%20economici%20omogenei%2C%20di

https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/legal/crisis-restructuring-deloitte-legal-novembre-2022.pdf

https://ristrutturazioniaziendali.ilcaso.it/uploads/admin_files/beltrami-carelli-17-11-2022-RA-3540b.pdf

https://www.odcec.mi.it/docs/default-source/quaderni/n-81---la-liquidazione-giudiziale.pdf?sfvrsn=c9e3361d_6

https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2019-01-OIC-12-Composizione-e-schemi-del-bilancio.pdf

https://www.fondazioneoic.eu/wp-content/uploads/2011/02/2016-12-OIC-10-Rendiconto-finanziario.pdf

https://fiscomania.com/relazione-sulla-gestione/

https://it.wikipedia.org/wiki/Liquidit%C3%A0

https://www.cloudfinance.it/stato-patrimoniale-gestionale-capitale-investito.html

https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/earnings-before-interest-and-taxes.html

https://gruppoitalfinance.it/it/update/ebitda-che-cose-analisi-bilancio#:~:text=L'EBITDA%2C%20acronimo%20inglese%20per,deprezzamenti%20e%20gli%20interessi%20aziendali.

https://www.businesscoachingitalia.com/roa-come-calcolare-e-interpretare-il-tasso-di-rendimento-aziendale/

https://www.cfmt.it/sites/default/files/af/materiali/Gli_indici_di_Bilancio.pdf

https://www.businesscoachingitalia.com/rot-cose-e-come-si-calcola-il-return-on-turnover/#:~:text=L'indice%20ROT%2C%20conosciuto%20come,da%20parte%20di%20un'impresa.

https://agicap.com/it/articolo/fonti-di-finanziamento/

https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari12.pdf

https://dizionarioeconomico.com/indice-di-elasticita-degli-impieghi

https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-wacc-formula/

https://www.softwareanalisidibilancio.it/composizione.html

https://studiofazzini.it/ricerche/analisi-bilancio-solidita/#:~:text=La%20composizione%20delle%20fonti%20%C3%A8,esame%20dell'equilibrio%20finanziario%20non

https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari12.pdf

https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capitale-circolante-netto.html

https://www.fpcu.it/App_Common/Files/FilesEventi/53761/Rendiconto%20finanziario_.pdf

https://www.odcec.torino.it/public/convegni/slides_torino_03122018.pdf

https://www.investopedia.com/terms/i/interestcoverageratio.asp

https://www.analisiaziendale.it/il_ruolo_degli_indicatori_qualitativi_nella_rilevazione_di_situazione_di_crisi_2000281.html

https://www.researchgate.net/publication/311993564_I_modelli_di_previsione_delle_crisi_aziendali_alcune_riflessioni#fullTextFileContent

https://www.mglobale.it/glossario/rischio-paese-country-risk.kl

https://www.assirm.it/glossario/analisi-univariata/

https://www.affaridiborsa.com/articoli/130-z-score-5-indici-per-stabilire-se-la-societa-e-a-rischio-di-fallimento.html#Come_si_interpreta_lo_Zscore

https://www.hpe.com/it/it/what-is/machine-learning.html

https://www.ibm.com/it-it/cloud/learn/neural-networks

https://it.wikipedia.org/wiki/Edward_Altman

https://en.wikipedia.org/wiki/William_H._Beaver

https://commercialisti.brescia.it/images/ELABORATO%20COMMISSIONE%20ANALISI%20DI%20BIL%20def%2001022017.pdf

https://www.gazzettaufficiale.it/eli/gu/2019/02/14/38/so/6/sg/pdf

https://commercialisti.it/documents/20182/1236821/codice+crisi_definizioni+indici+%28ott+2019%29.pdf/2072f95c-22a2-41e1-bd2f-7e7c7153ed84

https://studiofazzini.it/ricerche/analisi-di-bilancio-gli-indicatori-di-allerta-nellaccertamento-dello-stato-di-crisi/

https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01344763.pdf

https://www.chiomenti.net/public/files/0/Direttiva-2019-1023-ristrutturazione-e-insolvenza.pdf

https://composizionenegoziata.camcom.it/ocriWeb/#/home

https://composizionenegoziata.camcom.it/ocriWeb/assets/resources/Istruzioni_Test_Pratico.pdf

https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2023/02/24/23G00022/SG

https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/DM_18_4_2005_Definizione_PMI.pdf

https://www.bvdinfo.com/it-it/le-nostre-soluzioni/dati/nazionali/aida

https://www.federalberghi.it/barometro/all-barometro.aspx?pag=2

https://www.federalberghi.it/download/view.aspx?pdf=https://intranet.federalberghi.it/pubblicazioni/Barometro/Il%20barometro%20del%20turismo%20-%20II%20trimestre%202020/barometro%20del%20turismo%20-%20II%20trimestre%202020.pdf#page=8

https://aida-r1.bvdinfo.com/version-20221207-3288-0/Search.QuickSearch.serv?_CID=174&FromALoadStrategy=FromALoadStrategy&product=aidaneo

https://www.istat.it/storage/rapporti-tematici/imprese2021/Rapportoimprese2021.pdf

https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1635

https://aida-r1.bvdinfo.com/version-20221207-3288-0/Search.QuickSearch.serv?_CID=848&product=aidaneo

https://it.wikipedia.org/wiki/Outlier

https://www.stata.com/features/

https://it.wikipedia.org/wiki/Modello_logit