



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea Magistrale

# **Solidità e Solvibilità delle imprese post pandemia**

Un approccio empirico alle mid-cap venete

**Relatore**

Ch. Prof. Gloria Gardenal

**Correlatore**

**Laureando**

Alessio Jacopo

Matricola 862005

**Anno Accademico**

2022 / 2023

## ABSTRACT

La tesi verte sullo studio dell'equilibrio finanziario delle imprese, classificate come *mid-cap*, venute dopo due anni di pandemia da COVID-19. Ad una prima parte generale, in cui verranno trattate la situazione economica generale e i principali interventi governativi a sostegno delle imprese, seguirà una parte pratico-empirica volta ad analizzare la solidità e la solvibilità delle imprese tramite l'utilizzo dei principali indicatori di bilancio, andando quindi ad effettuare un confronto con quanto rilevato per il *base-year*, il 2019. Per quest'ultimo, si andrà a calcolare la probabilità di default delle imprese del campione tramite l'utilizzo di un modello statistico creato nel 1980 da James A. Ohlson, che prende il nome di O-score. Così facendo sarà possibile verificare come le imprese hanno sopportato la pandemia, evidenziando quindi una possibile resilienza agli effetti della stessa, e se gli interventi del Governo, varati al fine di sostenere le imprese, si siano rivelati un'arma a doppio taglio, andando a generare squilibri di carattere patrimoniale/finanziario.

## INDICE

Introduzione *pag. 1*

### Capitolo 1 SITUAZIONE ECONOMICA E QUADRO NORMATIVO

- 1 Situazione economica generale *pag. 3*
- 1.1 L'anno 2019 *pag. 3*
- 1.2 L'anno 2020 *pag. 5*
- 1.3 L'anno 2021 *pag. 7*
- 1.4 L'anno 2022 *pag. 9*
- 2 Interventi del Governo *pag. 10*
- 2.1 Decreto-legge 17 marzo 2020, n.18, "Cura Italia" *pag. 10*
- 2.2 Decreto-legge 8 aprile 2020, n.23, "Decreto Liquidità" *pag. 15*
- 2.3 Decreto-legge 19 marzo 2020, n.34, "Decreto Rilancio" *pag. 19*
- 2.4 Decreto-legge 14 agosto 2020, n.23, "Decreto Agosto" *pag. 22*
- 2.5 Decreti-legge "Ristori" *pag. 24*
- 2.6 Decreto-legge 22 marzo 2021, n.41, "Decreto Sostegni" *pag. 26*
- 2.7 Decreto-legge 25 maggio 2021, n.73, "Decreto Sostegni bis" *pag. 28*
- 2.8 Decreto-legge 27 gennaio 2022, n.4, "Decreto Sostegni ter" *pag. 32*

### Capitolo 2 STUDI CORRELATI E METODOLOGIA DI ANALISI

- 1 Alcune ricerche che hanno affrontato il tema *pag. 34*
- 2 Metodologia di analisi e strumenti utilizzati *pag. 46*
- 2.1 Caratteristiche delle imprese oggetto di analisi *pag. 47*
- 2.2 O-score model di Ohlson *pag. 49*
- 2.3 I margini e indici di bilancio calcolati *pag. 55*
- 2.3.1 Margine di struttura *pag. 56*
- 2.3.2 Margine di tesoreria *pag. 57*
- 2.3.3 Indici di liquidità *pag. 58*

- 2.3.4 Indice di copertura globale delle immobilizzazioni *pag. 59*
- 2.3.5 Posizione Finanziari Netta su EBITDA *pag. 60*
- 2.3.6 Debiti finanziari su EBITDA *pag. 61*
- 2.3.7 EBITDA to interest coverage ratio *pag. 62*
- 2.3.8 Leverage ratio *pag. 62*
- 2.3.9 Indice di indipendenza finanziaria *pag. 63*
- 2.3.10 Debt Service Coverage Ratio (DSCR) *pag. 63*
- 2.4 Riflessioni sui risultati attesi *pag. 64*

### Capitolo 3 LA SOPRAVVIVENZA DELLE IMPRESE VENETE POST-COVID-19: UN'ANALISI DELLE MID-CAP

- 1 Creazione delle classi di imprese *pag. 67*
- 2 Probabilità di fallimento delle imprese nel 2019 *pag. 70*
- 3 Analisi degli indici e margini per l'anno 2021 *pag. 72*
  - 3.1 Classe "Primario" *pag. 73*
  - 3.2 Classe "Manifattura" *pag. 77*
  - 3.3 Classe "Commercio" *pag. 80*
  - 3.4 Classe "Trasporti e Logistica" *pag. 83*
  - 3.5 Classe "Servizi" *pag. 87*
  - 3.6 Classe "Costruzioni" *pag. 90*
  - 3.7 Riassunto dell'analisi e presentazione del DSCR *pag. 93*
- 4 Commento dei risultati *pag. 96*

Conclusione *pag. 102*

Sitografia *pag. 106*

Bibliografia *pag. 108*

## INTRODUZIONE

La pandemia da COVID-19 è un evento segnante la vita di chi l'ha vissuta. Come esiste l'espressione "prima dell'attentato alle Torri Gemelle" o "prima della crisi del 2008", ora, molto spesso, ci si riferisce al tempo con "prima del Covid" e "dopo il Covid", per sottolineare l'impatto che questo evento ha lasciato su tutti quanti noi. È la prima pandemia dai tempi dell'Influenza Spagnola, che in due anni, 1918-1920, causò la morte di decine di milioni di persone in tutto il mondo, molti più dei morti della Grande Guerra, che si stima si attestino a circa 37 milioni. Il mondo non era preparato ad affrontare la pandemia dei nostri tempi, in quanto iniziata senza preavviso, e finita allo stesso modo. I risvolti sanitari son ben noti, soprattutto per quanto riguarda il numero di vittime che ha mietuto, in Italia come nel resto del Mondo. Molto meno lo sono i risvolti economici che la pandemia ha causato. Essendo, infatti, un evento estremamente recente, gli studiosi stanno ancora analizzando i dati raccolti in due anni di emergenza, al fine capire cosa la pandemia ha lasciato, agli operatori economici, dietro il suo passaggio. È quindi un argomento che è ancora ampiamente oggetto di studio, in cui, in ogni pubblicazione, si evidenziano nuove scoperte. Come si può evincere dal titolo, anche questa tesi si soffermerà sullo studio delle conseguenze economiche della pandemia, in Italia, più precisamente nella regione Veneto. Si tenterà di capire se il tessuto imprenditoriale veneto possa ancora essere considerato solido e solvibile dal punto di vista patrimoniale e finanziario, dopo aver attraversato uno shock esogeno come lo è stato la recente pandemia. Lo scopo è anche capire se le iniziative economiche e i sostegni predisposti dal Governo Italiano per fronteggiare la crisi abbiano anche causato degli squilibri nelle imprese, fungendo da "zattera di salvataggio" nell'immediato, ma risultando poi dannosi. Ciò verrà indagato tramite un'analisi indiretta delle imprese, più precisamente 170 società di capitali

*mid-cap*, che operano nei vari settori economici, attraverso l'utilizzo di margini ed indici calcolati dai bilanci delle stesse. Prima di far ciò, tuttavia, sarà necessario capire la loro situazione pre-pandemica. Per farlo si utilizzerà un indicatore, l'O-score elaborato da James A. Ohlson nel 1980, che permette di calcolare la probabilità di fallimento di un'impresa basandosi su valori principalmente reperibili dai bilanci. Questo indicatore verrà quindi applicato per l'anno 2019 e verrà utilizzato come base di confronto per l'analisi effettuata con margini e indici per l'anno 2021, ultimo anno in cui i bilanci erano disponibili per tutte le imprese del campione. La struttura delle tesi sarà la seguente: nel Capitolo 1 verrà descritto il background economico ed istituzionale, andando quindi a descrivere la situazione economica italiana degli anni 2019-2020-2021-2022 e i vari Decreti-legge emanati dal Governo per fronteggiarla; nel Capitolo 2 verranno illustrate le ricerche che più hanno influenzato la redazione di questa tesi e gli strumenti utilizzati per svolgere l'analisi; infine, nel Capitolo 3, si presenteranno i risultati, confrontandoli con le rilevazioni effettuate in altre ricerche per verificarne l'attendibilità, atto dovuto visto il numero di imprese non elevato utilizzato in questa ricerca.

# CAPITOLO 1: SITUAZIONE ECONOMICA E QUADRO NORMATIVO

## 1 Situazione economica generale

Prima di cominciare l'analisi delle imprese nel Veneto, si ritiene utile fornire una panoramica della situazione economica generale in Italia, nella quale le imprese si sono trovate ad operare negli anni a cavallo della pandemia. Questo tema verrà affrontato partendo dal 2019, anno base non ancora influenzato dalla pandemia da COVID-19 e, successivamente, verranno esaminati i due anni centrali della crisi pandemica, il 2020 e il 2021. Per quanto riguarda la panoramica relativa al 2022, non è ancora possibile reperire dei dati riepilogativi. Tutti i valori che verranno riportati si basano sulla “*Relazione annuale*” predisposta da Banca d'Italia per gli anni 2019, 2020 e 2021. Per il 2022 verranno utilizzati i dati forniti dal “*Bollettino economico*”, anch'esso pubblicato da Banca d'Italia, relativo al quarto ed ultimo trimestre dell'anno. Purtroppo, però, non è al momento possibile reperire molti dei dati che vengono presentati nella “*Relazione annuale*” in quanto ancora in fase di elaborazione. Non è intenzione di chi scrive fornire un quadro dettagliato e puntuale della situazione economica e finanziaria delle imprese, per il quale si rimanda alle sopra citate relazioni, in quanto sarebbe al di fuori dell'obiettivo di questa tesi, ma quella di fornire un quadro d'insieme, una panoramica generale per contestualizzare l'argomento trattato.

### 1.1 L'anno 2019

Come già menzionato, il 2019 è l'anno pré-pandemico ed è stato scelto come anno base (*base year*) proprio per questo motivo, in quanto lo scopo della ricerca è quello di evidenziare ciò che il COVID-19 ha causato alla struttura finanziaria delle imprese. Il 2019 è stato un anno particolare per le imprese in Italia come nel mondo, viste le tensioni internazionali e le spinte protezionistiche.

La crescita economica è stata infatti modesta, poco più dello 0,3 per cento e, con esso, anche il valore aggiunto dell'economia ha registrato una crescita molto modesta (0,2 per cento contro lo 0,9 per cento del 2018). Anche la produzione industriale è diminuita (-1,0 per cento), mentre i servizi hanno registrato un segno positivo (+0,3 per cento) e così anche il settore dell'edilizia e delle costruzioni (2,6 per cento). Per quanto concerne l'utile, dall'indagine sulle imprese industriali e dei servizi (Invid)<sup>1</sup>, è emerso che la percentuale di imprese in utile non è cambiata rispetto al 2018 (72,9 per cento). Anche in questo caso è stato il settore dell'industria in senso stretto a fare da contrappeso all'incremento delle imprese dei servizi. Il calo è da ricercare soprattutto nelle imprese che avevano la maggior parte del mercato di sbocco dei loro prodotti all'estero. Allo stesso modo dell'utile, l'indagine ha registrato un calo del fatturato rispetto all'anno precedente (-2,2 per cento, rispetto al +0,2 del 2018) e, anche in questo caso, è proprio l'industria a fare nuovamente da zavorra. Anche gli investimenti hanno risentito dell'indebolimento dell'attività economica e delle tensioni internazionali. L'accumulazione del capitale è infatti aumentata in misura inferiore rispetto a quella registrata nel biennio precedente (+1,4 per cento). La quota degli investimenti sul PIL ha raggiunto la discreta cifra del 18,0 per cento, incrementando per il quarto anno di fila, anche se risulta comunque inferiore rispetto alla percentuale pre-crisi finanziaria del 2007-2008. L'Indagine Invid evidenzia che gli investimenti del settore privato non finanziario di aziende con almeno 20 dipendenti sono aumentati del 7,6 per cento. La manifattura ha subito una forte contrazione, ma, anche in questo caso, il settore dei servizi ha trainato la percentuale al rialzo, soprattutto per le imprese di grandi dimensioni. Anche gli

---

<sup>1</sup> Indagine svolta annualmente da Banca d'Italia e volta a raccogliere informazioni su investimenti, fatturato e altre variabili economiche di rilievo per le imprese, industriali e di servizi, con almeno 20 addetti.



investimenti in innovazione e proprietà intellettuale sono aumentati dello 0,8 per cento, in linea con quanto registrato negli altri paesi dell'UE. Il 2019 ha visto anche una frenata al recupero della redditività delle imprese, cosa che non accadeva dal 2012. Il MOL (margine operativo lordo) si è infatti stabilizzato al 7 per cento dell'attivo. Da ultimo si presenta la situazione relativa alle decisioni in ambito finanziario. La struttura finanziaria delle imprese ha visto una riduzione dell'indebitamento. Infatti, i debiti finanziari sono scesi al 68 per cento del PIL. La leva finanziaria è anch'essa diminuita attestandosi a circa il 39,0 per cento. Il principale debito finanziario delle imprese italiane, che è anche una nota caratterizzante del comportamento dell'impresa italiana, è rappresentato dal debito nei confronti delle banche. Nel 2019 proprio le banche hanno concesso meno credito alle imprese. Il totale dei crediti concessi dalle banche e dalle altre imprese finanziarie è infatti calato del 1,7 per cento. Questo ha accentuato l'andamento negativo delle piccole imprese, che si è aggravato anche a causa delle politiche di credito più rigide degli istituti finanziari nei loro confronti. Banche e società finanziarie hanno infatti inasprito i criteri di selezione di offerta del credito, riducendo quindi il credito erogato alle imprese classificate come maggiormente a rischio. Anche per questo motivo le imprese hanno proseguito la loro diversificazione nelle fonti di finanziamento, come ad esempio le obbligazioni. Il totale delle emissioni lorde è stato pari a 47,7 miliardi di euro, 12,5 miliardi in più rispetto alla media del periodo 2014-2018.

## 1.2 L'anno 2020

Il 2020 è l'anno dello scoppio della pandemia mondiale causata dal COVID-19. Per questo motivo il crollo dell'attività delle imprese è stato molto marcato, anche se l'industria si è ripresa velocemente rispetto al settore dei servizi, maggiormente penalizzato dalle misure restrittive anti contagio messe in campo

dal Governo. L'economia italiana ha dimostrato una notevole capacità di ripresa, il cui freno è stato principalmente l'evoluzione della situazione epidemiologica e dei contagi. Per dare un metro di paragone riguardo alla gravità della situazione, il valore aggiunto dell'intera economia ha registrato la caduta più forte dal secondo dopoguerra, registrando un -8,6 per cento. Il decremento sarebbe stato più marcato se, in estate, non ci fosse stato un parziale allentamento delle misure di contenimento e delle restrizioni. Anche il MOL ha subito una riduzione, ma in misura minore rispetto a quella subita dal valore aggiunto, grazie soprattutto ad una riduzione del costo del lavoro per effetto delle misure governative. Dal rapporto dell'Indagine Invid risulta che la quota di aziende che hanno conseguito un utile è scesa al 61 per cento, con un calo di quasi 12 punti percentuali rispetto al 2019. Per quanto riguarda gli investimenti, l'accumulazione del capitale è anch'essa scesa (-9,1 per cento) e con essa anche la spesa in beni strumentali. L'indagine Invid conferma la riduzione degli investimenti, soprattutto da parte delle aziende con meno di 200 dipendenti. Come per gli investimenti in beni strumentali, anche gli investimenti nella proprietà intellettuale sono calati di circa il 3 per cento, il cui peso maggiore è dato dalla riduzione degli investimenti in ricerca e sviluppo, scesi del 4 per cento. Una nota positiva della crisi pandemica è stata la spinta data alle imprese ad effettuare una "trasformazione digitale". I principali investimenti in questo campo riguardano l'utilizzo dello smart working, la commercializzazione dei prodotti online e gli investimenti in cloud. Passiamo ora alla struttura finanziaria. L'indebitamento delle aziende è aumentato nel 2020, i debiti finanziari sono infatti saliti al 76,9 per cento del PIL e anche la leva finanziaria è cresciuta di 2 punti percentuali rispetto al 2019. In netto contrasto con l'anno precedente, i finanziamenti concessi da banche e società finanziarie alle imprese sono aumentati del 7,4 per cento grazie soprattutto alle garanzie governative e alla

discesa dei tassi di interesse. La principale motivazione ai prestiti è quella di finanziare l'attivo circolante e creare una riserva di liquidità precauzionale. Anche il mercato obbligazionario è stato fortemente utilizzato dalle imprese per finanziarsi. Il totale delle emissioni lorde complessive è stato pari a 47 miliardi di euro, in linea con l'ammontare del 2019.

### 1.3 L'anno 2021

Il 2021 è l'ultimo anno per cui è possibile reperire la “*Relazione annuale*” di Banca d'Italia. La Relazione ha evidenziato una crescita del PIL, del 6,6 per cento, recuperando quasi interamente la riduzione del 2020. La ripresa nell'attività economica è stata soprattutto incentrata sul settore dell'industria in senso stretto e nelle costruzioni, molto meno nei servizi, mentre si è assistito ad un calo nell'agricoltura. Tre quarti delle imprese oggetto dell'indagine Invid hanno dichiarato di aver chiuso il 2021 in utile, quindi il 14 per cento in più rispetto al 2020. La fase di rialzo ha segnato soprattutto il secondo e il terzo trimestre dell'anno, mentre il quarto è stato caratterizzato da un rallentamento dato dal nuovo aumento dei contagi, dalle difficoltà di approvvigionamento e dal rincaro dei prodotti energetici. Secondo le indagini svolte da Banca d'Italia il 60 per cento delle industrie in senso stretto e il 20 per cento delle imprese di servizi, con almeno 20 addetti, ha segnalato problemi di approvvigionamento. Per quanto riguarda i beni energetici, l'Eurostat segnala che i prezzi di elettricità e gas sono aumentati mediamente del 35 e del 36 per cento fra il primo semestre e il secondo semestre del 2021. Detto ciò, il MOL delle imprese ha comunque ricominciato a crescere grazie alla sopra citata ripresa dell'attività economica. Il 2021 è stato anche caratterizzato da una crescita degli investimenti. L'accumulazione del capitale è infatti aumentata del 17,0 per cento così come anche gli acquisti in beni strumentali. Da quanto rilevato dall'indagine Invid, l'espansione degli investimenti ha

interessato manifattura e servizi, principalmente nelle imprese con meno di 50 addetti. Anche gli investimenti nella proprietà intellettuale sono cresciuti del 2.3 per cento, mentre la spesa in ricerca e sviluppo ha decelerato. L'accumulazione di liquidità è continuata anche nel 2021, ma in misura molto inferiore rispetto al 2020. Per quanto riguarda la struttura finanziaria delle imprese, i debiti finanziari sono cresciuti di 20 miliardi nel 2021, ma il loro peso sul PIL è diminuito al 73 per cento. Anche la leva finanziaria si è ridotta di oltre un punto percentuale, ritornando ai livelli del 2019. Si è ulteriormente ampliata la diversificazione dei canali di finanziamento utilizzati dalle imprese; infatti le obbligazioni hanno un peso sempre maggiore sul totale dei debiti finanziari contratti, questo a scapito dei prestiti bancari, che però rimangono comunque elevati rispetto al confronto internazionale, contraddistinguendo ancora una volta la dipendenza dal canale bancario per la maggior parte delle imprese. Una delle principali cause della diminuzione nella crescita dei prestiti erogati da banche e società finanziarie sta nelle ingenti riserve di liquidità accumulate nel 2020. Si sono anche attenuate le difficoltà nell'ottenere un prestito. Un'indagine della Banca Centrale Europea (indagine SAFE, Survey on the access to finance and enterprises)<sup>2</sup> ha evidenziato come la quota di imprese italiane che dichiarano di aver ricevuto risposte negative alla concessione di finanziamenti si sia ridotta per le grandi imprese, mentre per le realtà più piccole permangono delle difficoltà. Da ultimo si segnala il dato sulle obbligazioni emesse, che al lordo hanno raggiunto quota 63 miliardi di euro, corrispondente al 50 per cento in più rispetto alla media del quinquennio precedente, con un 30 per cento degli emittenti in più.

---

<sup>2</sup> Indagine svolta dalla BCE, fornisce informazioni sugli sviluppi della situazione finanziaria delle imprese e sull'andamento della necessità e disponibilità di finanziamenti esterni.

## 1.4 L'anno 2022

Per quanto riguarda il 2022, come già precedentemente accennato, al momento della stesura di questo elaborato non è ancora disponibile la già ampiamente utilizzata “*Relazione annuale*” di Banca d’Italia. Verrà quindi usato il “*Bollettino economico*” relativo al quarto trimestre del 2022, ma mancheranno, purtroppo, gran parte delle informazioni illustrate per i tre anni precedenti. Il 2022 è caratterizzato dalla guerra in Ucraina e dal conseguente rialzo del prezzo dei beni del comparto energetico, gas in primis. Ma, anche così, il PIL italiano è comunque cresciuto, durante il periodo estivo, di +0,5 per cento rispetto al trimestre precedente. Tale crescita è stata principalmente sostenuta dalla domanda nazionale, mentre le esportazioni hanno subito una forte contrattura, con, al contrario, un aumento delle importazioni. Il valore aggiunto è principalmente aumentato nel comparto dei servizi, trainato soprattutto dalle attività che sono legate al turismo, mentre si è assistito ad una sua riduzione nell’industria. Infatti, nel quarto trimestre, la produzione industriale è diminuita, soprattutto a causa dei costi energetici, delle incertezze generate dal conflitto in Ucraina e da condizioni finanziarie più restrittive. L’indice PMI e le indagini dell’Istat avvalorano le valutazioni delle imprese manifatturiere, che rilevano una flessione nell’attività. All’opposto i servizi presentano un quadro molto più favorevole. Nel terzo trimestre si è potuta osservare una riduzione degli investimenti (0,8 per cento sul periodo precedente), causata principalmente da una riduzione della spesa per le costruzioni. Le indagini di Banca d’Italia rivelano che le imprese considerano le condizioni per investire ancora troppo negative. In tutto ciò, però, si è anche assistito ad una riduzione del debito delle imprese in percentuale del PIL, diminuito di mezzo punto percentuale rispetto al periodo precedente, attestandosi al 69,6 per cento. Chiudiamo la trattazione segnalando che la liquidità detenuta dalle imprese

italiane è rimasta stabile rispetto al trimestre precedente, mantenendosi ancora su livelli maggiori rispetto al confronto storico e con le altre nazioni europee.

## 2 Interventi del Governo

Durante questo periodo di crisi il Governo ha emanato svariati decreti per far fronte alla Pandemia da COVID-19. I decreti-legge spaziano su vari campi e vanno dal potenziamento del sistema sanitario alle misure economiche per aiutare famiglie ed imprese. In questo caso il focus sarà incentrato solamente sull'aspetto riguardante il sostegno alle imprese, principalmente sugli interventi effettuati per fronteggiare la carenza di liquidità e che potrebbero aver "appesantito" la struttura finanziaria delle imprese. È appunto obiettivo della tesi cercare di capire come il Covid abbia impattato sulla solidità delle imprese ed in questo senso rientrano anche i provvedimenti governativi.

### 2.1 Decreto legge 17/03/20 n. 18, "Cura Italia"

L'emissione di questo primo decreto-legge del Governo si è resa necessaria per, testualmente, *"contenere gli effetti negativi che l'emergenza epidemiologica COVID-19 sta producendo sul tessuto socio-economico nazionale"*. Il decreto-legge è suddiviso in cinque titoli:

- Titolo I *"Misure di potenziamento del servizio sanitario nazionale"*, articoli da 1 a 18;
- Titolo II *"Misure al sostegno del lavoro"*, articoli da 19 a 22;
- Titolo III *"Misure a sostegno della liquidità attraverso il sistema bancario"*, articoli dal 49 al 59;
- Titolo IV *"Misure fiscali a sostegno della liquidità delle famiglie e delle imprese"*, articoli dal 60 al 71;
- Titolo V *"Ulteriori disposizioni"*, articoli dal 72 al 126.

Gli articoli di interesse contenuti nel Titolo III sono:

Articolo 49: fondo centrale di garanzia PMI. Questo articolo riguarda il Fondo di Garanzia per l'accesso al credito per le PMI (piccole e medie imprese). Nello specifico, al primo comma, è previsto lo stanziamento di 1.5 miliardi di euro per poter garantire i prestiti richiesti dalle PMI. La garanzia è concessa a titolo gratuito e la quota di copertura massima è stata portata all'80 per cento del valore dell'operazione di finanziamento, mentre, nel caso di riassicurazione, la percentuale della garanzia arriva al 90 per cento. È stata prevista anche l'estensione della garanzia sulle operazioni cui è stata concessa la moratoria dalle banche o dagli altri intermediari finanziari. Viene inoltre incrementato l'importo massimo garantito per singola impresa a 5 milioni di euro, per permettere anche alle realtà che hanno già beneficiato del Fondo di garanzia di usufruirne ulteriormente. Questo intervento mira a far ottenere maggiore liquidità, ma viene inserito un comma a scopo precauzionale. Si vuole infatti evitare che le imprese già in sofferenza prima della crisi pandemica beneficino di questa garanzia maggiorata. Il comma 1, lettera g, specifica, infatti, che sono escluse dalla garanzia del fondo le imprese che presentano "*posizioni classificate come in sofferenza o inadempienza probabile...o che rientrano nella nozione di impresa in difficoltà*". Il comma 6, infine, estende la garanzia anche alle imprese agricole e alle imprese operanti nel settore della pesca.

È necessario chiarire anche cosa sia il Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese. Questo fondo venne istituito nel 2000 con la legge numero 662/1996 con lo scopo di supportare le piccole e le medie imprese nell'ottenimento dei finanziamenti bancari, fornendo garanzie alle banche stesse. Così facendo il rischio di credito per l'istituto bancario si abbassa notevolmente, incentivandole a concedere i finanziamenti.

Articolo 55: misure di sostegno finanziario alle imprese. Questo articolo va a sostituire l'articolo 44-bis del decreto-legge del 30

aprile 2019 con un nuovo articolo 44-bis. Lo scopo è quello di sbloccare nuove risorse per le imprese vista la crisi di liquidità, incentivandole a cedere i crediti deteriorati. Al comma 1 viene infatti specificato che, qualora un'impresa ceda i propri crediti nei confronti di debitori inadempienti entro il 30 dicembre 2020, potrà trasformare le attività per imposte anticipate in credito d'imposta. I crediti ceduti possono essere sia di natura commerciale che finanziaria. Il comma specifica anche l'ammontare del credito d'imposta, pari al massimo al 20 per cento dei crediti ceduti. Il comma 2 indica che i crediti d'imposta creatisi con la trasformazione possono essere utilizzati in compensazione senza un ammontare prestabilito, ma devono essere indicati nella dichiarazione dei redditi. Lo scopo è quello di creare liquidità riducendo le uscite legate al pagamento delle imposte. Anche in questo articolo è presente una limitazione simile a quella inserita al comma 1, lettera g, dell'articolo 49 poc'anzi descritto. Il comma 4 prescrive infatti che *"il presente articolo non si applica a società per le quali sia stato accertato lo stato di dissesto o il rischio di dissesto...ovvero lo stato di insolvenza"*. Anche in questo caso si vuole evitare che società ed imprese in grave difficoltà prima della pandemia beneficino di questa norma. Al comma 5 viene precisato che si è di fronte ad un inadempimento quando il debitore non adempie al proprio debito dopo 90 giorni dalla data fissata per il pagamento. L'ultimo comma, il comma 6, prescrive che quanto detto finora non si applica alla cessione dei crediti tra società legate da rapporti di controllo e tra le società controllate dallo stesso soggetto.

Articolo 56: misure di sostegno finanziario alle micro, piccole e medie imprese colpite dall'epidemia di COVID-19. Anche questo articolo è volto a sostenere le imprese incrementando le loro disponibilità liquide. È appunto l'articolo 56 che va a prevedere la moratoria per piccole e medie imprese. Al comma 1 viene ribadita la gravità della pandemia, che viene identificata come *"evento*



*eccezionale e di grave turbamento per l'economia".* Il secondo comma indica quali sono i pagamenti soggetti a moratoria:

- a) divieto di revoca, fino al 30 settembre 2020, per le aperture di credito a revoca e per i prestiti accordati a fronte di anticipo su crediti;
- b) proroga dei contratti per i prestiti non rateali al 30 settembre 2020, compresi gli elementi accessori;
- c) sospensione del pagamento delle rate per i mutui e per altri finanziamenti rateali fino al 30 settembre 2020.

Per poter accedere alla moratoria l'impresa, come indicato al terzo comma, deve dichiarare di aver subito grosse perdite di liquidità a causa della pandemia da COVID-19. Il comma 4 inserisce una limitazione, che ha la stessa funzione delle limitazioni inserite nei due articoli sopra esposti, cioè che non possono accedere alla moratoria le imprese le cui esposizioni debitorie non siano classificate come deteriorate. Il comma 6 indica che, su richiesta del soggetto finanziatore, le operazioni indicate al secondo comma possono essere garantite da una sezione speciale dal Fondo di Garanzia per le PMI per:

- a) il 33 per cento del maggior credito utilizzato tra la data di entrata in vigore del decreto e il 30 settembre 2020;
- b) il 33 per cento per i finanziamenti non rateali;
- c) il 33 per cento delle rate dei mutui e degli altri finanziamenti rateali. Questa sezione speciale del fondo viene inoltre dotata di 1730 milioni di euro per le garanzie.

Articolo 57: supporto alla liquidità delle imprese colpite dall'emergenza epidemiologica mediante meccanismi di garanzia. Questo articolo introduce la possibilità di usufruire di garanzie anche per quelle imprese che non rientrano nella definizione di PMI e che quindi non possono avvalersi del Fondo di Garanzia. Al primo comma viene infatti indicato che Cassa Depositi e Prestiti possa sostenere le banche e gli altri istituti finanziari

nell'erogazione dei finanziamenti ai soggetti sopra indicati con l'aggiunta di una garanzia da parte dello Stato, pari al massimo all'80 per cento delle esposizioni assunte da Cassa Depositi e Prestiti. A tal scopo con il comma 3 viene istituito un fondo, presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, provvisto di 500 milioni di euro.

Il titolo IV ha come articoli principali i seguenti:

Articolo 60: rimessione in termini per i versamenti. Qui viene rimandata la scadenza per i versamenti verso le pubbliche amministrazioni, compresi i contributi previdenziali e assistenziali nonché i premi relativi all'assicurazione obbligatoria, dal 16 al 20 marzo 2020.

Articolo 61: sospensione dei versamenti delle ritenute, dei contributi previdenziali e assistenziali e dei premi per l'assicurazione obbligatoria. In questo articolo viene sospeso il versamento delle ritenute, dei contributi previdenziali e assistenziali e dei premi per l'assicurazione obbligatoria alle imprese operanti nei settori maggiormente colpiti dalla pandemia. Era già stata prevista per il settore del turismo, ma con questo articolo la sospensione viene estesa anche al settore dello sport, dell'arte e della cultura, della ristorazione, dei trasporti, dell'educazione e dell'assistenza e della gestione di fiere ed eventi. Viene anche prevista la sospensione del versamento dell'IVA in scadenza al 16 marzo 2020, che potrà essere saldata in un'unica soluzione entro il 31 maggio 2020 o, in alternativa, in cinque rate a partire sempre da maggio, ad eccezione del settore sportivo per cui è previsto il pagamento della prima rata a giugno 2020.

Articolo 62: sospensione dei termini degli adempimenti e dei versamenti fiscali e contributivi. Qui viene prevista la sospensione degli *“adempimenti tributari diversi dai versamenti e diversi dall'effettuazione delle ritenute alla fonte e delle trattenute relative all'addizionale regionale e comunale”* in scadenza nel periodo

compreso tra l'8 marzo e il 31 maggio 2020. Al comma 2 viene prevista la sospensione, per gli esercenti attività di impresa, arte o professione con ricavi o compensi inferiori a 2 milioni di euro, i versamenti da autoliquidazione con pagamento diretto da parte del contribuente, quindi IVA, contributi previdenziali e assistenziali e assicurazioni obbligatorie.

Anche in questo caso l'obiettivo di questi tre articoli è evidente. Uniti ai provvedimenti indicati nel titolo terzo lo scopo di questa parte del decreto-legge "Cura Italia" appare evidente. Si cerca in tutti i modi di non far uscire disponibilità liquide dalle casse delle imprese e di fornire tutti gli strumenti per anzi poterle incrementare..

## 2.2 Decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23, "Decreto Liquidità"

Il "Decreto Liquidità" è il secondo decreto-legge emanato dal Governo italiano nel 2020, per combattere gli effetti della pandemia da COVID-19. Questo decreto è diviso in 5 Capi così titolati:

- Capo I "*Misure di accesso al credito per le imprese*", articoli 1, 2 e 3;
- Capo II "*Misure urgenti per garantire la continuità delle imprese colpite dall'emergenza COVID-19*", articoli da 4 a 14;
- Capo III "*Disposizioni urgenti in materia di esercizio e di poteri speciali nei settori di rilevanza strategica*", articoli 15, 16 e 17;
- Capo IV "*Misure fiscali e contabili*", articoli da 18 a 35;
- Capo V "*Disposizioni in materia di salute e lavoro*", articoli da 38 a 44.

Gli articoli di interesse per la tesi sono contenuti nei Capi I, II, IV e sono:

Articolo 1: misure temporanee per il sostegno alla liquidità delle imprese. L'articolo ha come scopo quello di assicurare liquidità

alle imprese che sono state colpite dalla pandemia. Al comma 1 viene indicato che sarà SACE S.p.A ad emettere le garanzie, essendo dotata di un budget massimo di 200 miliardi, di cui, però, 30 miliardi ad uso esclusivo per le PMI, lavoratori autonomi, liberi professionisti con partita IVA che abbiano, però, già usufruito al massimo le garanzie del Fondo di Garanzia. Al secondo comma sono indicate tutte le condizioni per accedere alle garanzie di SACE S.p.A. Il primo limite riguarda la durata temporale del finanziamento cui si richiede garanzia, che non deve eccedere i 6 anni. Dopodiché viene prescritto che un'impresa, per poter ottenere le garanzie, non deve risultare come "impresa in difficoltà" al 31 dicembre 2019 e, al 29 febbraio 2020, non avere esposizioni deteriorate presso il sistema bancario. Anche in questo caso, come per il decreto-legge "Cura Italia", si vuole evitare che imprese in difficoltà prima del Covid possano beneficiare di queste agevolazioni costruite appositamente per porre rimedio alle difficoltà economiche e finanziarie causate dalla pandemia. Successivamente viene posto un ulteriore limite, questa volta di tipo quantitativo, sull'importo cui viene chiesta la garanzia. L'articolo prescrive che il finanziamento non deve essere superiore al maggiore dei seguenti due elementi: il 25 per cento del fatturato annuo del 2019 o il doppio dei costi per il personale sostenuti anch'essi nel 2019. Per quanto riguarda la copertura, i casi sono i seguenti:

- a) per le imprese che hanno meno di cinquemila dipendenti ed un fatturato pari od inferiore a 1.5 miliardi di euro, il finanziamento è garantito per il 90 per cento;
- b) per le imprese con un fatturato compreso tra 1.5 e 5 miliardi di euro e che hanno più di cinquemila dipendenti, il finanziamento è garantito all'80 per cento;
- c) per le imprese con un fatturato maggiore a 5 miliardi di euro la garanzia copre il 70 per cento del finanziamento.

Vengono poste successivamente altre due condizioni per poter ottenere la garanzia. La prima di queste condizioni è che l'impresa, e il gruppo cui appartiene, si impegnino a non distribuire utili o il riacquisto di azioni per l'intero 2020. La seconda condizione è che *“ l'impresa che beneficia della garanzia assume l'impegno a gestire i livelli occupazionali attraverso accordi sindacali ”*.

Articolo 13: Fondo centrale di garanzia PMI. L'articolo in oggetto tratta la materia del Fondo di garanzia per le PMI. Le disposizioni contenute al primo comma trovano applicazione fino al 31 dicembre del 2020. La garanzia erogata dal Fondo è a titolo gratuito e viene ribadito che l'importo massimo per singola impresa è pari a 5 milioni di euro, estendendo però l'accesso alle imprese che hanno meno di 499 dipendenti. Alla lettera c) viene elevata anche la percentuale di copertura della garanzia diretta, che ora passa al *“90 per cento dell'ammontare di ciascuna operazione finanziaria..., per le operazioni finanziarie con durata fino a 72 mesi”*. L'importo di queste operazioni non deve superare:

- 1) il doppio delle spese salariali dell'anno 2019;
- 2) il 25 per cento del fatturato dell'anno 2019;
- 3) i costi del capitale di esercizio e di investimento per i successivi 18 mesi, se l'impresa è una PMI, o 12 mesi, se l'impresa ha meno di 499 dipendenti.

Per quanto riguarda la riassicurazione, anche questa viene elevata rispetto a quanto previsto dal decreto-legge “Cura Italia”, arrivando al 100 per cento dell'importo, anche utilizzando le sezioni speciali de Fondo, se il finanziamento aveva già una garanzia di Confidi o di un altro fondo di garanzia. La garanzia verrà concessa automaticamente, e senza applicazione del modello di valutazione. Viene anche prevista la possibilità di concedere la garanzia a coloro che hanno esposizioni classificate come “inadempienze probabili” o “scadute o sconfinanti deteriorate” dopo il 31 gennaio 2020. Per i finanziamenti al di

sotto di 25 mila euro (valore incrementato a 30 mila con conversione in legge del presente decreto) è prevista la copertura al 100 per cento, sia in garanzia diretta che in riassicurazione, se:

- 1) l'impresa, o la persona fisica esercente arti o professioni, dichiara tramite autodichiarazione di aver subito danni dalla pandemia da COVID-19;
- 2) il rimborso non deve avvenire prima di 24 mesi e con durata massima di 72 mesi (incrementata a 120 mesi con la conversione in legge);
- 3) l'importo non superiore al 25 per cento dei ricavi e comunque non superiore a 30 mila euro.

Viene inoltre indicata la possibilità, per una PMI con ricavi inferiori a 3.200.000 euro e che presenta autodichiarazione, di poter ricevere una garanzia da parte di Confidi, cumulata con quella descritta alla lettera c), fino al raggiungimento del 100 per cento del finanziamento. Con il comma 11 viene esteso l'utilizzo di questo articolo anche alle imprese agricole e della pesca.

Articolo 18: sospensione di versamenti tributari e contributivi. Come si può capire già dal titolo, questo articolo prevede la sospensione dei versamenti delle ritenute alla fonte e delle trattenute relative all'addizionale regionale, all'IVA, ai contributi previdenziali e assistenziali e ai premi per l'assicurazione obbligatoria per i soggetti che hanno subito un calo dei corrispettivi di almeno il 33 per cento nei mesi di marzo e aprile 2020, rispetto allo stesso periodo del 2019, e con ricavi e compensi inferiori a 50 milioni. Sono previste le stesse sospensioni anche per i soggetti che hanno ricavi e compensi superiori a 50 milioni di euro ma con una riduzione dei corrispettivi di almeno il 50 per cento. Queste esenzioni sono estese anche alle imprese e ai soggetti esercenti attività di arte o professione, ma solamente se hanno iniziato ad intraprendere l'attività dopo il 31 marzo 2019. Al comma 7 viene indicato come avverrà il pagamento delle somme sospese, offrendo due

soluzioni: o pagamento integrale di quanto dovuto in una sola soluzione entro il 30 maggio 2020, oppure pagamento di quanto dovuto in un massimo di cinque rate dal mese di giugno 2020. Tutto ciò si applica solo se i soggetti hanno il domicilio fiscale, la sede legale o la sede operativa all'interno del territorio dello Stato.

### 2.3 Decreto-legge 19 maggio 2020, n.34, "Decreto Rilancio"

Con questo nuovo provvedimento il Governo italiano ha ulteriormente tentato di dare aiuto al sistema economico e sociale profondamente colpito dalla pandemia. È un decreto molto più lungo e articolato rispetto ai precedenti, che prende in esame vari aspetti della crisi pandemica, sanità, imprese, famiglia, lavoratori e pubblica amministrazione. Il decreto è diviso in otto titoli, per un totale di ben 266 articoli. Gli articoli considerati importanti ai fini di questa tesi sono contenuti in due titoli:

- Titolo II *"Sostegno alle imprese e all'economia"*;
- Titolo VI *"Misure fiscali"*.

Verranno ora visionati i sopra citati articoli uno per uno, con la stessa metodologia già adottata in precedenza con i Decreti "Cura Italia" e "Liquidità".

Articolo 24: disposizioni in materia di versamento IRAP. Viene prevista la cancellazione definitiva del saldo dell'IRAP relativa al 2019, nonché l'acconto IRAP per l'anno 2020. Il comma 2 indica che tale cancellazione non è valida per le imprese di assicurazione, per le Amministrazioni pubbliche, per le Amministrazioni della Camera dei Deputati, del Senato, della Corte Costituzionale, della Presidenza della Repubblica e per gli organi legislativi delle Regioni a statuto speciale. Il quarto comma prevede l'istituzione, presso il MEF, di un fondo di 448 miliardi di euro per poter ristorare le Regioni e le province autonome delle mancate entrate causate dall'applicazione di questo articolo.

Articolo 25: contributo a fondo perduto. *“Al fine di sostenere i soggetti colpiti dall'emergenza epidemiologica “Covid-19”, è riconosciuto un contributo a fondo perduto a favore dei soggetti esercenti attività d'impresa e di lavoro autonomo e di reddito agrario, titolari di partita IVA”,* così esordisce il primo comma di questo articolo. Il contributo a fondo perduto è destinato solamente ai possessori di reddito agrario e ai soggetti con ricavi che non superino i 5 milioni di euro nell'anno 2019 che non siano enti pubblici, intermediari finanziari, società di partecipazione finanziaria, non finanziaria e assimilati. Il quarto comma prevede un'ulteriore limitazione all'erogazione del contributo, che il fatturato o i corrispettivi del mese di aprile 2020 siano inferiori di due terzi a quelli registrati nell'aprile 2019, ma prevede anche che il contributo sia sempre dovuto ai soggetti che hanno avviato la propria attività dal primo gennaio 2019, e per quelli che svolgono la propria attività nei comuni più colpiti dalla pandemia. Per calcolare l'ammontare del contributo a fondo perduto è necessario moltiplicare una delle seguenti percentuali alla differenza tra il fatturato o i corrispettivi di aprile 2020 e di aprile 2019:

- a) 20 per cento per ricavi o i corrispettivi sono inferiori a 400 mila euro;
- b) 15 per cento per ricavi o i corrispettivi sono compresi tra 400 mila e 1 milione di euro;
- c) 10 per cento per ricavi e i compensi sono compresi tra 1 milione e 5 milioni di euro.

Il comma 6 prevede comunque un ammontare minimo del contributo erogato, pari a 1.000 euro per le persone fisiche e 2.000 euro per i soggetti diversi dalle persone fisiche. Per poter ottenere il contributo è prevista la presentazione di un'istanza all'Agenzia delle entrate in cui si attesti di rispettare le prerogative sopra descritte. Se la verifica ha esito positivo, il contributo viene accreditato direttamente nel conto corrente bancario o postale del soggetto beneficiario.



Articolo 28: credito d'imposta per i canoni di locazione degli immobili a uso non abitativo e affitto d'azienda. L'articolo in oggetto prevede un credito d'imposta pari al 60 per cento del canone mensile di locazione, leasing o di concessione immobiliare per gli immobili ad uso non abitativo. Il primo comma specifica che i soggetti destinatari devono essere *“esercenti attività d'impresa, arte o professione, con ricavi o compensi non superiori a 5 milioni di euro”* nell'anno 2019. Il comma 2 disciplina il caso particolare dell'affitto d'azienda e dei contratti di servizi a prestazioni complesse, per cui viene previsto un credito d'imposta pari al 30 per cento del canone. Quanto sin qui detto non va applicato alle attività alberghiere e agrituristiche, in quanto ne hanno sempre diritto. Il quinto comma prevede un credito d'imposta anche per i soggetti locatori dell'immobile, ai quali spetta solamente se hanno subito una riduzione del fatturato o dei corrispettivi di almeno il 50 per cento rispetto allo stesso mese dell'anno precedente.

Articolo 30: riduzione degli oneri delle bollette elettriche. Come si può facilmente intuire dal titolo dell'articolo, viene disposta la riduzione, da parte dell'Autorità di regolazione per energia reti e ambiente, della spesa delle utenze elettriche per gli usi non domestici per i mesi di maggio, giugno e luglio 2020.

Articolo 31: rifinanziamento fondi. Con il presente articolo si vanno a destinare ulteriori risorse al Fondo di Garanzia per le PMI, arrivando ad un ammontare complessivo, comprensivo degli stanziamenti del decreto-legge *“Cura Italia”* e *“Decreto Liquidità”*, di 7 miliardi di euro circa.

Questi primi cinque articoli sono contenuti nel Titolo II del decreto, più precisamente al Capo I, intitolato *“Misure di sostegno”*.

Articolo 126: proroga dei termini di ripresa della riscossione dei versamenti sospesi. L'articolo prevede che i versamenti che sono stati sospesi dall'articolo 18 del decreto-legge *“Decreto Liquidità”* possano essere versati in soluzione unica entro il 16 settembre

2020 oppure mediante il pagamento di quattro rate, di pari importo, con il versamento della prima entro il 16 settembre 2020. Viene quindi estesa la sospensione già prevista all'articolo 18.

Articolo 127: proroga dei termini di ripresa della riscossione per i soggetti di cui agli articoli 61 e 62 del decreto legge 17 marzo 2020, n. 18, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 aprile 2020, n. 27. Anche in questo caso viene estesa la sospensione dei versamenti, già prevista dagli articoli 61 e 62 del decreto-legge "Cura Italia", al 16 settembre 2020. Il pagamento può essere effettuato in un unico versamento entro il 16 settembre oppure con pagamento rateale in quattro rate, con primo versamento sempre entro il 16 settembre.

Questi ultimi due articoli sono invece trattati al Titolo VI del decreto. Oltre a queste norme fiscali ed incentivi, il decreto-legge ne contiene molti altri, che però non rientrano nei fini della trattazione prevista per questa tesi. Per i lettori che volessero approfondire, potranno trovare il link di rimando per il testo integrale esposto in Gazzetta Ufficiale.

#### 2.4 Decreto-legge 14 agosto 2020, n. 104, "Decreto Agosto"

Anche questo decreto-legge ha lo scopo di introdurre provvedimenti indispensabili dettati dal perdurare della pandemia in relazione alle tematiche della salute, lavoro, scuola ed economia. Il decreto è suddiviso nel seguente modo:

- Capo I "*Disposizioni in materia di lavoro*", articoli da 1 a 26;
- Capo II "*Disposizioni in materia di coesione territoriale*", articoli 27 e 28;
- Capo III "*Disposizioni in materia di salute*", articoli da 29 a 31;
- Capo IV "*Disposizioni in materia di scuola, università ed emergenza*", articoli da 32 a 38;

- Capo V *“Disposizioni concernenti Regioni, enti locali e sisma”*, articoli da 39 a 57;
- Capo VI *“Sostegno e rilancio all’economia”*, articoli da 58 a 96;
- Capo VII *“Misure fiscali”*, articoli da 97 a 113;
- Capo VIII *“Disposizioni finali e copertura finanziaria”*, articoli 114 e 115.

Gli articoli di interesse sono contenuti, come facilmente intuibile, nei Capi VI e VII, e sono:

Articolo 60: rifinanziamenti di misure a sostegno delle imprese. L’articolo in oggetto prevede degli stanziamenti a rifinanziamento di misure già istituite. Al comma 1 viene previsto il rifinanziamento di 64 milioni di euro per la “Nuova Sabatini”, concernente le agevolazioni sull’acquisto di beni strumentali. Il secondo comma prevede lo stanziamento di 500 milioni di euro per i progetti di sviluppo per le imprese rilevanti nella crescita del Paese, con un occhio di riguardo verso il Mezzogiorno. Il comma 4 prevede lo stanziamento di 50 milioni per i voucher alle imprese che decidono di ricorrere alla consulenza di figure specializzate sull’innovazione e sull’ammodernamento degli assetti gestionali, con l’obiettivo di rafforzare la trasformazione tecnologica e digitale delle PMI. Ed, infine, il sesto comma stanziava 950 milioni di euro al Fondo Ipcei (Importanti Progetti di Interesse Comune Europeo) *“per il sostegno alle imprese che presentano che partecipano alla realizzazione degli importanti progetti di comune interesse europeo”*.

Articolo 64: rifinanziamento del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese e interventi a sostegno delle imprese e dell’occupazione anche nel Mezzogiorno, nonché in favore degli enti del terzo settore. L’articolo prevede un rifinanziamento del Fondo di Garanzia per le PMI, una delle misure più importanti varate a sostegno delle piccole e medie imprese italiane, di: 3.100

milioni di euro per il 2023, 2.635 milioni di euro per l'anno 2024 e 1.600 milioni di euro per il 2025.

Articolo 65: proroga moratoria per le PMI ex articolo 56 del decreto-legge n. 18 del 2020. L'articolo prevede l'estensione della moratoria, introdotta dal "Decreto Cura Italia", al 31 gennaio 2021. Viene inoltre prevista, al secondo comma, che l'estensione avvenga in modo automatico per tutti i soggetti già ammessi alla moratoria, salva rinuncia del soggetto interessato. Inoltre, viene data la possibilità alle imprese che hanno esposizioni non ammesse al provvedimento di moratoria, di essere ammesse, entro il 31 dicembre 2020, se sussistono le condizioni indicate nell'articolo 56.

I tre articoli appena riportati sono contenuti nel Capo VI, con le altre disposizioni a sostegno dell'economia. Il prossimo articolo, invece, è inserito nel Capo VII, con le disposizioni fiscali:

Articolo 97: ulteriore rateizzazione dei versamenti sospesi. L'articolo prevede la modalità di rientro dei versamenti sospesi con gli articoli 126 e 127 del "Decreto Rilancio". Viene specificato che tali versamenti possono essere effettuati per il 50 per cento dell'importo sospeso in una soluzione unica, entro il 16 settembre 2020, o mediante un massimo di quattro rate mensili a partire sempre dal 16 settembre 2020. Con riguardo al restante 50 per cento, può essere versato a rate, per un massimo di 24 rate mensili, e con il versamento della prima rata entro il 16 gennaio 2021

## 2.5 Decreti-legge "Ristori"

I decreti-legge indicati come "Ristori" sono quattro decreti che prevedono norme ad hoc per conferire appunto ristori alle attività che hanno dovuto sospendere, parzialmente o totalmente, la loro attività a causa delle misure di contenimento adottate dal Governo a partire dall'autunno del 2020. I quattro decreti sono:

- Decreto-legge 28 ottobre 2020, n. 137, "Decreto Ristori";

- Decreto-legge 9 novembre 2020, n. 149, “Decreto Ristori bis”;
- Decreto-legge 23 novembre 2020, n. 154, “Decreto Ristori ter”;
- Decreto-legge 30 novembre 2020, n. 157, “Decreto Ristori quater”.

Gli articoli che verranno presentati sono alcuni di quelli previsti da questa serie di decreti-legge, in quanto la maggior parte delle norme contenute sono estremamente settoriali e rivolte a determinati settori, come , ad esempio, il settore della ristorazione e quello alberghiero, solo per citarne alcuni. Gli articoli che verranno presentati di seguito sono quelli che possono essere applicati a tutte le imprese in tutti i settori economici. Si ricorda che nella sitografia si possono trovare i link per accedere al testo dei decreti nella Gazzetta Ufficiale, per i lettori che volessero approfondire l’argomento.

Articolo 10 “Decreto Ristori”: proroga del termine per la presentazione del modello 770. Il presente articolo proroga il termine di presentazione della dichiarazione dei sostituti d’imposta, relativa all’anno 2019, al 10 dicembre 2020.

Il modello 770 è il modello utilizzato dalle imprese e dalle amministrazioni pubbliche per la dichiarazione dei dati relativi a ritenute sui dividendi, ai proventi delle partecipazioni, ai redditi da capitale e alle operazioni di natura finanziaria, ai versamenti effettuati, alle compensazioni operate, ai crediti d’imposta utilizzati e ai dati sulle somme sui pignoramenti eseguiti.

Articolo 1 “Decreto Ristori quater”: proroga del termine di versamento del secondo acconto delle imposte sui redditi e dell’Irap. Come indicato dal titolo dell’articolo, vengono previste una serie di proroghe per quanto riguarda il pagamento dell’Irap. Il primo comma prevede una proroga sul versamento dell’acconto dell’imposta, in scadenza il 30 novembre, al 10 dicembre 2020. Il secondo comma prevede una proroga maggiore per quelle imprese, con ricavi o compensi non superiori a 50 milioni di euro

per l'anno 2019, e che hanno subito una riduzione del fatturato di almeno il 33 per cento nel primo semestre 2020, rispetto al primo semestre del 2019, portando il pagamento al 30 aprile 2021, data entro cui dovrà anche effettuarsi il versamento degli importi dovuti.

Articolo 2 “Decreto Ristori quater”: sospensione dei versamenti tributari in scadenza nel mese di dicembre. L'articolo prevede la sospensione del versamento delle trattenute delle addizionali regionali e comunali, del versamento dell'IVA e dei contributi previdenziali e assistenziali a condizione che i ricavi o compensi dell'impresa, nell'anno 2019, siano inferiori a 50 milioni di euro e che abbiano subito una riduzione del fatturato di almeno il 33 per cento nel mese di novembre 2020, rispetto al mese di novembre 2019. Viene prevista che l'effettuazione dei versamenti sospesi sia effettuata o in unica soluzione entro il 16 marzo 2021 o tramite rateizzazione in quattro rate mensili, con versamento della prima rata entro il 16 marzo 2021.

Articolo 3 “Decreto Ristori quater”: proroga del termine per la presentazione della dichiarazione in materia di imposte sui redditi e Irap. L'articolo prevede la proroga del termine di presentazione della dichiarazione telematica per le imposte sui redditi e per l'Irap al 10 dicembre 2020, concedendo quindi una proroga di 10 giorni rispetto alla data prefissata, il 30 novembre 2020.

## 2.6 Decreto-legge 22 marzo 2021, n. 41, “Decreto Sostegni”

L'introduzione di questo decreto si è resa necessaria dal perdurare della situazione di emergenza sanitaria, per *“introdurre apposite e più incisive misure a sostegno dei settori economici e lavorativi più direttamente interessati dalle misure restrittive”*. Il “Decreto Sostegni” è diviso nel seguente numero di titoli:

- Titolo I *“sostegno alle imprese e all'economia”*, articoli da 1 a 6;
- Titolo II *“disposizioni in materia di lavoro”*, articoli da 7 a 19;

- Titolo III *“misure in materia di salute e sicurezza”*, articoli da 20 a 22;
- Titolo IV *“enti territoriali”*, articoli da 23 a 30;
- Titolo V *“altre disposizioni urgenti”*, articoli da 31 a 43.

Gli articoli di interessi sono contenuti all'interno del Titolo I, e sono:

Articolo 1: contributo a fondo perduto in favore degli operatori economici e proroga dei termini per precompilata IVA. In questo articolo viene previsto la corresponsione di un contributo a fondo perduto per i soggetti, titolari di partita IVA, che svolgano attività di impresa, arte o professione. Questo contributo viene erogato solamente a quei soggetti che hanno ricavi o compensi inferiori a 10 milioni di euro, nell'anno 2019, e solamente se l'ammontare medio del fatturato o dei corrispettivi dell'anno 2020 è inferiore del 30 per cento rispetto all'anno 2019. Gli interessati all'ottenimento del contributo devono presentare un'apposita istanza all'Agenzia delle entrate. Per il calcolo del contributo viene applicata una percentuale sulla differenza poc'anzi indicata, la cui massima prevista è del 50 per cento per ricavi o compensi inferiori a 100 mila euro e la minima è del 20 per cento, per ricavi o compensi tra 5 e 10 milioni di euro. Viene comunque indicato un contributo minimo, di 1000 euro per le persone fisiche e di 2000 per i soggetti diversi dalle persone fisiche, e viene inoltre precisato che il contributo massimo erogato non può essere superiore a 150 mila euro.

Articolo 6: riduzione degli oneri delle bollette elettriche e della tariffa speciale del Canone RAI. Con questo articolo viene prevista la riduzione delle utenze elettriche per gli usi non domestici per i mesi di aprile, maggio e giugno 2021.

Gli articoli che trattano di liquidità e di impresa sono, come visto, solamente due. Questo perché il decreto si concentra maggiormente su temi quali lavoro, salute e enti territoriali. Nel

Titolo V, quello con il maggior numero di articoli, vengono trattati temi quali l'istruzione, anche universitaria, il funzionamento delle forze dell'ordine e altri temi specifici. È presente anche un articolo, il 37, che si occupa di trattare una misura di sostegno riservata alle grandi imprese in difficoltà. Essendo la tesi rivolta alla media impresa, non è sembrato consono inserire questo articolo nella lista sopra fatta, ma è comunque ritenuto opportuno, a parere di chi scrive, segnalarlo.

## 2.7 Decreto-legge 25 maggio 2021, n. 73 , “Decreto Sostegni bis”

Emesso in relazione alla necessità di *“introdurre apposite e più incisive misure a sostegno”* visto il perseguire della pandemia e delle misure restrittive. Anche per questo decreto, come di fatto per tutti i decreti precedentemente visionati, la necessità è quella di supportare con misure specifiche una situazione estremamente delicata, continuando a migliorare i decreti rispetto ai precedenti. Anche in questo caso il decreto è suddiviso in Titoli, che riguardano:

- Titolo I *“Sostegno alle imprese, all’economia e abbattimento dei costi fissi”*, articoli da 1 a 11;
  - Titolo II *“Misure per l’accesso al credito e la liquidità delle imprese”*, articoli da 12 a 25;
  - Titolo III *“Misure per la tutela della salute”*, articoli da 26 a 35;
  - Titolo IV *“Disposizioni in materia di lavoro e politiche sociali”*, articoli da 36 a 50;
  - Titolo V *“Enti territoriali”*, articoli da 51 a 57;
  - Titolo VI *“Giovani, scuola e ricerca”*, articoli da 58 a 64;
  - Titolo VII *“Cultura”*, articoli da 65 a 67;
  - Titolo VIII *“Agricoltura e trasporti”*, articoli da 68 a 73;
  - Titolo IX *“Disposizioni finali”*, articoli da 74 a 78.



Gli articoli che verranno commentati sono contenuti all'interno del Titolo I e Titolo II. Nel Titolo I si trovano i seguenti articoli:

Articolo 1: contributo a fondo perduto. Questo primo articolo prevede, come l'articolo 1 del "Decreto Sostegni", l'erogazione di un contributo a fondo perduto *"al fine di sostenere gli operatori economici colpiti dall'emergenza epidemiologica"* verso i soggetti titolari di partita IVA che hanno presentato la domanda e successivamente ottenuto il contributo previsto dal "Decreto Sostegni". Il contributo è pari a quello già percepito ed è previsto o l'accreditamento diretto sul conto corrente bancario o postale del beneficiario, oppure il suo riconoscimento come credito d'imposta. Al quinto comma viene introdotto un ulteriore contributo a fondo perduto *"al fine di sostenere gli operatori economici maggiormente colpiti dall'emergenza epidemiologica"* che è alternativo a quello poc'anzi descritto. Per coloro che hanno beneficiato del contributo indicato al comma 1 del presente decreto, potranno ottenere l'eventuale maggior valore del contributo. Il comma 7 prescrive che questo contributo spetta esclusivamente ai titolari di reddito agrario e ai soggetti con ricavi e compensi, dell'anno 2019, inferiori a 10 milioni di euro. Viene successivamente posta una condizione, ed è che la differenza tra il fatturato o corrispettivi medi del periodo 1 aprile 2020 - 31 marzo 2021 sia inferiore del 30 per cento rispetto al medesimo periodo, 1 aprile - 31 marzo, degli anni 2019 - 2020. Anche questo contributo è calcolato applicando una percentuale prestabilita alla differenza di fatturato o corrispettivi tra questi due periodi, con percentuali che vanno dal 60 al 20 per cento per coloro che hanno beneficiato del contributo istituito con il "Decreto Sostegni", mentre per coloro che non ne hanno beneficiato le percentuali sono maggiori, dal 90 al 30 per cento. L'importo del contributo, in ogni caso, non può essere superiore a 150 mila euro e deve essere richiesto dall'interessato con presentazione di apposita istanza all'Agenzia delle entrate. Il

comma 16 inserisce in ulteriore contributo a fondo perduto, che spetta *“a condizioni che vi sia un peggioramento del risultato economico d’esercizio relativo al periodo d’imposta in corso al 31 dicembre 2020, rispetto a quello relativo al periodo d’imposta in corso al 31 dicembre 2019”*, il cui importo non può superare i 15 mila euro. Anche per quest’ultimo caso, i soggetti interessati all’ottenimento del contributo devono presentare apposita domanda telematica all’Agenzia delle entrate.

Articolo 2: Fondo per il sostegno delle attività economiche chiuse. Questo articolo prevede la costituzione di un fondo, denominato *“Fondo per il sostegno delle attività economiche chiuse”* con lo scopo di supportare e di favorire la continuità di quelle attività che hanno subito una chiusura forzata, per almeno quattro mesi (modificato successivamente a 100 giorni dalla legge di conversione), nel lasso di tempo che va dal 1 gennaio 2021 alla data di conversione del presente decreto (legge 23 luglio 2021, n.106).

Articolo 4: estensione e proroga del credito d’imposta per i canoni di locazione degli immobili a uso non abitativo e affitto d’azienda. Come indicato dal titolo dell’articolo, questa misura è volta a prorogare il credito d’imposta per canoni di locazione e affitto d’azienda, ad uso non abitativo, per i mesi da gennaio a maggio 2021. Questo credito spetta solamente se il fatturato o i corrispettivi medi del periodo 1 aprile 2020 – 31 marzo 2021 è inferiore del 30 per cento rispetto al medesimo periodo 2019 – 2020.

Articolo 5: proroga riduzione degli oneri delle bollette elettriche. Viene prorogata la riduzione della spesa relativa alle bollette elettriche di bassa tensione non ad uso domestico, introdotta con il *“Decreto Sostegni”*, per il mese di luglio 2021.

Articolo 6: Agevolazioni Tari. Viene previsto ed istituito un fondo, nello stato di previsione del Ministero dell’Interno, *“finalizzato alla concessione da parte dei comuni di una riduzione della tari”* a

quelle attività che hanno risentito delle chiusure obbligatorie e/o delle restrizioni imposte per il contenimento della pandemia.

I prossimi quattro articoli sono invece inseriti all'interno del Titolo II, e sono:

Articolo 12: garanzia Fondo PMI grandi portafogli di finanziamento a medio-lungo termine per progetti di ricerca e sviluppo e programmi di investimento. Con questo articolo, l'obiettivo del Governo è quello di incentivare le imprese ad investire nei progetti di ricerca e sviluppo ed in nuove tecnologie. È infatti prevista una garanzia a favore dei finanziamenti, destinati per almeno il 60 per cento ad opere di ricerca, sviluppo e innovazione, che abbiano una durata minima di 6 anni ed una massima di 15 anni. L'ammontare massimo del portafoglio di finanziamenti è portato a 500 milioni di euro e la copertura massima all'80 per cento. Le imprese possono accedere a questa garanzia senza passare per la valutazione economico – finanziaria effettuata dal Gestore del Fondo.

Articolo 13: misure per il sostegno alla liquidità delle imprese. Questo articolo è molto importante in quanto estende le norme introdotte con il "Decreto Liquidità", riguardo all'operatività del Fondo centrale di garanzia PMI e del programma di garanzie di SACE S.p.A., al 32 dicembre 2021. Vengono però apportare delle modifiche. Con riguardo alle garanzie di SACE S.p.A., viene prevista l'estensione della durata massima dei finanziamenti garantiti, portata da 6 a 10 anni. È inoltre previsto che i finanziamenti già garantiti, di durata inferiore a 6 anni, possono essere estesi o sostituiti da nuovi finanziamenti con durata massima decennale. Per quanto riguarda la garanzia del Fondo di garanzia per le PMI, è previsto anche qua l'innalzamento della durata dei finanziamenti, fino a 120 mesi. Viene però ridotta la percentuale di garanzia diretta all'80 per cento e anche le garanzie

sui finanziamenti entro i 30 mila euro non saranno più garantiti al 100 per cento ma, bensì, al 90 per cento.

Articolo 15: misure per lo sviluppo di canali alternativi di finanziamento delle imprese. Anche questo articolo si occupa di garantire, tramite una sezione dedicata del Fondo di garanzia PMI, per le imprese con meno di 499 dipendenti, prestiti obbligazionari finalizzati alla realizzazione di programmi qualificati di sviluppo aziendale. Viene previsto un importo massimo delle obbligazioni emesse per poter accedere alla garanzia, compreso tra 2 milioni e 8 milioni di euro.

Articolo 16: proroga moratoria per le PMI. Altro articolo molto importante, prevede la proroga al 31 dicembre 2021 delle misure di sostegno inserito nell'articolo 56 del "Decreto Cura Italia" per le imprese che già ne erano ammesse.

## 2.8 Decreto-legge 27 gennaio 2022, n. 4, "Decreto Sostegni ter"

Il "Decreto Sostegni ter" è l'ultimo decreto di aiuti varato prima della conclusione dello stato di emergenza sanitaria, promulgato con il Decreto-legge del 24 marzo 2022 numero 24. Il decreto è diviso in cinque titoli:

- Titolo I *"Sostegni alle imprese e all'economia in relazione all'emergenza COVID-19"*, articoli da 1 a 10;
- Titolo II *"Regioni ed enti territoriali"*, articoli da 11 a 13;
- Titolo III *"Misure urgenti per il contenimento dei costi dell'energia elettrica"*, articoli da 14 a 18;
- Titolo IV *"Altre misure urgenti"*, articoli da 19 a 31;
- Titolo V *"Disposizioni finali finanziarie"*, articoli 32 e 33.

Nel presente decreto è riscontrabile un solo articolo di interesse, legato all'emergenza sanitaria, contenuto nel Titolo I:

Articolo 1: misure di sostegno per le attività chiuse. L'articolo in questione è volto al sostegno delle attività chiuse per contrastare

la diffusione della pandemia da COVID-19. In primis vengono stanziati 20 miliardi di euro a rifinanziamento del fondo costituito a loro supporto. In più viene previsto che per chi esercita attività d'impresa, arte o professione nel territorio dello stato, che subito la sospensione o la chiusura della sua attività, sono sospese, per il mese di gennaio 2022, i termini dei versamenti delle ritenute alla fonte e delle trattenute operate dai soggetti come sostituto d'imposta e i termini relativi al versamento dell'IVA. Il comma 3 indica che tali versamenti sospesi possono essere versati *"in unica soluzione entro il 16 ottobre 2022"*.

Con la presentazione del "Decreto Sostegni ter" si conclude la presentazione dei decreti-legge varati dai Governi per il contrasto alla pandemia. Si vuole nuovamente ricordare che esula dalle finalità di questa tesi l'analisi giuridica e del merito dei decreti sopra riportati, e che la trattazione è finalizzata esclusivamente alla presentazione del quadro generale, economico e normativo, in cui si sono trovate ad operare le imprese italiane durante i due anni di pandemia. Si rinnova l'invito, rivolto ai lettori maggiormente interessati, a consultare la Gazzetta Ufficiale per il testo integrale dei decreti.

## CAPITOLO 2: STUDI CORRELATI E METODOLOGIA DI ANALISI

### 1 Alcune ricerche che hanno affrontato il tema

Questo paragrafo fa da preambolo a quella che sarà poi la trattazione vera e propria della tesi. Qui verranno elencate le ricerche da cui è stata presa ispirazione, sia per la scelta dell'argomento della tesi che per alcune delle metodologie empiriche che verranno utilizzate. La pandemia da COVID-19 è stata un evento di portata globale, portando i legislatori e le imprese ad operare in un ambiente inesplorato con, sostanzialmente, nessun precedente nella storia a noi più contemporanea. Per questo motivo la letteratura che analizza gli effetti della pandemia è in costante espansione, in ogni campo di studio, compreso quello economico. Analizzando quanto accaduto è possibile trovare nuove strategie per resistere a shock esogeni di questa portata, apprendere dagli errori commessi e continuando ad innovare e ad innovarsi. Le ricerche che verranno riportate sono quelle che hanno avuto un impatto maggiore sulla stesura di questo elaborato, anche se sono solo una piccola parte del materiale che è possibile reperire sull'argomento. Si ricorda che i link per reperire tutti gli studi di seguito trattati possono essere trovati nella "Sitografia".

Il primo articolo che si riporta s'intitola "Impact of Covid-19 on corporate solvency and possible policy responses in the EU", pubblicato da Nawazish Mirza, Birjees Rahat, Bushra Naqvi, Syed Kumil Abbas Rizvi (Elsevier, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2023). Questo è l'articolo che più ha ispirato la realizzazione della tesi, da cui deriva una parte della metodologia adottata e dell'approccio seguito nell'analisi empirica, di cui si darà trattazione nel capitolo 3 (inserire la pagina). Come evidenziato dal titolo dell'articolo, il *paper* è incentrato sullo

studio dell'impatto della pandemia e dei possibili interventi governativi sulla solvibilità aziendale. Il dataset su cui viene svolta l'analisi è composto da 12'387 imprese quotate non finanziarie, che hanno sede nei 15 paesi dell'Unione Europea e che hanno registrato più di 10 mila contagi, a maggio 2020, facendo inoltre presente che le morti accorse in 4 di questi 15 paesi (Spagna, Italia, Francia e Germania) costituiscono il 31 per cento delle morti totali globali causate dal Covid. L'approccio empirico utilizzato è articolato in vari punti. In primis è stato utilizzato un modello statistico finalizzato al calcolo della "*market based probability of default*", quindi la probabilità di fallimento di un'impresa basata sui valori di mercato. Il sopra citato modello è stato creato partendo dalle osservazioni teoriche di – Merton (1974) – che collega la probabilità di fallimento dell'impresa alla struttura del prezzo delle opzioni. Successivamente sono stati utilizzati due ulteriori modelli "*accounting based*", cioè basati sui dati reperibili dai bilanci delle imprese del campione, applicando due modelli statistici noti nel campo della stima della probabilità di fallimento: lo *Z-score* di Altman, la versione modificata proposta da –Altman, Iwanicz-Dordowska, Laitinen e Suvas (2017)<sup>3</sup>–e l'*O-score* di Ohlson<sup>4</sup>. Entrambi questi modelli sono efficaci nella previsione della probabilità di fallimento dell'impresa, prevedendola entro due anni. Oltre all'applicazione dei modelli, sono stati calcolati anche degli indici di bilancio, per verificare la sussistenza dei flussi di cassa delle imprese del campione, in quanto indicativi della possibilità d'insolvenza dell'impresa. Gli indici calcolati sono:

- FFO<sup>5</sup> su debito;
- FOFC<sup>6</sup> su debito;

---

<sup>3</sup> <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/jifm.12053>

<sup>4</sup> <https://www.jstor.org/stable/2490395?origin=crossref>

<sup>5</sup> "Funds from operations", indicatore della redditività dei fondi comuni di investimento immobiliare

- FFO su interessi;
- EBITDA su interessi.

I primi due indici vengono classificati come *“payback ratios”*, mentre gli altri due riguardano la copertura del debito, per questo classificati come *“coverage ratios”*. Da ultimo, vengono ipotizzati tre scenari di stress, per verificare il variare della probabilità di default. Il primo scenario di stress riguarda una riduzione della capitalizzazione di mercato, rispettivamente, del 15%, 30% e 45%. L'altro scenario di stress, invece, riguarda il crollo delle vendite, 25%, 50% e 75%. Il primo scenario di stress presentato viene applicato al modello *“market based”*, mentre il secondo viene applicato al modello *“accounting based”*. L'analisi prosegue con una visione delle principali strategie adottate dagli Stati europei ad aiuto delle imprese. Infine, vengono riportati i risultati dei test descritti e apportate le opportune considerazioni, comparandoli con l'anno base scelto, il 2019. I risultati ottenuti da questa ricerca hanno rilevato che una riduzione della capitalizzazione di mercato aumenta considerevolmente il rischio di default, soprattutto per le imprese operanti nel settore estrattivo, delle costruzioni, chimico, manifatturiero e del commercio e logistica, L'impresa che opera in questi settori potrebbe riscontrare probabilità di fallimento che vanno dal 24 a 57 per cento nello scenario peggiore. Lo scenario di riduzione dei ricavi del 50-70 per cento inciderebbe sulla capacità di rimborso del debito e sulla copertura dello stesso. La ricerca ha anche evidenziato quelli che sarebbero gli effetti degli interventi messi in capo dai legislatori, quindi credito garantito, differimento della scadenza delle imposte e tasse e iniezioni di liquidità. A tal proposito i risultati hanno evidenziato che, se si verifica il primo scenario di riduzione dei ricavi, pari al 25 per cento, il posticipo del pagamento delle tasse è la scelta che andrebbe presa, in

---

<sup>6</sup> *“Free operating cash flow”*, indicativo della ricchezza prodotta dallo svolgimento dell'attività operativa economica



quanto la più ottimale. Se, invece, si verificassero i due scenari peggiori, sarebbe necessaria una strategia ibrida di supporto sia al debito che al capitale proprio per poter scongiurare ondate di fallimenti. Gli autori affermano anche che, se gli shock subiti dalle imprese dovessero essere di forte entità, sarebbe messa a rischio la loro solvibilità e la loro probabilità di default aumenterebbe di conseguenza. Il quadro generale descritto, quindi, è particolarmente fosco per l'economia dell'Unione Europea, considerando anche che gli interventi posti in essere dai governi per contrastare gli effetti della pandemia sulle imprese andrebbero a gravare ulteriormente i bilanci pubblici. Alla fine, però, viene comunque confermato che, senza tali interventi, si sarebbe potuto assistere a delle vere e proprie ondate di fallimenti come mai nella storia.

Si esamina ora il secondo dei cinque articolati selezionati e di seguito riportati: "Firm undercapitalization in Italy: business survival before and after COVID-19" a cura di Tommaso Orlando e Giacomo Rodano (Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper, 2020). L'articolo in questione, pubblicato nella sezione "*Occasional Paper*" sul sito di Banca d'Italia, riguarda lo studio della sottocapitalizzazione delle imprese, prima e durante la crisi pandemica. L'analisi è stata svolta utilizzando il nuovo "Codice della crisi e dell'Insolvenza"<sup>7</sup> che, al momento della pubblicazione di questo articolo, non era ancora entrato in vigore, causa posticipo dovuto alla pandemia. Le imprese del campione utilizzate per lo studio sono società di capitali i cui bilanci e gli altri documenti necessari sono stati reperiti dalla banca dati gestita da Cerved Group S.p.A., mentre è stato utilizzato InfoCamere S.c.p.A. per verificare se l'impresa sia in liquidazione, anche volontaria, in una procedura di fallimento o in un'altra procedura di ristrutturazione del debito. Questi dati sono stati

---

<sup>7</sup> Decreto legislativo n. 14 del 2019, successivamente emendato dal decreto legislativo n. 147 del 2020, e da ultimo modificato dal decreto legislativo n. 83 del 2022

usati per definire un'impresa "operativa" oppure "non operativa".

Viene definita operativa un'impresa:

- 1) se produce ricavi, non presenta sottocapitalizzazione e;
- 2) non è coinvolta in nessuna procedura di liquidazione.

A loro volta, le imprese classificate come operative, vengono divise in altre due categorie: se sono sottocapitalizzate vengono definite "in crisi", se invece l'equity non è al di sotto del minimo legale, vengono classificate come "sane". Le imprese che vengono classificate come operative sono quelle che faranno da riferimento per le analisi che seguiranno. Invece, con stato di crisi si intendono tutte le imprese che presentano un valore dell'equity al di sotto del minimo legale. Applicando questo concetto alla serie di dati 2010-2018, gli autori hanno ottenuto che l'8,5 per cento del campione risulterebbe in stato di crisi mentre, circa 20 mila imprese, in media, transirebbero da una situazione di corretta capitalizzazione ad una di sottocapitalizzazione. A detta degli autori, ed evidenziato dai dati pocanzi riportati, la sottocapitalizzazione è un fatto tutt'altro che raro per il sistema-impresa italiano. Successivamente gli autori analizzano quelle che sono state le conseguenze della pandemia da COVID-19 sulle imprese e se gli interventi predisposti dal Governo possano aver peggiorato questo scenario, aspettandosi un aumento di imprese che entreranno in uno stato di crisi. Gli autori hanno tentato di descrivere l'evoluzione del valore dell'equity da un anno all'altro tramite un'equazione composta solamente da valori reperibili nei documenti di bilancio, focalizzandosi sulla prospettiva di breve periodo, vista la totale imprevedibilità della pandemia e dei suoi effetti. Per testare le imprese, hanno modellato gli effetti del Covid come shock sui ricavi, che poi traslerrebbe su altri valori quali costi diretti (materie prime, servizi, ecc.) e costi del lavoro. Ciò ha consentito loro di ottenere delle previsioni del valore dell'equity delle imprese a fine 2020. Dopo di che hanno introdotto

nell'analisi le misure di sostegno varate dal Governo italiano sul bilancio di ogni singola impresa, per verificarne gli effetti. Le misure considerate sono, principalmente, la cassa integrazioni guadagni e la moratoria sui pagamenti delle rate dei debiti. L'impatto delle altre misure, quali, ad esempio, il posticipo dei pagamenti dell'IRAP e la restituzione delle rate degli affitti, sono state incorporate assieme nel modello. Gli autori specificano chiaramente che non hanno inserito nella loro analisi le strategie che potrebbero aver implementato le aziende in autonomia, ad esempio, apporto di nuovo capitale proprio o di nuovo debito. I risultati che hanno ottenuto indicano che, senza i decreti-legge emanati, la pandemia avrebbe aumentato il numero di imprese sottocapitalizzate del +14% rispetto al 2018, coinvolgendo 1.2 milioni di lavoratori. Se si vanno a considerare gli interventi governativi, la percentuale di imprese sottocapitalizzate si riduce a +12.4 per cento rispetto al 2018, coinvolgendo meno di 812 mila lavoratori. Gli autori affermano, quindi, che stando alle loro valutazioni e analisi, le misure adottate per fronteggiare la crisi ridurranno notevolmente il numero di imprese che rischiano di chiudere a causa della sottocapitalizzazione.

Il terzo articolo della lista è: "Financial support measures and credit to firm during the pandemic", a cura di Stefania De Mitri, Antnio De Socio, Valentina Nigro e Sabrina Pastorelli (Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper, 2021). Anche questo articolo, come il precedente, è stato pubblicato nella sezione "*Occasional Paper*" sul sito di Banca d'Italia. La ricerca verte sull'analisi dei principali interventi, emanati per fronteggiare la crisi da COVID-19, nel periodo che va dal marzo 2020 al marzo 2021. Più precisamente esplora le principali caratteristiche delle imprese che hanno avuto accesso alle iniziative di supporto finanziario, che risultano principalmente in prestiti garantiti e moratoria sui pagamenti. Il focus principale del legislatore è stato infatti quello di evitare, o quanto meno

arginare, la crisi di liquidità che hanno incontrato le imprese a causa dello scoppio della pandemia. L'analisi si concentra sui settori maggiormente colpiti dalle misure restrittive e sulle piccole e medie imprese (*SMEs*)<sup>8</sup>, tipicamente le imprese più fragili durante i periodi di crisi. Il dataset utilizzato per effettuare questa ricerca deriva dall'utilizzo di vari strumenti e risorse. Per quanto riguarda i prestiti garantiti, sono stati utilizzati i dati del Fondo Centrale di Garanzia e di SACE S.p.A. mentre, per i dati di bilancio e gli altri prospetti contabili, si è fatto uso della banca dati Cerved. Le informazioni sul credito erogato sono state reperite dal CCR, acronimo di "Central Credit Register", gestito da Banca d'Italia. Da ultimo, i dati sulla moratoria e sul suo utilizzo derivano da AnaCredit, a detta degli autori unica fonte di dati al riguardo, mentre il numero di dipendenti di ciascuna impresa è stato ricavato dai registri dell'INPS. I dati raccolti hanno riportato che, a differenza della crisi del 2008 e del 2012-2013, i prestiti a lungo termine sono aumentati, segno che le misure governative hanno funzionato a dovere. Infatti, il principale incremento è stato registrato proprio per le micro e le piccole imprese. Questo dato fa capire come la crisi, senza questi interventi, avrebbe avuto sicuramente impatti di gran lunga maggiori per questa categoria di imprese, come anche per la media impresa e le *mid-cap*<sup>9</sup>. Molte imprese hanno fatto ricorso anche al secondo grande strumento predisposto dal legislatore, la moratoria, spesso in combinazione con i prestiti garantiti, allo scopo di costituire una riserva precauzionale di liquidità. Il *paper* prosegue poi con una disamina delle caratteristiche delle imprese che hanno avuto accesso alle misure governative e alle probabilità di accesso a tali misure. Le indagini effettuate mostrano che i prestiti garantiti dallo Stato tra marzo 2020 e marzo 2021 ammontano a circa 165 miliardi di euro. I beneficiari sono principalmente le piccole e le micro

---

<sup>8</sup> *Small and medium-sized enterprises*

<sup>9</sup> *Middle-size capitalization*, imprese che non sono classificabili come PMI e con numero dipendenti non superiore alle 1500 unità (regolamento UE n. 651/2014)

imprese, anche se si assiste ad un incremento considerevole nell'accesso a questo strumento anche da parte di imprese di maggiori dimensioni, per le grandi imprese tramite le garanzie di SACE e, per le *mid-cap* dal Fondo Centrale di Garanzia. Soprattutto per quest'ultimo, si evidenzia un sostanziale incremento di utilizzo da parte delle *mid-cap* (+15 per cento rispetto al 2019 dove il suo utilizzo era sostanzialmente nullo). I beneficiari di queste misure si ritrovano principalmente nei settori che hanno subito maggiormente gli effetti della crisi pandemica, quindi ristorazione, commercio, alloggi e costruzioni, e nell'area del nord-ovest, sud e le isole. La ricerca rivela che le garanzie pubbliche si concentrano nelle imprese che godono di una solida struttura finanziaria, mentre i prestiti erogati dalle agenzie statali si concentrano, quasi interamente, su imprese che non presentavano prestiti deteriorati prima dello scoppio della pandemia. Gli autori proseguono poi la disamina dell'altro principale strumento, la moratoria, che si concentra principalmente nella primavera del 2020 ed è stata utilizzata soprattutto per la sospensione delle rate dei prestiti rateali. Si evidenzia che, in totale, le imprese che hanno utilizzato questo strumento sono circa 300 mila, corrispondenti a 100 miliardi di euro di debito. Anche in questo caso, i principali utilizzatori di questo strumento sono micro imprese operanti nei settori maggiormente colpiti dalla pandemia. In base alle caratteristiche delle imprese, la probabilità di essere in moratoria è maggiore per le imprese con un ridotto EBITDA coverage, un basso livello di equity e un leverage elevato. Tuttavia, viene notato dagli autori che le imprese meno profittevoli presentano un basso utilizzo di questo strumento, ciò potrebbe suggerire una sorta di selezione delle imprese in base alla loro capacità di risollevarsi dalle conseguenze pandemiche. Questi due strumenti sono stati utilizzati in combinazione da circa il 40 per cento delle imprese del campione. Da ultimo, gli autori presentano le probabilità di

accesso agli schemi di garanzia pubblica. I dati evidenziano che i prestiti interamente garantiti si concentrano maggiormente nelle micro e nelle piccole imprese, mentre i prestiti con garanzia parziale sono concentrati sulle medie imprese e sulle *mid-cap*. La ricerca si chiude con una considerazione degli autori. Essi affermano che, a dicembre 2021, le azioni da intraprendere sono: sostenere il rafforzamento dei valori di bilancio delle imprese, programmi di ricapitalizzazione e una strategia di uscita dalle misure messe in atto per fronteggiare la crisi pandemica. Tutto ciò può aumentare la resilienza delle imprese agli shock diminuendo, di pari passo, il rischio di non essere finanziariamente stabili.

Il quarto paper inserito nella lista è: “Ccredit constraints and the severity of COVID-19 impact: Empirical evidence from enterprise surveys”, curato da Dengjun Zhang a Geir Sogn-Grundvåg (Elsevier, *Economic Analysis and Policy*, 2022). In questo articolo gli autori cercano di investigare come alcune caratteristiche aziendali, quali difficoltà di accesso al credito, dimensione dell'impresa, tipologia di assetto proprietario, età dell'impresa e *location*, possono essere usati per individuare le imprese vulnerabili alle conseguenze della pandemia da COVID-19. I dati a livello aziendale sono stati reperiti dalla *World Bank Enterprise survey 2020*, mentre i dati sull'accesso alla finanza delle imprese sono ricavati dalla standard *Enterprise Surveys* del 2019. L'indagine si focalizza su 17 Stati del centro ed est Europa e dell'Asia centrale, e prende in considerazione la situazione di 8192 imprese. Per misurare l'impatto del Covid è stato usato il tempo di ritorno alla normale quantità di vendite effettuate. Le condizioni di difficoltà di accesso al credito sono basate, invece, su un questionario, utilizzato per verificare se l'accesso, o il mancato accesso, ai prestiti abbia influito sulla normale gestione dell'impresa. Tramite i questionari è stata creata una tabella riepilogativa a quattro variabili, dove la prima colonna indica se l'impresa ha avuto difficoltà di accesso al credito o no, mentre la

seconda indica se l'impresa pensa di riuscire a riprendersi in tempi brevi o in tempi lunghi dalle conseguenze economiche della pandemia. A questi risultati è stato applicato un modello econometrico per calcolare la probabilità che l'impresa sperimenti un "*quick recovery*" oppure un "*long recovery*". I risultati ottenuti dimostrano che:

- imprese che presentano un accesso limitato alla finanza o con un basso numero di dipendenti hanno maggiore probabilità di subire severi danni dalla crisi;
- imprese con una *foreign ownership* e locate in piccole città sono soggette a minori rischi;
- imprese che presentano *bank rejection* e che percepiscono ostacoli al loro normale operare hanno maggiori probabilità di subire gli effetti negativi della pandemia.

La ricerca, successivamente, confronta la crisi da COVID-19 con la GFC, *Global Financial Crisis*<sup>10</sup>, e come esse differiscano enormemente, suggerendo quindi che le crisi economiche non siano mai uguali e che le soluzioni da adottare variano di crisi in crisi, ma che le conoscenze apprese dalla precedente siano servite a mitigare gli effetti della crisi attuale. Se si comparano le due crisi, quella causata dal Covid-19 ha avuto ripercussioni principalmente sulle piccole e sulle medie imprese, piuttosto che sulle imprese con difficoltà di accesso al credito e sulle imprese con proprietà estera. La ricerca viene conclusa affermando che la conoscenza di quelle che sono le realtà più deboli e le loro caratteristiche sia il fattore chiave per permettere ai Governi di adottare i provvedimenti più appropriati volti ad assistere le imprese.

Viene presentata ora l'ultima ricerca: "Firms' solidity before an exogenous shock: Covid-19 pandemic in Italy" a cura di Stefano Costa, Federico Sallusti, Claudio Vicarelli, Davide Zurlo (Elsevier, *Economic Analysis and Policy*, 2022). La seguente ricerca si

---

<sup>10</sup>La crisi finanziaria del 2008

focalizza, come le precedenti, sullo studio degli effetti del Covid sulla solidità delle imprese. Gli effetti della pandemia sono spesso determinati anche dalle scelte che l'impresa ha effettuato in periodo più "tranquilli", è per questo fondamentale riuscire ad individuare quei fattori strutturali e organizzativi che consentono alle imprese di resistere efficacemente agli shock esogeni. Il dataset per questa ricerca si basa principalmente sui risultati prodotti da un'indagine dell'Istat, pubblicata a novembre del 2020, intitolata "Situation and prospects of companies in the Covid-19 emergency", da cui derivano tutti i dati sulla percezione del rischio delle imprese e di altre difficoltà che hanno dovuto affrontare durante il 2020. Le informazioni strutturali sul "sistema impresa" italiano derivano dal registro "Frame-Sbs", pubblicato annualmente dall'Istat. Ulteriormente, per le informazioni riguardanti la forza lavoro, è stato utilizzato il registro Racli, per i dati relativi al posizionamento dell'impresa nell'economia domestica e internazionale è stato utilizzato il registro Asia-groups. Infine, per le informazioni riguardanti gli investimenti in innovazione e digitalizzazione e sui profili strategici, è stata utilizzata un'altra indagine dell'Istat, la MPS survey. Per raggiungere il loro scopo, gli autori hanno applicato a questi dati l'analisi ROC, abbreviazione di Receiver Operating Characteristics, per poter creare una classificazione a 4 classi:

- Solida;
- Resistente;
- Fragile;
- A rischio.

Secondo gli autori, l'utilizzo di questo metodo di analisi, utilizzatissima in altri comparti di ricerca quali, ad esempio, la medicina e le scienze naturali, è stata applicata raramente allo studio di eventi economici. Le imprese vengono classificate in queste quattro caratteristiche in base a fattori potenzialmente



rilevanti quali dimensione aziendale, performance, interna organizzazione, esterna organizzazione, digitalizzazione e innovazione che vengono indicati come i “5 pilastri”. A questi fattori vengono poi applicati gli scenari di stress specifici causati dalla pandemia, quali riduzione di domanda, crisi di liquidità e interruzione della catena degli approvvigionamenti, per poterne monitorare gli effetti sulle imprese. I risultati della ricerca evidenziano che il sistema impresa italiano appare fundamentalmente solido, anche se queste imprese rappresentano solamente 1/5 delle imprese del campione. Le imprese “Fragili” e “A rischio” non sono molto rilevanti in termine di valore aggiunto apportato all’economia, occupano comunque 1/3 della forza lavoro, quindi una ondata di chiusure in queste classi comporterebbe grossi problemi economici e sociali. Anche questa ricerca evidenzia che le imprese più piccole sono più soggette ad essere classificate come “A rischio” rispetto a quelle di maggiori dimensioni, risultati in linea con la letteratura, lo stesso può dirsi per le imprese classificate come “Fragili”. Per quanto riguarda i cinque Pilastri, le evidenze indicano che alcuni di essi sono più impattanti rispetto agli altri. Uno dei più importanti è per l’appunto la dimensione aziendale. È anche stato riscontrato, però, che le imprese con bassi livelli di innovazione e digitalizzazione appaiono molto meno solide. Per quanto riguarda gli altri tre pilastri, valori sopra la media non garantiscono lo stato di “Solida” o “Resistente”. Alla fine dell’articolo, gli autori propongono anche i loro interventi che si potrebbero adottare per fronteggiare la crisi pandemica. Primo, concentrarsi sulle imprese con dimensioni minori nel breve periodo, in quanto anche le più dinamiche risultano essere classificate come “Fragili” e “A rischio”. Secondo, è necessario implementare strategie di medio-lungo termine per stimolare la crescita delle imprese nonché la loro solidità strutturale.

## 2 Metodologia di analisi e strumenti utilizzati

È ora possibile entrare nel cuore della tesi. In questo paragrafo verrà presentata la metodologia di analisi e gli strumenti utilizzati per condurla. Come già chiarito nell'introduzione, questo elaborato ha come obiettivo quello di ricercare se la pandemia da COVID-19 e le relative misure di sostegno promulgate dal Governo, abbiano reso le imprese locate in Veneto meno solvibili, aumentando quindi la loro probabilità di fallimento (PD)<sup>11</sup>. Per quale motivo gli interventi del Governo dovrebbero aver appesantito la struttura finanziaria delle imprese? Per rispondere a questa domanda è necessario tenere in considerazione, tra tutti, quegli interventi inseriti nei decreti-legge emanati durante il primo anno di pandemia, e, più precisamente, la moratoria sui prestiti e il credito garantito. Il secondo, soprattutto, potrebbe aver avuto un impatto devastante sulle imprese, in quanto ha permesso a realtà che in condizioni "normali" non avrebbero avuto accesso al credito, di poter ricevere finanziamenti, questo perché le banche, e gli altri istituti di credito, potevano contare sulla garanzia di SACE S.p.A., articolo 1 Decreto-legge "Liquidità", e del Fondo di Garanzia per le PMI, a cui è stato reso possibile l'utilizzo anche alle imprese con meno di 500 dipendenti grazie all'articolo 13 del Decreto-legge "Liquidità". Quindi, imprese già fortemente indebitate, con una struttura finanziaria non solida, addirittura classificate come "inadempienze probabili" o come "scadute o sconfinanti deteriorate", hanno ricevuto finanziamenti. Molte realtà hanno combinato i due strumenti, moratoria e prestiti garantiti, avendo come effetto quello di posticipare i pagamenti e aumentando la loro esposizione finanziaria, un effetto potenzialmente fatale sulla solvibilità delle imprese. In aggiunta a questo, molte imprese hanno ricercato credito non tanto per finanziare la loro attività o gli investimenti, ma a scopo precauzionale, per creare una riserva di liquidità da utilizzare nel

---

<sup>11</sup> Probability of Default

caso in cui le restrizioni introdotte nei primi mesi della crisi pandemica fossero prorogate. Per effettuare l'analisi è stato prima necessario creare un campione di imprese. Per far ciò è stata utilizzata la banca dati AIDA, che contiene i dati anagrafici e i bilanci delle imprese italiane, sia in attività che fallite, che abbiano come forma societaria quella di società di capitali, ad esclusione di banche, compagnie di assicurazione ed enti pubblici.

## 2.1 Caratteristiche delle imprese oggetto di analisi

L'impresa target è quella classificata come *mid-cap*<sup>12</sup>. Esistono diverse definizioni di *mid-cap*. Per quanto riguarda questo elaborato è stata utilizzata quella prevista dal regolamento del Fondo di Garanzia nelle faq pubblicate al link indicato nella nota a pie di pagina<sup>13</sup>. Si riporta testualmente quanto indicato in tale nota: “*Si definisce mid-cap, un'impresa diversa da una PMI, che presenta un numero di dipendenti fino a 499*”. Per onor di completezza, vengono anche riportate di seguito quelle che sono le caratteristiche distintive di una media impresa:

- 1) numero di dipendenti non superiore a 249;
- 2) totale del fatturato non superiore a 50 milioni di euro o,
- 3) totale dell'attivo di stato patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro.

Per quanto riguarda il valore del fatturato e dell'attivo di stato patrimoniale, va scelto il valore più favorevole tra i due. Questa definizione deriva da una Raccomandazione della Commissione dell'Unione Europea<sup>14</sup>, recepita dalla Legge 124 del 20/05/2003. Il campione selezionato è composto da 150 imprese, rientranti nella definizione di mid cap poc'anzi presentata, la cui sede è situata nella Regione Veneto, esercenti una qualsiasi attività

---

<sup>12</sup> Impresa a media capitalizzazione

<sup>13</sup> <https://www.fondidigaranzia.it/wp-content/uploads/2020/05/FAQ-DL-Liquidit%C3%A0.pdf>

<sup>14</sup> Raccomandazione della Commissione 6 maggio 2003

d'impresa, sia di produzione di beni che di servizi, e che pubblichino bilanci, non in forma abbreviata, da almeno l'anno 2017. Più precisamente, le imprese del campione rientrano nei seguenti macro-settori di attività, individuati mediante codice ATECO<sup>15</sup>:

- 01 Agricoltura;
- 10 Industria alimentare;
- 11 Industria delle bevande;
- 13 Industria tessile;
- 14 Confezione di articoli di abbigliamento; confezione di articoli in pelle pelliccia;
- 15 Fabbricazione di articoli in pelle e simili;
- 17 Fabbricazione di carta e di prodotti di carta;
- 20 Fabbricazione di prodotti chimici;
- 21 Fabbricazione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici;
- 22 Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche;
- 23 Fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi;
- 24 Metallurgia;
- 25 Fabbricazione di prodotti in metallo (esclusi macchinari e attrezzature);
- 26 Fabbricazione di computer e prodotti di elettronica e ottica; apparecchiature elettromedicali, apparecchi di misurazione e orologi;
- 27 Fabbricazione di apparecchiature elettriche ed apparecchiature per uso domestico non elettriche;
- 28 Fabbricazioni di macchinari e apparecchiature NCA;
- 29 Fabbricazione di autoveicoli, rimorchi e semirimorchi;
- 30 Fabbricazione di altri mezzi di trasporto;
- 31 Fabbricazione di mobili;

---

<sup>15</sup> Il codice ATECO è stato sviluppato dall'Istat ed utilizzato con finalità statistiche, nonché per finalità amministrative

- 32 Altre industrie manifatturiere;
- 41 Costruzione di edifici;
- 45 Commercio all'ingrosso e al dettaglio e riparazione di autoveicoli e motocicli;
- 46 Commercio all'ingrosso (escluso autoveicoli e motocicli);
- 47 Commercio al dettaglio (escluso autoveicoli e motocicli);
- 49 Trasporto terrestre e trasporto mediante condotte;
- 50 Trasporto marittimo e per vie d'acqua;
- 52 Magazzinaggio e attività di supporto ai trasporti;
- 56 Attività dei servizi di ristorazione;
- 70 Attività di direzione aziendale e consulenza.

Dal campione sono state escluse le imprese del settore bancario e assicurativo, nonché gli enti pubblici. La selezione delle imprese, ad eccezione dei parametri poc'anzi indicati, è stata totalmente casuale. I dati e le elaborazioni effettuate saranno sempre presentate in modo aggregato, così da non rendere possibile risalire alla singola realtà economica. Ora che sono state presentate le caratteristiche dell'impresa target è possibile presentare quelli che sono gli strumenti di analisi utilizzati.

## 2.2 O-score model di Ohlson

Prima di iniziare l'analisi, era fondamentale individuare quello che viene chiamato "base year", un anno base su cui poi operare i confronti. L'anno base scelto per questa ricerca è il 2019, in quanto privo degli effetti negativi portati dalla pandemia da COVID-19, anche se presenta altri generi di criticità, quali, ad esempio, le tensioni internazionali provocate dalla guerra dei dazi tra la Repubblica Popolare Cinese e gli Stati Uniti d'America. Una volta individuato l'anno base e le imprese target, sono stati reperiti i bilanci tramite la banca dati AIDA, dai cui derivano i dati necessari al calcolo dell'O-score. Questo indicatore è stato concepito e sviluppato dal dottor James Ohlson della "New York University" nel 1980, in contrapposizione ad un altro indicatore

grandemente utilizzato, lo Z-score, progettato dal professore di finanza Edward Altman nel 1968. Lo Z-score è un modello creato da un campione di 66 imprese industriali quotate, operanti negli USA, nell'intervallo temporale tra il 1946 e il 1968. Quello che ottiene è un modello predittivo a cinque variabili di seguito indicate:

- X1: capitale circolante netto/totale attività;
- X2: utile non distribuito/totale attività;
- X3: EBIT/totale attività;
- X4: valore di mercato del capitale/totale debiti;
- X5: ricavi di vendita/totale attività.

Successivamente, questo primo modello è stato rivisto due volte, per arrivare alla formulazione dello Z''-score, un modello a quattro variabili. Per questa tesi, però, si è scelto di utilizzare l'indicatore O-score in quanto presenta una maggiore precisione nell'individuazione della probabilità di default. Il campione di imprese su cui è stato sviluppato l'indicatore è decisamente maggiore rispetto a quello di Altman; è infatti composto da 2163 imprese industriali, di cui 105 in bancarotta e 2058 sane, operanti nell'intervallo temporale che l'autore, nella sua ricerca "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy", pubblicata nel volume 18 della rivista "Journal of Accounting Research" del 1980, identifica come "the seventies" cioè dal 1970 al 1976. Il modello in questione è un modello Logit, che risolve gran parte dei problemi che l'autore ha individuato nel modello probabilistico di Altman, in quanto con il suo modello : *"non è necessario effettuare nessuna assunzione di partenza in riguardo a precedenti probabilità di bancarotta e/o distribuzione dei predittori"*, in quanto *"il problema fondamentale della stima si riduce alla semplice domanda: dato che un'impresa appartiene ad una specifica popolazione, qual è la probabilità che l'azienda*

*fallisca in un arco di tempo prestabilito?*<sup>16</sup>. Questo perché il modello predittivo di Altman è costruito con la tecnica denominata MDA, *Multivariate Discriminant Analysis*, all'epoca considerata dalla dottrina la metodologia migliore per il calcolo della probabilità di bancarotta e per misurare il deterioramento delle strutture finanziarie. Ohlson, nel suo articolo, muove forti critiche a questa tecnica, indicando, tra le altre, che gli output dei modelli MDA sono difficilmente interpretabili in quanto sono: *“semplici strumenti di graduatoria”*<sup>17</sup>. L'utilizzo di un modello logit, invece, restituisce come output uno scenario che accade o non accade, nel caso concreto fallimento o non fallimento, rendendo quindi più semplice e veloce l'interpretazione. La seconda grande differenza tra i due modelli, e che rende l O-score più preciso, è la presenza di ben nove variabili nel modello, contro le cinque previste dalla prima formulazione dello Z-score. In riguardo alla precisione del modello, stando a quanto indicato dall'autore, l O-score è preciso nella previsione della PD al 96,12 per cento, contro il 95 per cento dello Z-score. L'ultimo fattore che ha inciso nella scelta del modello del dottor Ohlson è l'assenza di valori di mercato nelle nove variabili, un lato fortemente positivo visto che le imprese target di questa tesi sono *mid-cap* non quotate. Dopo questa doverosa introduzione, viene di seguito riportata la formula per il calcolo del O-score:

$$O = -1,32 - 0,407\log(TA_t/GNP) + 6,03(TL_t/TA_t) - 1,43(WC_t/TA_t) + 0,0757(CL_t/CA_t) - 1,72X - 2,37(NI_t/TA_t) - 1,83(FFO_t/TL_t) + 0,285Y - 0,521[(NI_t - NI_{t-1})/(|NI_t| + |NI_{t-1}|)]^{18}$$

dove:

- TA = total assets;

---

<sup>16</sup> Pagina 112, rivista “Journal of Accounting Research”, volume 18, primavera 1980

<sup>17</sup> Pagina 112, rivista “Journal of Accounting Research”, volume 18, primavera 1980

<sup>18</sup> Formula tratta dalla ricerca “Impact of Covid-19 on corporate solvency and possible policy response in the EU”

- GNP = Gross National Product price deflator, indice dell'inflazione;
- TL = total liabilities;
- WC = working capital o Capitale Circolante Netto Operativo (CCNO);
- CL = current liabilities;
- CA = current assets;
- $X = 1$  se  $TL > TA$ , 0 altrimenti;
- NI = net income;
- FFO = funds from operations, una misura di performance;
- $Y = 1$  se i due anni precedenti hanno registrato una perdita netta, 0 altrimenti.

Dalle analisi effettuate da Ohlson risulta che i fattori di maggior significatività sulla probabilità di default sono i fattori finanziari, più precisamente:

- la dimensione (SIZE), cioè il  $\log(TA_t/GNP)$ ;
- la struttura finanziaria dell'impresa, indicata dal rapporto tra Total Assets e Total Liabilities;
- le misure di performance dell'impresa, Net Income su Total Assets e FFO su Total Liabilities;
- le misure relative alla liquidità corrente, espresse dal rapporto tra Working Capital e Total Assets nonché dal rapporto Current Liabilities e Current Assets.

Di tutte queste variabili, è necessario chiarire il significato di due indicatori, il GNP price index deflator e l'indice FFO. Con riguardo al GNP price index deflator, bisogna in primis chiarire cos'è il GNP. GNP, abbreviazione di "*Gross National Product*", è un valore macroeconomico che misura la performance dell'economia di uno Stato, inclusa la ricchezza prodotta dai cittadini al di fuori dei suoi confini. Quindi, il GNP deflator altro non è se non una misura dell'inflazione dell'anno in corso. Esso viene utilizzato per calcolare il GNP reale dal GNP nominale. L FFO, invece, è una



misura che viene calcolata ed utilizzata per verificare le performance delle società di investimento immobiliare la cui formula è la seguente:

$$\text{FFO} = (\text{NI} + \text{D} + \text{A} + \text{PSL}) - \text{PSG} - \text{II}^{19}$$

dove:

- NI = net income
- D = deprezzamenti
- A = ammortamenti
- PSL = property sales losses
- PSG = property sales gains
- II = interest income

L'O-score utilizzato in questa ricerca, però, è stato modificato in due sue componenti, che sono proprio le due componenti poc'anzi presentate. La prima modifica è stata quella di sostituire il GNP deflator con un'altra misura dell'inflazione, in quanto il GNP non viene calcolato in Italia dagli anni '90 del secolo scorso, preferendo ad esso il PIL. Le misure con cui si sarebbe potuto sostituire il GNP deflator prese in considerazione sono il GDP deflator, il PPI e il CPI. Il GNP deflator misura il modificarsi dei prezzi dei beni e servizi prodotti e scambiati in un'economia in un determinato anno. Sostanzialmente traccia l'andamento dell'inflazione tracciando i prezzi che vengono pagati, sul mercato, dagli operatori economici. Il PPI, acronimo di *Producer Price Index*, misura, mensilmente, il prezzo di scambio dei beni e dei relativi servizi ai produttori. È anch'esso un buon indice della misura dell'inflazione, questa volta, però, prima che raggiunga i consumatori finali, dando quindi una sorta di previsione di quella che sarà l'inflazione al consumo. Quest'ultima è misurata dal terzo indicatore citato, il CPI, acronimo di *Consumer Price Index*. Più precisamente misura l'inflazione tramite la variazione dei prezzi

---

<sup>19</sup> Formula tratta dal sito

<https://www.investopedia.com/terms/f/fundsfromoperation.asp>

di un determinato paniere di beni e servizi acquistati dai consumatori finali. Il paniere di beni è composto da beni alimentari, energetici e beni non legati al comparto alimentare ed energetico. La scelta su quale indicatore utilizzare è stata subito chiara, in quanto gli ultimi due indicatori rappresentano una visione dell'inflazione ridotta, focalizzata il primo sulla produzione e il secondo sui consumi, senza considerarla nel suo insieme, cosa che invece trova rappresentazione nel GDP deflator<sup>20</sup>. La seconda modifica è stata quella di sostituire FFO con un'altra misura della ricchezza generata di più semplice calcolo, l'EBITDA. L'EBITDA, acronimo di *Earnings Before Interest Tax Depreciation Amortization*, in italiano indicato con MOL, Margine Operativo Lordo, rappresenta l'utile che l'impresa ha prodotto dalla gestione ordinaria, prima che ad esso siano applicati ammortamenti, svalutazioni, il risultato della gestione finanziaria e le imposte d'esercizio. Per il suo calcolo si utilizza la seguente formula:

$$\text{EBITDA} = \text{valore della produzione} - \text{costi delle materie prime} - \text{costi per servizi} - \text{costi del personale} - \text{costi di funzionamento}$$

Queste sono state le uniche modifiche apportate al modello. L'ultima precisazione doverosa riguarda il working capital, o capitale circolante netto operativo. Il CCNO prende in considerazione la sola gestione caratteristica ed operativa dell'impresa, tralasciando totalmente la componente finanziaria. La formula per il suo calcolo è la seguente:

$$\text{CCNO} = (\text{rimanenze} + \text{crediti non finanziari a breve}) - (\text{debiti non finanziari a breve})$$

Un valore positivo indica che l'impresa è in grado di far fronte alle passività, non finanziarie, a breve solamente utilizzando le rimanenze e i crediti, sempre non finanziari, a breve termine.

---

<sup>20</sup> Il valore è stato reperito dal sito della World Bank al seguente link: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.DEFL.KD.ZG?locations=IT>

Una volta calcolato il valore dell'O-score, è possibile ottenere la relativa probabilità di default nel seguente modo:

$$\text{Probability of Default} = e^{0\text{-score}} / 1 + e^{0\text{-score}}$$

Conscio del fatto che queste modifiche potrebbe aver ridotto la precisione predittiva del modello, esso verrà utilizzato solamente come linea guida, come idea della situazione generale delle imprese venete nel 2019, per poter poi eseguire il confronto con l'anno 2021. È stato scelto il 2021 in quanto ultimo anno in cui erano disponibili i bilanci di tutte le imprese del campione.

Per i lettori interessati ad approfondire maggiormente questa ricerca, è presente nella "Sitografia" il link utile a reperirla.

### 2.3 I margini e indici di bilancio calcolati

Una volta che la probabilità di default è stata calcolata per il 2019, si passa all'analisi della situazione finanziaria delle imprese nel 2021. Per svolgere questa analisi non si andrà a riutilizzare il modello O-score, ma si andranno a calcolare degli indicatori della solidità finanziaria e patrimoniale delle imprese. Questi indicatori sono appunto costituiti da margini ed indici di bilancio. L'equilibrio finanziario, assieme all'equilibrio economico e patrimoniale, fa parte dei tre equilibri che un'impresa deve ricercare nel suo operato. Brevemente, l'equilibrio economico riguarda la sussistenza di flussi economici in entrata, i ricavi, superiori ai flussi economici in uscita, i costi. L'equilibrio patrimoniale riguarda invece la corretta relazione tra impieghi e fonti di finanziamento. Nella sostanza consiste nell'aver gli impieghi a medio/lungo termine coperti da fonti di finanziamento di pari durata. Allo stesso modo le attività a breve, o impieghi a breve, devono essere coperte da fonti di finanziamento a

breve termine. Da ultimo, l'equilibrio finanziario consiste nel mantenere una costante copertura dei fabbisogni finanziari quando essi si manifestano. Sostanzialmente un'impresa in equilibrio finanziario è un'impresa solvibile, che è in grado ripagare le proprie esposizioni. Gli indicatori che sono stati utilizzati sono i seguenti:

1. Margine di struttura;
2. Margine di tesoreria;
3. Indici di liquidità;
4. Indice di copertura globale delle immobilizzazioni;
5. Posizione finanziaria netta (PFN) su EBITDA;
6. Debito su EBITDA
7. EBITDA to interest coverage ratio;
8. Leverage index;
9. Indice di indipendenza finanziaria;
10. Debt Service Coverage Ratio, DSCR.

### 2.3.1 Margine di struttura

Il margine di struttura è dato dalla differenza tra il capitale proprio, cioè le risorse interne dell'impresa, generalmente espresse dal patrimonio, e l'attivo immobilizzato. Il capitale proprio come poc'anzi detto, coincide con il patrimonio netto, a cui andranno sottratti, se presenti, la voce A dello Stato Patrimoniale "Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, con separata indicazione della parte richiamata"<sup>21</sup> e gli utili che verranno distribuiti. Le attività immobilizzate si ritrovano nella voce B dello Stato Patrimoniale e si dividono in Immobilizzazioni: I immateriali, II materiali e III finanziarie. La sua formula è quindi:

$$\text{Margine di struttura} = \text{capitale proprio} - \text{attivo immobilizzato}$$

---

<sup>21</sup> Articolo 2424 Codice Civile per i valori contenuti nello stato patrimoniale

Il valore che questo margine può assumere è positivo, nullo o negativo. Se il valore assunto è positivo significa che il capitale apportato è superiore all'attivo immobilizzato, e che quindi è stato in grado di coprire il capitale immobilizzato senza dover ricorrere ad una forma di indebitamento. La situazione in cui il margine di struttura è positivo, normalmente, è molto difficile da trovare al di fuori dei casi scolastici, in quanto le imprese finanziano le immobilizzazioni ricorrendo sia al capitale proprio sia al capitale di terzi, quindi a fonti di finanziamento a debito. Altra situazione estremamente rara è un valore del margine di struttura nullo, quindi pari a 0. Esso indica che il capitale proprio nella sua interezza è appena sufficiente a coprire le immobilizzazioni. La situazione che più trova riscontro nella realtà aziendale è quella di un margine di struttura negativo, in quanto, come pocanzi detto, è del tutto nella norma che le imprese ricorrano al capitale di terzi per finanziarsi.

### 2.3.2 Margine di tesoreria

Il margine di tesoreria è anch'esso espresso da una differenza, come nel caso del margine di struttura, ma si riferisce non tanto alla struttura patrimoniale dell'impresa quanto alla sua solvibilità. Esso, infatti, indica se l'impresa è in grado di far fronte alle passività correnti utilizzando la sua liquidità. In sintesi, è possibile affermare che esso dia una prima idea sul grado di indipendenza finanziaria dell'impresa. La formula per il suo calcolo è la seguente:

$$\text{margine di tesoreria} = (\text{liquidità immediate} + \text{differite}) - \text{passività correnti}$$

La liquidità immediata è costituita dalla voce C.IV Disponibilità liquide, presente nell'attivo circolante dello stato patrimoniale. La liquidità differita è invece composta dai crediti commerciali e dagli altri crediti inseriti nella voce C.II Crediti sempre locata

nell'attivo circolante dello stato patrimoniale, dalla voce C.III Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni. Da ultimo, le passività correnti, inserite questa volta nella sezione fonti dello stato patrimoniale, contenute nella voce D Debiti che abbiano scadenza entro 12 mesi. Anche in questo caso il margine di tesoreria può assumere un valore positivo, nullo o negativo. Assume valore positivo quando la liquidità presente in azienda è più che sufficiente a coprire i debiti a breve termine. Se il margine di tesoreria assume valore negativo va ad indicare una carenza di liquidità per l'impresa, una situazione potenzialmente pericolosa in quanto indicherebbe che l'impresa potrebbe non essere in grado di far fronte ai propri debiti con le risorse prontamente liquidabili. Se il margine assume valore nullo indica che l'intera riserva di liquidità viene utilizzata per coprire le passività a breve scadenza. In questo caso il margine nullo è un fattore da mantenere monitorato, in quanto potrebbe rapidamente deteriorare in un margine negativo con le conseguenze sopra indicate. Per avere una visione migliore, al margine va affiancata un'analisi per indici, nel caso in esame con gli indici di liquidità.

### 2.3.3 Indici di liquidità

Come il margine di tesoreria sopra descritto, gli indici di liquidità indicano la capacità dell'impresa di far fronte alle passività a breve scadenza utilizzando le attività o liquide o prontamente liquidabili. Nella frase "indici di liquidità" sono racchiusi due indici: l'acid test e il current ratio. L'acid test, anche noto come indice di liquidità immediata, è dato dalla seguente formula:

$$\text{acid test} = (\text{attivo circolante} - \text{rimanenze}) / \text{passività a breve}$$

Il current ratio, o indice di liquidità totale, è invece calcolato nel seguente modo:

$$\text{current ratio} = \text{attivo circolante} / \text{passività a breve}$$

È subito possibile notare come per entrambi gli indici il denominatore sia lo stesso, le passività a breve termine, ma i due numeratori sono diversi. L'acid test ha infatti al numeratore esclusivamente le componenti liquide o prontamente liquidabili dell'attivo circolante, per questo motivo ad esso vanno sottratte la voce C.I Rimanenze dell'attivo circolante, in quanto sono sì attività di breve durata, nel caso in esame attività che possono essere rese liquide entro 12 mesi, ma non sono considerate liquidabili nell'immediato. Il current ratio, invece, presenta al numeratore l'attivo circolante nella sua interezza, comprendendo quindi anche le rimanenze, ed è proprio questo che rende il current ratio maggiormente informativo sul livello di liquidità aziendale. Entrambi gli indici sono positivi se assumono un valore maggiore od uguale a 1, negativi se il loro valore è inferiore a 1. Un valore maggiore o uguale a 1 sta ad indicare che l'impresa sarà in grado di far fronte alle passività correnti con il solo utilizzo delle attività liquide, e prontamente liquidabili, nel caso dell'acid test mentre, nel caso del current ratio, con le proprie attività a breve. Un valore inferiore ad 1 indica invece una situazione di crisi finanziaria nel breve termine, in quanto l'impresa potrebbe non essere in grado di far fronte alle proprie passività a breve con la liquidità immediata o con l'attivo circolante, evidenziando quindi una crisi di liquidità.

#### 2.3.4 Indice di copertura globale delle immobilizzazioni

Con questo indice si sposta l'attenzione dell'analisi dal breve al medio lungo periodo. Esso infatti è necessario per stabilire se l'impresa sia in grado di coprire gli investimenti durevoli con il capitale totale a medio lungo termine detenuto. Con capitale totale si intende sia il capitale proprio che il capitale di terzi o di debito. La formula per calcolarlo è la seguente:

$$\text{indice di copertura globale} = (\text{patrimonio netto} + \text{passività consolidate}) / \text{attivo immobilizzato}$$

Il patrimonio netto è contenuto nella voce A Patrimonio netto del passivo di stato patrimoniale ed è composto dal capitale sociale, dalle riserve e dagli utili o le perdite della società. Le passività consolidate sono invece contenute nella voce D Debiti e sono composte da tutti i debiti con durata superiore ai 12 mesi. Questo indice assume valore positivo quando è maggiore o uguale ad 1, ciò indica che l'impresa è correttamente finanziata e stabile nel medio lungo termine, perché gli investimenti in attività consolidate sono finanziati ricorrendo a fonti di lungo periodo. Un valore minore di 1 indicherebbe che parte dell'attivo immobilizzato è finanziato dalle attività a breve termine.

### 2.3.5 Posizione Finanziaria Netta su EBITDA

L'indice in analisi è ampiamente utilizzato dalle banche e dagli altri istituti di credito, in quanto indica quanti anni l'impresa impiegherebbe a ripagare i finanziamenti se usasse tutto l'EBITDA prodotto per questo scopo. Ovviamente questo fatto non accadrebbe mai, è infatti impensabile che un'impresa utilizzi l'interessa dei flussi generati dall'attività caratteristica per ripagare la sua esposizione finanziaria, ma è comunque un indicatore a cui viene data molta importanza, in quanto utile a delineare la capacità di restituzione del debito dell'impresa. In anni recenti, essendo stato utilizzato dalla BCE come asset quality review delle banche europee, ha assunto sempre maggiore importanza. Esso è quindi un indicatore della solvibilità dell'impresa. La formula per calcolarlo è per l'appunto:

$$PFN/EBITDA$$

Ci sono due tipi di posizione finanziaria netta, che differiscono dagli elementi utilizzati per calcolarla. La PFN indicata come sintetica è calcolata utilizzando la seguente formula:

$$PFN \text{ sintetica} = (\text{debiti verso banche} + \text{debiti verso altri finanziatori}) - \text{disponibilità liquide}$$



Oppure si può calcolare la PFN allargata data da:

$$\text{PFN allargata} = (\text{obbligazioni} + \text{debiti verso soci per finanziamenti} + \text{debiti verso banche} + \text{debiti verso altri finanziatori} + \text{titoli di credito}) - (\text{disponibilità liquide} + \text{attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni})$$

Come si può ben vedere la PFN allargata racchiude l'intera esposizione debitoria finanziaria dell'impresa e, per questo motivo, è stata scelta come numeratore per il calcolo di questo indice. Con riguardo a quest'ultimo, la prassi internazionale ha individuato il valore di 6 come valore soglia. Un valore del rapporto PFN-EBITDA inferiore a 6 è considerato positivo, e indica che l'impresa è in grado di riappianare la sua esposizione debitori entro 6 anni. Un valore, invece, maggiore di 6 indica una situazione di potenziale insolvenza e che l'impresa potrebbe non essere in grado di raccogliere altro capitale di debito dalle banche e dagli altri prestatori di capitale di debito.

### 2.3.6 Debiti finanziari su EBITDA

È un indice molto simile al PFN/EBITDA, in quanto utilizzato in sede di verifica della solvibilità aziendale dalle banche e dalle agenzie di rating, e indica il numero di anni necessari all'impresa per ripagare il suo debito finanziario se utilizzasse tutti i flussi generati dall'attività operativa a tal scopo. Come si intuisce questo indice dà le stesse informazioni che forniva l'indice precedentemente esposto. L'unica differenza sta nel numeratore, in quanto la formula per calcolarlo è la seguente:

$$\text{Debito finanziario totale/EBITDA}$$

Al posto, quindi, della posizione finanziaria netta, si va ad utilizzare il debito finanziario nella sua interezza. In questo caso, però, non esiste un valore soglia ufficiale per questo indicatore, ma la prassi internazionale ha individuato un valore pari o

inferiore a 3 come ottimale mentre un valore maggiore di 4 o 5 come rischioso per l'impresa, in quanto potrebbe non riuscire ad ottenere ulteriori finanziamenti a debito, visto il *pay-back period* troppo lungo.

### 2.3.7 EBITDA to interest coverage ratio

È un indicatore finanziario importante che indica se l'impresa, tramite il flusso generato dalla gestione operativa, è in grado di far fronte agli oneri finanziari pagati sul capitale di terzi. Anche indicato con EBITDA coverage, la formula per il suo calcolo è la seguente:

$$\text{EBITDA coverage} = \text{EBITDA} / \text{oneri finanziari}$$

Gli oneri finanziari sono reperibili alla voce C Proventi e oneri finanziari nel conto economico<sup>22</sup>. Questo indice viene considerato positivo se il risultato del rapporto è maggiore di uno, stando quindi a significare che la ricchezza prodotta dalla gestione caratteristica è più che sufficiente per onorare i pagamenti degli oneri finanziari.

### 2.3.8 Leverage ratio

Il leverage ratio, o leva finanziari o ancora leverage, è un altro indicatore della solvibilità dell'impresa. Esso si calcola nel seguente modo:

$$\text{Leverage} = \text{debiti finanziari totali} / \text{capitale proprio}^{23}$$

Un valore di tale rapporto inferiore ad 1 sta ad indicare la presenza di capitale proprio maggiore rispetto ai debiti finanziari totali. Un valore pari ad 1 indica che i due valori si equivalgono, quindi c'è lo stesso ammontare di capitale proprio e capitale di terzi nell'impresa. Infine, un valore del rapporto superiore ad 1 va

---

<sup>22</sup> Articolo 2425 del Codice Civile per le voci contenute nel conto economico

<sup>23</sup> Formula contenuta a pagina 36 del libro "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa", Federico Beltrame - Giorgio S. Bertinetti - Alex Sclip

ad indicare che i debiti finanziari totali sono maggiori del capitale proprio aziendale. Non è facilmente individuabile un valore univoco che indichi quando questo rapporto possa essere considerato positivo oppure negativo, soprattutto per le imprese non quotate. Nel libro “Analisi e valutazione finanziaria d’impresa” viene indicato un possibile valore soglia, identificato dagli autori come 4 per un’impresa non quotata piccola o media. Un valore superiore a questa soglia potrebbe essere di ostacolo all’impresa nel reperire nuovo capitale a prestito dagli intermediari creditizi e bancari perché considerati con una struttura finanziaria eccessivamente indebitata.

### 2.3.9 Indice di indipendenza finanziaria

L’indice di indipendenza finanziaria misura la percentuale del capitale proprio dell’impresa rispetto alla totalità delle fonti di finanziamento. Esso è uno dei principali indici di solidità patrimoniale, la cui interpretazione è fortemente legata ad un altro indice, il leverage. Ad essere precisi, l’indice di indipendenza finanziaria pone la sua attenzione sul capitale proprio, mentre la leva finanziaria si concentra, invece sul debito. Si può dire che uno sia l’opposto dell’altro e, insieme, forniscono una chiave di lettura sulla capacità patrimoniale dell’impresa. L’indice di indipendenza finanziaria viene calcolato con la seguente formula:

$$\text{Indice di indipendenza finanziaria} = \frac{\text{patrimonio netto}}{\text{totale attivo}}$$

L’indice assume valore positivo quando il grado di indipendenza è almeno pari al 25%, un valore minore indicherebbe un problema di sottocapitalizzazione dell’impresa.

### 2.3.10 Debt Service Coverage Ratio (DSCR)

Il DSCR è molto probabilmente l’indicatore più importante per quanto riguarda la solvibilità dell’impresa nonché una spia

d'allarme che evidenzia la possibilità di fallimento dell'impresa. È l'indicatore principe utilizzato in questo elaborato, in quanto è perfettamente in grado di analizzare le situazioni di rischio di insolvenza che si potrebbero essere create con la pandemia da COVID-19 e con i conseguenti interventi dei Governi a supporto delle imprese. In concreto, questo indicatore esprime la capacità dell'impresa di far fronte ai propri impegni finanziari attraverso il flusso che viene generato dall'attività caratteristica dell'impresa stessa espresso dal cash flow gestionale netto. La formula per calcolarlo è la seguente:

$$\text{DSCR} = \text{cash flow gestionale netto} / (\text{rata quota capitale} + \text{oneri finanziari})$$

Nel libro "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa" viene predisposta un'altra formula per il calcolo di questo indicatore, utilizzata per identificare la capacità di rimborso dell'impresa nel medio-lungo termine. La formulazione è la seguente:

$$\text{DSCR} = (\text{EBITDA} - \text{imposte}) / (\text{Quota capitale finanziamenti} + \text{oneri finanziari})^{24}$$

Anche se presenta una formula semplificata, si è comunque deciso di utilizzare la formula con il flusso di cassa, in quanto maggiormente indicativa delle variazioni repentine che potrebbero essere intervenute tra l'anno 2020 e il 2021. Il valore del DSCR, per considerarsi positivo, deve assumere un valore pari o superiore a 1. Ciò sta a significare che l'impresa produce con la gestione caratteristica, al netto delle imposte sui redditi, un flusso che copre il valore degli impegni finanziari assunti dall'impresa.

#### 2.4 Riflessione sui risultati attesi

Questi appena esposti sono gli strumenti che verranno utilizzati per compiere l'analisi sul campione di imprese. Prima di passare

---

<sup>24</sup> Pagina 56, libro "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa", Federico Beltrame – Giorgio S. Bertinetti – Alex Scip, G. Giappichelli Editore, 2021

alla visione dei risultati di questa analisi è indispensabile riflettere su ciò che ci si aspetta di ottenere. Per quanto riguarda il 2019, l'aspettativa è quella di una probabilità di fallimento non elevata a livello di media campionaria, con valore medio compreso tra il 20 e il 30 per cento. Molto più incerto è quello che riserverà l'analisi del 2021. Che strascichi avrà lasciato due anni di pandemia sulle imprese? Delle aspettative, a dire il vero, ci sono. Vista la dimensione delle imprese, chi scrive si aspetta che quasi tutti gli indicatori che abbiano come valore l'EBITDA siano positivi per la maggior parte del campione. La contrazione delle vendite nella maggior parte dei comparti è avvenuta quasi esclusivamente per il primo trimestre del 2020, per poi risalire immediatamente con la fine dei lockdown generalizzati. Per di più le rilevazioni di Banca d'Italia segnalano una fase di crescita del EBITDA nel 2021, è quindi auspicabile aspettarsi indici quali PFN/EBITDA, Debito/EBITDA e EBITDA to interest coverage ratio molto positivi, soprattutto il primo ed il terzo indicati. Un altro elemento che potrebbe risultare dall'analisi è un valore della liquidità detenuta molto elevato, anche questo un lascito dei mesi di incertezza di inizio pandemia, dove le aziende hanno cercato in tutti i modi di reperire scorte di liquidità a scopo precauzionale, che potrebbero non essere ancora stati assorbiti dalla gestione. Quindi si potrebbe assistere a valori molto positivi sia del current ratio sia dell'acid test. Si accompagna a questa considerazione un forte aumento dell'esposizione finanziaria delle imprese, con il rischio di ottenere dei valori molto negativi negli indicatori riguardanti la struttura patrimoniale dell'impresa e sul grado di indipendenza finanziaria della stessa. Questo potrebbe non avvenire se le imprese avessero costruito questi depositi di liquidità precauzionali con finanziamenti a breve termine, rispettando quindi il principio per cui l'attivo circolante va finanziato mediante i debiti a breve termine. Per quanto riguarda la struttura patrimoniale delle imprese nel medio-lungo periodo,

essa potrebbe non presentare delle criticità rilevanti. Infatti il 2020 ha visto una riduzione degli investimenti e dell'accumulazione del capitale in generale, cosa che invece non è avvenuta per il 2021. I due effetti potrebbero quindi essersi compensati senza lasciare forti squilibri nei bilanci delle imprese. L'indice che più di tutti rimane incerto è il DSCR. Visto che al suo interno racchiude sia la capacità dell'impresa di produrre flussi dalla gestione caratteristica, al netto delle imposte, sia i debiti con i relativi oneri finanziari, dipenderà tutto da quale effetto prevarrà. Se l'EBITDA dovesse essere alto si otterrebbero valori dell'indice positivi, indicando quindi la solvibilità del tessuto imprenditoriale. Se invece il denominatore dovesse essere elevato, cosa che reputo la più probabile, il DSCR sarebbe negativo e quindi segnalerebbe una possibile ondata di insolvenza e fallimenti per le imprese. In linea generale, quindi, ci si attende che la probabilità di fallimento calcolata per il 2019 non sia assolutamente in linea con l'analisi effettuata sul 2021.

## CAPITOLO 3 LA SOPRAVVIVENZA DELLE IMPRESE VENETE POST-COVID19: UN'ANALISI DELLE MID-CAP

Nel capitolo precedente è stata descritta e spiegata la metodologia che verrà utilizzata per effettuare l'analisi. In questo capitolo verrà trattata l'analisi vera e propria effettuata sul campione di imprese e ne verranno esposti i successivi risultati. Dopo di che si andranno a verificare i risultati ottenuti con altre ricerche per verificare l'attendibilità degli stessi e per poter quindi formulare un giudizio. Si ricorda che la ricerca è rivolta a capire se le imprese del campione possano essere considerate solide e solvibili dopo due anni di pandemia. Si cercherà anche di capire, indirettamente, se gli interventi del Governo possano aver avuto un impatto negativo sulle stesse imprese, aumentando la loro dipendenza dal capitale di terzi. Da ultimo si verificherà se le probabilità di fallimento, che saranno calcolate tramite il modello di Ohlson, delle imprese nel 2019, possano ancora ritenersi attendibili a fine 2021, informando quindi sulla capacità di resilienza delle imprese del campione.

### 1 Creazione delle classi di imprese

Per effettuare la selezione delle imprese del campione, come già indicato nel capitolo precedente, si è utilizzata la banca dati AIDA. La strategia di ricerca utilizzata riguarda, innanzi tutto, la selezione delle imprese che operano nella regione Veneto e che non siano quotate. È stato anche indicato che le società dovevano presentare un numero dipendenti non inferiore a 100 e non superiore a 499, che presentassero tutti i valori di bilancio, sia di conto economico che di stato patrimoniale, e che tali informazioni fossero disponibili, quanto meno, dall'anno 2017. Una volta reperito il campione, si è verificato, per ogni impresa, che non presentassero un valore di fatturato e/o di totale di bilancio al di sotto della soglia prevista per essere classificati come media

impresa, che si ricorda essere 50 milioni di euro di fatturato o 43 milioni di euro di totale di bilancio. Le imprese che non rispettavano questi parametri sono state escluse dal campione e sostituite. Una volta ottenuto il campione, ma prima di cominciare l'analisi, esso è stato diviso in cinque classi, o subset, che sono:

- il sottogruppo chiamato "Primario", in cui sono presenti le aziende con codice Ateco 01 e 08, cioè agricoltura e le attività estrattive, formato da 5 imprese;
- il sottogruppo chiamato "Manifattura", il gruppo più numeroso del campione, composto da imprese che hanno codici Ateco che sono legati al macro gruppo della manifattura, quindi, ad esempio, imprese metallurgiche o che si occupano della produzione di macchinari o della trasformazione dei prodotti alimentari, formato da 115 imprese. I codici Ateco che contraddistinguono le imprese di questa classe sono : 10, 11, 13, 14, 15, 17, 20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31 e 32;
- il sottogruppo chiamato "Commercio" comprende tutte le imprese che sono legate ai codici Ateco 45, 46 e 47 che sono, per l'appunto, il commercio di autoveicoli e motocicli e il commercio all'ingrosso e al dettaglio, formato da 32 imprese;
- il sottogruppo "Trasporti e Logistica", costituito da imprese classificate con codice Ateco 49, 50 e 52 che indentificano le attività di trasporto terrestre e marittimo, nonché le attività di logistica, formato da 14 imprese;
- il sottogruppo classificato come "Servizi", comprendente le imprese contrassegnate dal codice Ateco 56 e 70 è uno dei gruppi meno numerosi del campione, infatti al suo interno accoglie solamente tre imprese che si occupano di servizi di ristorazione e di servizi di consulenza specializzata, formato da 3 imprese;
- l'ultimo sottogruppo, "Costruzioni", costituito solamente da un'azienda che è classificata con il codice Ateco 41.



La scarsa numerosità della maggior parte dei sottogruppi è data dalla scelta di selezionare imprese che abbiano più di 100 dipendenti e meno di 499. Per alcune categorie di imprese il problema risiede nel valore minimo. Ad esempio, per quanto riguarda la classe “Primario”, è difficile, se non quasi impossibile, trovare aziende agricole che abbiano 100 dipendenti o più. Le poche che si è riusciti a reperire sono cooperative agricole, quindi al loro interno risiedono più aziende. La stessa cosa può essere detta per le imprese che si occupano di estrazione, nel caso concreto una cava di ghiaia, e per la classe “Costruzioni”, che raramente presentano un numero di dipendenti maggiore di 100. Questo problema è stato riscontrato anche nel subset “Servizi”. Nella banca dati AIDA è stato possibile reperire solamente tre imprese che si occupano di servizi con le caratteristiche richieste per l’analisi delle *mid-cap* venete. Problema opposto, invece, è stato riscontrato nel subset “Trasporti e Logistica”, dove l’estremo superiore è risultato essere il valore limitante. Il numero di addetti è, molto spesso, superiore alle 499 unità. Si pensi, ad esempio, alle imprese che si occupano della mobilità cittadina, terrestre e fluviale, e alle grandi compagnie che si occupano del trasporto passeggeri via aerea. Anche le imprese che si occupano di logistica sono, molto spesso, caratterizzate da un alto numero di impiegati necessari a far fronte all’enorme domanda creata dalla movimentazione delle merci che, grazie ad internet e all’e-commerce, è aumentata in modo esponenziale negli ultimi anni. Il secondo subset più rappresentato è “Commercio”, mentre quello che contiene la maggioranza delle imprese del campione è “Manifattura”. Vista la realtà imprenditoriale italiana, e soprattutto del Veneto, si è riusciti a reperire un gran numero di imprese operanti nelle lavorazioni industriali e manifatturiere che rispettassero tutti i requisiti richiesti per poter essere inserite nel campione. Per ovviare ai problemi riscontrati e già citati per i settori meno rappresentati, molte ricerche fissano un valore

minimo di dipendenti molto basso per poter riuscire ad ottenere una buona rappresentazione per ogni settore economico. Il focus di questa ricerca, però, sono le mid-cap, le imprese a media capitalizzazione, che, si ricorda, hanno un numero di dipendenti inferiore a 499 ma che non rientrano nei parametri per essere classificate come piccole, medie o micro imprese.

## 2 Probabilità di fallimento delle imprese nel 2019

È ora possibile cominciare la presentazione dei risultati ottenuti, partendo dal calcolo dell'O-score per il 2019. Dalla visione della "Relazione Annuale" predisposta da Banca d'Italia è possibile individuare alcune criticità presenti in quest'anno. La prima è che la crescita del PIL e la redditività delle imprese è stata scarsa, risentendo delle tensioni internazionali che hanno caratterizzato tutto il 2019. Le imprese hanno diminuito la loro esposizione nei confronti del sistema bancario, finanziandosi primariamente con risorse interne. È stata infatti rilevata una crescita degli apporti di capitale, migliorando la leva finanziaria. Questo potrebbe essersi tradotto in un valore del O-score e della relativa probabilità di fallimento non elevati, visto il rafforzamento delle condizioni finanziarie delle aziende. Dall'applicazione dell'O-score al campione si è ottenuto un valore medio di probabilità di default pari a 21,56% quindi, su 170 imprese, in media, solamente 37 sono a rischio di insolvenza e fallimento. Andando a creare le classi sono state riscontrate le seguenti probabilità di default medie:

- "Primario" la PD<sup>25</sup> media è risultata pari a 30,87%;
- "Manifattura" ha evidenziato una PD media pari a 16,26%;
- "Commercio" ha una PD media pari a 31,96%;
- "Trasporti e Logistica" presenta una probabilità media del 37,41%;
- "Servizi" una probabilità del 16,70%;

---

<sup>25</sup> Probability of Default

- infine “Costruzioni” una probabilità del 43,91%.

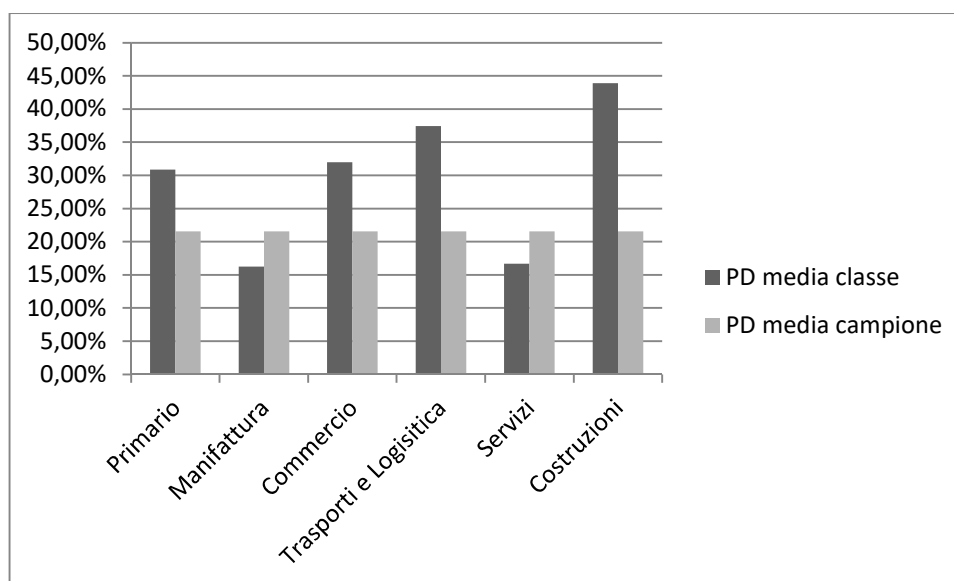


Grafico 1 Probabilità medie di default per classe e del campione

Si può osservare come la probabilità di fallimento registrata dall'impresa operante nel settore delle costruzioni sia la più alta tra tutti i sottogruppi, un fattore fortemente rappresentativo del settore, caratterizzato da forti ciclicità. Anche le classi “Primario”, “Commercio” e “Logistica e Trasporti” presentano probabilità di fallimento medie al di sopra della media del campione contenente tutte le imprese. “Manifattura” e “Servizi” presentano, invece, un valore al di sotto della media. È opportuno ricordare che si parla di valori medi, quindi all'interno di ogni classificazione le probabilità di default possono essere molto varie. Si è quindi calcolata la probabilità di fallimento minima, massima e la deviazione standard per ogni classe, ottenendo i seguenti risultati:

- “Primario” presenta una probabilità minima di 7,02% e massima di 81,72%, la deviazione standard risulta essere pari a 0,3001;
- “Manifattura” presenta una probabilità minima di 3,34% e massima di 78,39%, la deviazione standard è pari a 0,1791;
- “Commercio” presenta una probabilità minima di 3,66% e massima di 89,09%, con la deviazione standard che assume il valore di 0,2612;

- “Trasporti e Logistica” presenta una probabilità minima di 3,99% e massima di 78,72% e la deviazione standard pari a 0,28231 infine;
- “Servizi” presenta una probabilità minima di 9,18% e massima di 28,55% con una deviazione standard pari a 0,1038.

Da notare che il subset “Servizi” è quello che presenta il range tra minimo e massimo più contenuto, presentando sì la probabilità minima più alta tra quelle di tutte le classi, ma, al contempo, la probabilità massima minore. I risultati derivanti dal calcolo della deviazione standard indicano che, per tutte le classi, il valore medio può considerarsi affidabile, in quanto tutte le imprese presentano probabilità di fallimento molto vicine al valore medio. Lo si può affermare in quanto i valori della deviazione standard sono tutti molto vicini allo 0, in cui 0 indica l’assenza di variabilità tra i dati. Da questi valori è possibile notare come le varie classi presentino imprese più o meno solide, rispecchiando quindi quelle che sono le caratteristiche tipiche dei macro settori in cui operano. Di seguito viene riportata la tabella riepilogativa con le probabilità di fallimento minima, massima e media per ogni classe di imprese e la relativa deviazione standard.

<b>Classe</b>	<b>Numero imprese</b>	<b>di PD minima</b>	<b>PD massima</b>	<b>PD media</b>	<b>Deviazione standard</b>
Primario	5	7,02%	81,72%	30,87%	0,3001
Manifattura	115	3,66%	78,39%	16,26%	0,1791
Commercio	32	3,66%	89,09%	31,96%	0,2612
Trasporti e Logistica	14	3,99%	78,72%	37,41%	0,2823
Servizi	3	9,18%	28,55%	16,70%	0,10381
Costruzioni	1	43,91%	43,91%	43,91%	0

Tabella 1 Probabilità di default delle classi di imprese per l’anno 2019

### 3 Analisi degli indici e margini per l’anno 2021

A seguire verrà esposta l’analisi per indici e margini svolta per ogni classe del campione, con la formulazione di un giudizio per ogni indicatore calcolato, nonché sulla classe in generale. Si ricorda che l’obiettivo di questa analisi è la verifica della

solvibilità e del rispetto della correttezza nelle coperture dei finanziamenti, fattori che incidono sulla probabilità di default dell'impresa. Al termine dell'analisi di ogni classe verrà inserita una tabella riepilogativa, in cui verrà evidenziato, per ogni indicatore, il numero di imprese con valore positivo e il numero totale delle imprese della classe.

### 3.1 Classe "Primario"

Si comincia l'analisi dalla classe "Primario". I primi indicatori da calcolare riguardano la liquidità aziendale e la relativa solvibilità nel breve termine; quindi se l'impresa ha abbastanza liquidità per fronteggiare con prontezza le passività in scadenza entro l'anno. Gli indicatori che saranno utilizzati a questo scopo sono il margine di tesoreria e gli indici di liquidità. Dal calcolo del margine di tesoreria risulta che 2 imprese su 5 (40,00%) presentano un valore dello stesso positivo. Essendo, però, un margine, la sua capacità esplicativa è molto limitata, in quanto il valore che si ottiene è pari all'eccedenza delle liquidità sugli impegni a breve termine o, nel caso contrario, l'eccedenza di questi ultimi sulla liquidità. Per poter ottenere un valore confrontabile è necessario calcolare i due indici di liquidità: l'acid test e il current ratio. Il calcolo dell'acid test indica che una sola impresa del campione (20%) presenta un valore di questo indice maggiore di 1. Se si calcola anche il current ratio, includendo quindi anche le rimanenze nel calcolo, si ottiene che 4 imprese su 5 (80,00%) presentano un valore maggiore di 1. È quindi possibile affermare che quattro imprese su cinque classificate nella categoria "Primario" siano in grado di far fronte agli impegni a breve con agilità e prontezza, anche se poche imprese del campione presentano un valore di acid test e margine di tesoreria positivo. Ciò può essere affermato in quanto il current ratio è positivo per la maggioranza del campione. In questo specifico caso le rimanenze hanno giocato un ruolo fondamentale e, vista la

tipologia di rimanenze che presentano le imprese di questa classe, si può affermare che, mediamente, sono facilmente vendibili sul mercato, e quindi possono essere trasformate in liquidità in un breve lasso di tempo. Appurato ciò, si passa ora all'analisi degli indici legati all'EBITDA. Se si analizza il valore dell'indice PFN/EBITDA si riscontra che la totalità del campione (100,00%) è perfettamente in grado di far fronte agli impegni assunti utilizzando il flusso di ricchezza generato dalla gestione caratteristica, in quanto il valore assunto da questo indice è inferiore a 6 per tutto il campione, presentando un valore medio di 2.12. Se si analizza l'altro indice affine a questo, il rapporto debiti finanziari su EBITDA, è apparso che solamente 2 imprese su 5 (40,00%) presentano un valore dell'indice soddisfacente, cioè inferiore a 3. Questo fa capire quale ruolo ha giocato la liquidità di queste imprese, non sufficiente per avere una valore di acid test e di margine di tesoreria positivo per tutta la classe, ma che ha comunque contribuito alla riduzione del peso dei debiti finanziaria inclusi nella posizione finanziaria netta. Da ultimo si fa presente che l'EBITDA coverage, che misura la capacità dell'impresa di far fronte agli oneri finanziari con la ricchezza prodotta dalla gestione caratteristica, sia positivo per la totalità del campione (100,00%). È quindi possibile affermare che le imprese della classe in oggetto generino abbastanza ricchezza dalla loro attività per ripagare i propri debiti, al netto della liquidità immediata e differita se si considera l'indicatore con la PFN al numeratore, mediamente in poco più di due anni. Proseguiamo ora la disamina degli indici concentrandosi su quelli patrimoniali. Il primo di questi indici è l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni, il cui scopo è quello di verificare che l'impresa sia patrimonialmente stabile nel lungo periodo. Il rapporto dato da capitale totale su attivo immobilizzato indica che 4 imprese su 5 (80,00%) hanno una struttura patrimoniale corretta e che, quindi, hanno finanziato le immobilizzazioni

utilizzando capitale durevole. Se si esamina l'altro indicatore, il margine di struttura, si ottiene che solamente 2 impresa del campione (40,00%) presentano un valore positivo. Ciò non deve trarre in inganno, è infatti estremamente raro che solamente il capitale proprio sia sufficiente a coprire l'attivo immobilizzato. È quindi possibile affermare che anche nel lungo periodo il gruppo di imprese classificate nel "Primario" siano correttamente finanziate. Restando ancora sulla struttura patrimoniale dell'impresa, si esaminano ora l'indice di leva finanziaria e l'indice di indipendenza finanziaria. Anche per questi due indici i risultati sono molto buoni, in quanto 4 imprese su 5 (80,00%) presentano valori positivi per entrambi. Questi due indici informano su quanto capitale proprio e quanto capitale di terzi è presente nell'impresa. Il leverage restituisce un valore medio del campione pari 1.63 con, un valore massimo di 6.49. Avendo a disposizione un campione molto ridotto, l'impresa che presenta il valore massimo traina al rialzo la media il cui valore, quindi, non è attendibile. Considerando, però, che il valore soglia fissato per questo indicatore è 4, un valore medio di 1.63 è da considerarsi abbondantemente positivo. Se si analizza l'indice di indipendenza finanziaria, dato dal rapporto tra patrimonio netto e totale di bilancio, si ottiene un valore medio pari a 32.71, abbondantemente al di sopra della soglia fissata a 20 nel già citato libro "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa" (Federico Beltrame, Giorgio S. Bertinetti, Alex Scip, 2021). Vista la presenza, all'interno di questa classe, di un'impresa che si occupa di attività estrattive, quindi molto diversa rispetto alle altre imprese agricole, si ritiene opportuno presentare anche una sua analisi separata. Come fatto per l'analisi della classe, si partirà dalla visione degli indicatori della liquidità. Il margine di tesoreria risulta essere positivo, come anche l'acid test e il current ratio, rispettivamente 1.53 e 1.56. L'impresa risulta quindi solvibile nell'immediato, perfettamente in grado di far fronte alla passività

a breve con le disponibilità liquide e le altre risorse prontamente liquidabili. Analizzando ora gli indicatori di bancabilità, si evince che sia la PFN/EBITDA sia Debiti finanziari/EBITDA risultano essere al di sotto dei valori soglia, con positività dell'EBITDA index coverage ratio. L'impresa genera quindi una ricchezza sufficiente alla copertura degli impegni finanziari e degli oneri da essi generati, risultando, anche in questo caso, solvibile. Passando all'analisi dell'equilibrio nel medio-lungo termine, si nota che l'impresa evidenzia un margine di struttura positivo, indicando quindi che il capitale proprio copre interamente il valore dell'attivo immobilizzato. Ovviamente, essendo positivo il margine di struttura, lo è anche l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni, che permette all'impresa di ottenere una valutazione positiva anche in questo ambito. Da ultimo si analizzano la leva finanziaria e l'indice di indipendenza finanziaria, che presentano entrambi valori positivi. È quindi possibile affermare che l'impresa non presenta un'eccessiva incidenza del capitale di terzi, con addirittura un indice di indipendenza finanziaria pari a 60.99 per cento. Il confronto di questi indicatori con la probabilità di fallimento calcolata con l'O-score per l'anno 2019 verrà svolto nel paragrafo 4 di questo capitolo.

<b>Indice</b>	<b>Imprese con indice positivo</b>	<b>Totale imprese</b>	<b>Percentuale</b>
Margine di tesoreria	2	5	40,00%
Acid test	1	5	20,00%
Current ratio	4	5	80,00%
PFN/EBITDA	5	5	100,00%
Debiti fin/EBITDA	2	5	40,00%
EBITDA coverage	5	5	100,00%
Margine di struttura	2	5	40,00%
Indice di copertura globale	4	5	80,00%
Leverage	4	5	80,00%
Indice di indipendenza finanziari	4	5	80,00%

Tabella 2 Indicatori classe "Primario"



### 3.2 Classe “Manifattura”

Si analizzerà ora la classe più numerosa tra le cinque classi create, la “Manifattura”. Come per la classe “Primario” si comincerà con il calcolo del margine di tesoreria e degli indici di liquidità, che forniscono informazioni sulla capacità dell’impresa di far fronte agli impegni a breve termine prontamente. Cominciamo dalla visione del margine di tesoreria. Essendo un margine, il suo risultato è difficilmente interpretabile. La dottrina vuole che questo margine, per essere considerato positivo, debba presentare un valore maggiore di zero, indicando quindi che la liquidità immediata e differita dell’impresa sia più che sufficiente a far fronte agli impegni correnti. Dall’analisi del campione risulta che 67 imprese su 115 (58,26%) presentano un margine di tesoreria positivo. Essendo però il risultato un valore dell’eccedenza delle liquidità sui debiti a breve, la sua capacità informativa è limitata. Per questo motivo si calcolano gli indici, dotati di maggiori capacità esplicative. Il primo indice calcolato al riguardo è l’acid test, dato dal rapporto tra attivo circolante, al netto delle rimanenze, e dalle passività a breve. I risultati ottenuti dall’applicazione di questo indicatore sono in linea con quelli del margine di tesoreria, con un numero di imprese che presenta un valore maggiore di 1 pari 66 (57,39%). Interessante al riguardo è il valore medio di questo indice, pari a 1.33, che indica come, mediamente, questo indice sia sufficientemente positivo per il campione. Se si considera anche il valore delle rimanenze, calcolando quindi il current ratio, si evince un miglioramento della liquidità, in quanto 96 imprese su 115 (83,48%) presentano un valore dell’indice maggiore di 1, con un valore medio che si attesta a 1.84. Questo indica come il valore delle rimanenze sia molto elevato, cosa che, dopotutto, non è strana per le imprese manifatturiere. A differenza, però, delle rimanenze che si possono trovare nella sottoclasse “Primario”, sono meno facilmente liquidabili. In generale, quindi, è possibile che le imprese di questa

classe godano di un buon livello di liquidità, anche se alcune di esse potrebbe riscontrare delle difficoltà a liquidare prontamente il magazzino per soddisfare gli impegni immediati. Si va ora ad analizzare i primi indici di solvibilità. Il primo di questi indicatori che viene calcolato è il rapporto PFN su EBITDA. Perché sia considerato positivo il risultato di questo rapporto deve essere inferiore a 6, che equivale al numero di anni che l'impresa impiegherebbe per ripagare il debito se usasse tutta la ricchezza prodotta dalla gestione caratteristica per ripagare i propri debiti al netto della liquidità, essendo la posizione finanziaria netta al numeratore. Il suo calcolo restituisce un risultato molto positivo, evidenziando che la maggioranza delle imprese della classe, per l'esattezza 102 (88,70%), presentano un indice sotto la soglia critica. Un risultato simile lo restituisce anche il rapporto debiti su EBITDA, anche se un minor numero di imprese, 75 (65,22%), presentano un valore dell'indice inferiore a 3. Questo risultato conferma ancora una volta il ruolo svolto dalla liquidità presente nel settore, che riduce considerevolmente il peso dei debiti finanziari. Da ultimo è stato calcolato l'indicatore EBITDA coverage. Il risultato indica che 106 imprese su 115 (92,17%) sono in grado di far fronte agli oneri finanziari grazie al flusso generato dall'attività caratteristica, facendo capire che sì la liquidità è stata sicuramente un fattore determinante per ridurre la posizione finanziaria netta, ma che anche il valore dell'EBITDA è sufficientemente elevato. Dopo il calcolo di questi primi indicatori, i risultati appaiono molto incoraggianti sulla resilienza delle imprese alla crisi causata dalla pandemia. È ora opportuno focalizzare l'attenzione dal breve al medio-lungo termine. Per questo motivo sono stati calcolati il margine di struttura e l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni. Il margine di struttura ha lo stesso limite del margine di tesoreria, restituisce la differenza tra il capitale proprio e le immobilizzazioni. Nel capitolo precedente è stato detto che è molto raro riscontrare un

marginale di struttura positivo, visto che le imprese utilizzano spesso il capitale di terzi, in combinazione con il capitale proprio, per finanziare le loro immobilizzazioni. Proprio dal calcolo di questo margine, però, si scopre che ben 74 imprese su 115 (64,35%) presentano un valore di questo margine maggiore di zero. Un valore totalmente inaspettato. Ovviamente, anche l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni, che considera anche il capitale di terzi, restituisce un valore positivo, quindi maggiore di 1, per buona parte della classe, per l'esattezza 95 imprese (82,61%). È quindi possibile affermare che le imprese, per la maggioranza, sono correttamente finanziate anche nell'orizzonte temporale di medio lungo termine. La visione di questi due indicatori fornisce anche un'altra importante indicazione. Le imprese che presentano un valore positivo dell'indice di copertura globale delle immobilizzazioni sono solamente 21 in più rispetto alle imprese con margine di tesoreria positivo. Questo permette di affermare che la maggioranza delle imprese si affidano principalmente alle risorse interne per finanziarsi, e che il capitale proprio sia predominante rispetto ai debiti a medio-lunga scadenza. Dopo questi primi indicatori, è necessario capire quanto le imprese di questo campione possano ulteriormente indebitarsi. Per far ciò si calcolano la leva finanziaria e l'indice di indipendenza finanziaria. Il calcolo del leverage, dato dal rapporto tra debiti finanziari totali e capitale proprio, sulle imprese della classe in oggetto indica che 110 imprese su 115 (95,65%) presentano un rapporto inferiore a 4, considerata soglia limite oltre la quale l'impresa risulterebbe eccessivamente dipendente dal capitale di terzi. Lo stesso si può affermare per l'indice di indipendenza finanziaria. Anche in questo caso 100 imprese su 115 (86,96%) presentano un valore dell'indice superiore a 20, andando quindi a riaffermare un'eccellente solidità del campione. Visionando al contempo tutti questi indicatori si può affermare che le imprese del campione non presentano, mediamente,

immediate criticità dal lato della solvibilità e della struttura patrimoniale.

<b>Indice</b>	<b>Imprese con indice positivo</b>	<b>Totale imprese</b>	<b>Percentuale</b>
Margine di tesoreria	67	115	58,26%
Acid test	66	115	57,39%
Current ratio	96	115	83,48%
PFN/EBITDA	102	115	88,70%
Debiti fin/EBITDA	75	115	65,22%
EBITDA coverage	106	115	92,17%
Margine di struttura	74	115	64,35%
Indice di copertura globale	95	115	82,61%
Leverage	110	115	95,65%
Indice di indipendenza finanziari	100	115	86,96%

Tabella 3 Tabella riepilogativa classe "Manifattura"

### 3.3 Classe "Commercio"

La classificazione indicata con "Commercio" racchiude al suo interno le imprese che svolgono attività di commercio al dettaglio e all'ingrosso, e le imprese che si occupano del commercio di autoveicoli e motocicli. Per quanto riguarda questo campione, le aspettative non sono molto elevate. Il settore del commercio ha subito forti limitazioni, soprattutto a causa delle misure restrittive imposte per cercare di ostacolare il diffondersi del virus. Il 2021 si caratterizza per la classificazione a zone di rischio e per i lockdown localizzati, che hanno reso l'attività di queste imprese molto altalenante e discontinua, cosa che potrebbe aver avuto delle ripercussioni anche sugli indicatori calcolati in questa tesi. Si comincia quindi dalla visione degli indicatori sulla liquidità. Il margine di tesoreria evidenzia subito una situazione meno favorevole rispetto a quella evidenziata nell'analisi di "Primario" e "Manifattura". Esso, infatti, risulta positivo per meno della metà delle imprese del campione, 14 su 32 (43,75%), evidenziando una situazione di possibile crisi di liquidità per buona parte di esse. Anche l'acid test si attesta su valori simili, con solamente 15 imprese su 32 (46,88%) che riescono a superare la soglia di 1. A questo punto sembrerebbe che tutti gli indicatori della liquidità

siano negativi, ma, in realtà, il current ratio restituisce risultati opposti. Dal calcolo di questo indice si ottiene che ben 27 imprese su 32 (84,38%) superano la soglia di 1. Sembrerebbe, a prima vista, un valore dissonante, frutto di un errore di calcolo. In realtà, se si pensa alla formula per calcolarlo, la risposta appare subito chiara. Nella formula di calcolo del current ratio rientrano le rimanenze, che, per il settore del commercio, possono raggiungere valori elevati. Se si pensa, in aggiunta a questo, che nella classe “Commercio” sono presenti anche le imprese che si occupano della vendita di autoveicoli e motocicli, si capisce come questo indicatore possa raggiungere un tale risultato, con un valore medio che si attesta a 1.95, contro 1.32 dell’acid test. Però, anche grazie al salvataggio effettuato dal current ratio, il giudizio sulla liquidità di questa classe non può certo considerarsi buono. Le imprese, infatti, corrono il rischio di non riuscire a liquidare agilmente le rimanenze e ciò potrebbe condurre a degli insoluti nel pagamento degli impegni assunti nel breve periodo. Come per le classi precedenti, si analizzano ora i risultati degli indicatori PFN/EBITDA, Debiti finanziari/EBITDA e EBITDA/Oneri finanziari. Anche per questi indici le aspettative sono scarse, soprattutto le aspettative sui valori dell’EBITDA. Se, infatti, le imprese dovessero presentare dei valori di EBITDA non sufficientemente elevati, dati per l’appunto dalla discontinuità dell’attività caratteristica, potrebbero incorrere nel pericolo di non ottenere indicatori positivi e, quindi, correre il rischio di non ricevere ulteriore credito dagli istituti bancari e dagli altri finanziatori. Questa volta, però, le imprese di questa classe stupiscono in positivo. Calcolando il primo indice si ottiene che ben 28 imprese su 32 (87,50%) presentano un valore del PFN/EBITDA inferiore a 6. Per quanto riguarda la copertura degli oneri finanziari, si ottengono valori ancora più elevati. Ben 31 imprese su 32 (96,88%) mostrano un valore dell’EBITDA coverage superiore a 1, praticamente la totalità delle aziende. Se si

prende in considerazione l'ultimo di questi tre indicatori, Debiti finanziari su EBITDA, si nota un peggioramento delle condizioni, dato che 22 imprese su 32 (68,75%) presentano un valore di questo indice inferiore a 3. Come già visto in precedenza, avendo al numeratore il totale dei debiti finanziari e non la posizione finanziaria netta, il numero di imprese con questo indicatore diminuisce, visto che, in questo caso, la liquidità, anche se buona, non trova rappresentazione. Anche se il numero di imprese è minore, è comunque un valore soddisfacente. Si nota come, in questo caso, la liquidità abbia giocato un ruolo importante solamente per sei imprese del campione, pari alla differenza tra le imprese che presentano un PFN/EBITDA positivo e quelle con un Debito finanziario/EBITDA positivo. Si sposta ora l'attenzione al medio lungo periodo. Sono stati calcolati il margine di struttura e l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni. Il margine di struttura risulta essere maggiore di zero per 19 imprese del campione (59,38%), un numero non elevato, ma, considerando che si calcola come differenza tra capitale proprio e attivo immobilizzato, risulta essere estremamente significativo. Indica infatti che ben 19 imprese hanno coperto le proprie immobilizzazioni solamente con il capitale proprio, che si ricorda essere pari al patrimonio netto al netto dei crediti verso soci per versamenti ancora dovuti e degli utili da distribuire. Visto il risultato ottenuto con il margine di tesoreria, l'aspettativa è molto alta per l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni. Dal calcolo di questo indice è emerso, però, che solamente sei imprese in più, 25 imprese su 32 (78,13%), rispetto al margine di struttura, presentano un valore maggiore di 1. Questa informazione, oltre ad indicare che, mediamente, le imprese del campione possono dirsi correttamente finanziate anche nell'orizzonte temporale più lungo, indica che ben poche di esse fanno affidamento sul capitale di terzi per effettuare investimenti nell'attivo immobilizzato. Per poterlo affermare con certezza,

però, è necessario calcolare l'indice di leva finanziaria e il grado di indipendenza finanziaria. I risultati danno ragione alla precedente supposizione. Si è infatti riscontrato che ben 31 imprese su 32 (96,88%) presentano un valore della leva finanziaria inferiore a 4. Allo stesso modo, anche l'indice di indipendenza finanziaria restituisce un risultato simile. Il calcolo mostra che 27 imprese su 32 (84,38%) presentano un valore dell'indice superiore a 20, che corrisponde ad un valore di debito ed equity pari rispettivamente a 80 per cento e 20 per cento, con un valore medio pari a 39.95. Si può quindi affermare che le imprese di questa classe non presentano un forte sbilanciamento verso fonti di finanziamento esterne all'impresa e che, anzi, presentano un forte valore dei mezzi propri.

<b>Indice</b>	<b>Imprese con indice positivo</b>	<b>Totale imprese</b>	<b>percentuale</b>
Margine di tesoreria	14	32	43,75%
Acid test	15	32	46,88%
Current ratio	27	32	84,38%
PFN/EBITDA	28	32	87,50%
Debiti fin/EBITDA	22	32	68,75%
EBITDA coverage	31	32	96,88%
Margine di struttura	19	32	59,38%
Indice di copertura globale	25	32	78,13%
Leverage	31	32	96,88%
Indice di indipendenza finanziari	27	32	84,38%

Tabella 4 Tabella riepilogativa classe "Commercio"

### 3.4 Classe "Trasporti e Logistica"

Si effettua ora l'analisi della classificazione "Trasporti e Logistica". Le aspettative per questa classe sono incerte. Da un lato si ha la Logistica, che grazie all'espansione dell'e-commerce potrebbe registrare risultati molto positivi, ma, dall'altro si hanno i "Trasporti" che, tra tutti i tipi di imprese presenti nel campione, ha sicuramente risentito maggiormente delle limitazioni imposte dalla pandemia. Si pensi, ad esempio, alla capienza ridotta data dal rispetto della distanza interpersonale di almeno un metro e mezzo e dal calo, se non la totale assenza, di trasporti legati al turismo. La

riduzione dello smart working, però, potrebbe aver, quanto meno, “tamponato” questa falla. Con queste incertezze si è iniziata l’analisi con la disamina degli indicatori legati alla liquidità aziendale. Si parte, come di consueto, dall’analisi del margine di tesoreria. Questo indicatore sembra confermare i primi sospetti, evidenziando che meno della metà delle imprese, 6 imprese su 14 (42,86%), presentano un margine di tesoreria maggiore di zero, indicando che molte di esse potrebbero incorrere nel rischio di insolvenza nell’immediato, in quanto non in grado di fronteggiare gli impegni a breve con la liquidità presente in azienda. Con questo presagio si passa a calcolare gli indici di liquidità. Sorprendentemente, essi restituiscono un risultato opposto a quello del margine di tesoreria. Risulta, infatti, che ben 8 imprese su 14 (57,14%) hanno un valore dell’acid test positivo, e 10 imprese su 14 (71,43%) un valore del current ratio positivo. Dall’analisi delle classi precedenti si è visto come il current ratio, comprendendo al suo interno anche le rimanenze, sia positivo per un maggior numero di imprese rispetto all’acid test, che invece non le include. Una possibile spiegazione è che le rimanenze, per questa classe, non siano incisive come per le altre classi già esaminate. A conferma di ciò si riportano i valori medi. L’acid test presenta un valore medio pari 1.26 e il current ratio un valore medio di 1.29, una differenza sostanzialmente irrisoria. Si può quindi concludere l’analisi degli indicatori di liquidità affermando che, mediamente, le imprese della classe “Trasporti e Logistica” siano solvibili nell’immediato. Come di consueto si prosegue con gli indicatori di solvibilità. Dall’analisi della PFN/EBITDA emerge un altro giudizio positivo. Si nota che le imprese che presentano un valore di questo indice inferiore a sei sono 10 su 14 (71,43%), indicando quindi che esse sono in grado di ripagare interamente la loro esposizione in meno di sei anni. Allo stesso modo, anche l’indice Debito finanziario/EBITDA risulta positivo per 7 imprese su 14 (50,00%), confermando nuovamente il ruolo giocato dalla



liquidità immediata e differita nel ridurre la PFN, cosa che non viene considerata nel calcolo del secondo indice. Per questo motivo il numero di imprese con questo indicatore positivo risulta inferiore, come ampiamente già dimostrato per le altre classi. Se si calcola l'ultimo indicatore, EBITDA/Oneri finanziari, si ottiene un altro ottimo risultato. Risulta infatti che ben 13 imprese su 14 (92,86%) presentano un valore dell'indice superiore all'unità. Mediamente, si può quindi affermare che le imprese del campione hanno tempi di rientro del debito inferiori ai valori soglia previsti dai vari indici e che, quindi, non corrono il rischio di veder rifiutate le loro richieste di finanziamento da parte degli istituti bancari e dagli altri istituti di credito. Considerando l'importanza sempre maggiore del PFN/EBITDA e dalla sua rapida diffusione, si può azzardare un giudizio estremamente positivo per la classe "Trasporti e Logistica". Se si considera anche il terzo indicatore il giudizio può essere ulteriormente migliorato in quanto la quasi totalità del campione è perfettamente in grado di far fronte agli oneri finanziari pagati sul capitale di terzi tramite la ricchezza prodotta dalla gestione caratteristica, rappresentata dall'EBITDA, che si ricorda essere un importante indicatore di bilancio calcolato come differenza tra la voce A-Valore della produzione e B-Costi della produzione del prospetto di Conto economico, rappresentando quindi l'utile prima dell'applicazione delle imposte, degli oneri finanziari, delle svalutazioni e degli ammortamenti. Si prosegue con il calcolo degli indicatori relativi alla correttezza finanziaria nel medio lungo periodo. Come precedentemente fatto, si parte con il calcolo del margine di struttura. Questa volta, solamente 3 imprese su 14 (21,43%) presentano un valore del margine di struttura superiore a zero. È un primo indicatore, ma ha la limitazione di essere un margine e non un indice, quindi il suo valore medio non è esplicativo, corrispondendo alla differenza tra il capitale proprio e le immobilizzazioni. È comunque utile perché indica che tre imprese

presentano risorse interne sufficientemente elevate per far fronte all'attivo immobilizzato. Andando a calcolare l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni si ottiene un risultato in linea con quanto rilevato dal margine di struttura, in quanto 5 imprese su 14 (35,71%) presentano un valore dell'indice maggiore di 1. Si evidenzia, quindi, che le imprese non sono correttamente finanziate anche nel lungo periodo, in quanto la copertura delle attività immobilizzate è affidata anche a fonti di breve durata. Prima di proseguire con la disamina della composizione debito-equity, è necessario analizzare questa situazione potenzialmente fatale per le imprese, minando la solidità delle stesse. La dottrina vuole che le attività immobilizzate, che sono destinate a permanere nei bilanci delle imprese per un periodo di tempo medio lungo, siano coperte da capitali di pari durata, quindi dal capitale proprio e dai debiti a medio lungo termine, non sicuramente da passività a breve scadenza. Facendo così si rischia di dover rientrare dell'esposizione a breve prima che il recupero finanziario delle immobilizzazioni sia avvenuto, con il rischio, quindi, di risultare insolvente alla scadenza per il pagamento. Da ultimi si calcoleranno la leva finanziaria e l'indice di indipendenza finanziaria, che indicheranno se l'impresa è eccessivamente esposta al capitale di terzi. Le imprese che presentano un valore del leverage positivo sono 13 su 14 (92,86%), con un valore medio 1.53. L'indice di indipendenza finanziaria risulta essere positivo per 10 imprese su 14 (71,43%), con un valore medio di 30.01. Con questi dati è possibile affermare che le imprese non corrono il rischio di risultare sovra indebitate.

<b>Indice</b>	<b>Imprese con indice positivo</b>	<b>Totale imprese</b>	<b>percentuale</b>
Margine di tesoreria	6	14	42,86%
Acid test	8	14	57,14%
Current ratio	10	14	71,43%
PFN/EBITDA	10	14	71,43%
Debiti fin/EBITDA	7	14	50,00%
EBITDA coverage	13	14	92,86%
Margine di struttura	3	14	21,43%

Indice di copertura globale	5	14	35,71%
Leverage	13	14	92,86%
Indice di indipendenza finanziari	10	14	71,43%

Tabella 4 Tabella riepilogativa della classe "Trasporti e Logistica"

### 3.5 Classe "Servizi"

La classificazione "Servizi" è una delle meno numerose, con solamente tre imprese. Di queste tre imprese una si occupa di servizi di catering, mentre le altre due sono attive nel ramo della consulenza specializzata alle imprese. Le aspettative riguardanti questo settore sono incerte. Le restrizioni potrebbero infatti aver affossato i loro indicatori, soprattutto per l'agenzia di catering, oppure potrebbero non averne risentito. La possibilità di effettuare consulenze a distanza potrebbe aver permesso alle due imprese di servizi di continuare ad operare senza interruzioni durante il 2021. Si inizia l'analisi con il calcolo e la visione degli indicatori di liquidità. Il margine di tesoreria è positivo per 2 imprese del campione su 3 (66,67%), l'impresa di catering e una impresa legata ai servizi di consulenza, così come l'acid test e il current ratio. Sorprendentemente l'impresa che si occupa dei catering risulta solvibile nel breve periodo presentando tutti e tre gli indicatori di liquidità sopra la soglia minima, un fatto totalmente inaspettato. Probabilmente la discontinuità nel servizio non è stato un fattore penalizzante per questa realtà e, considerando che il Veneto è una delle Regione che sono rimaste per più tempo in zona Gialla, classificata quindi come a rischio pandemico basso, ha probabilmente consentito a questa impresa di proseguire la sua attività. Una situazione molto meno rosea è dipinta dagli indici di solvibilità. Il calcolo di Debito finanziario/EBITDA mostra che solo un'impresa del campione (33,33%) è in grado di far fronte alla propria esposizione debitoria tramite la ricchezza prodotta dalla gestione caratteristica. La situazione non migliora nemmeno calcolando PFN/EBITDA. Nell'analisi effettuata finora questo indicatore ha

sempre evidenziato un numero di imprese solvibili maggiore rispetto all'indicatore precedente, cosa che non è accaduta per questa classe. L'applicazione di questo indice presenta un risultato impietoso per le imprese, in quanto solamente una di esse presenta un valore soddisfacente (33,33%), tra l'altro molto vicino alla soglia limite. Per concludere l'analisi di questi primi indici, si calcola l'EBITDA to interest coverage ratio. Come per i casi precedenti, 1 imprese su 3 (33,33%) può vantare questo indice positivo. Si può quindi affermare che le imprese di questa classe hanno tempi di rientro del debito oltre la soglia limite prevista dai primi due indicatori e che nemmeno inserendo la liquidità immediata e differita nel rapporto, con la posizione finanziaria netta, si è riusciti ad ottenere dei valori soddisfacenti. Le imprese potrebbero concretamente riscontrare difficoltà nell'ottenimento di nuovi finanziamenti. In aggiunta a questo, la difficoltà nel ripagare gli interessi sul debito va a peggiorare il quadro già fosco sulla solvibilità di questa classe. Giunti a questa conclusione, potrebbe però apparire che, per quanto le imprese presentino le difficoltà sopra citate, siano quanto meno correttamente finanziate nel medio-lungo termine. Si calcola quindi il margine di struttura, che non risulta positivo per nessuna delle imprese del campione. Anche se presagio di un disequilibrio, visto che nelle classi precedenti il margine di struttura era stato riscontrato positivo per alcune imprese, è troppo presto per giungere a delle conclusioni, in quanto le imprese utilizzano anche il capitale a debito per finanziarsi e, per queste imprese, potrebbe essere il fattore decisivo per l'equilibrio di lungo periodo. Si è quindi proceduto al calcolo dell'indice di copertura globale delle immobilizzazioni, che risulta maggiore di 1, e quindi positivo, per 2 imprese su 3 (66,67%). È opportuno segnalare, però, che il valore medio di questo indice è pari a 1.02 e l'impresa con l'indice massimo presenta un valore pari a 1.15, risultati molto vicini alla soglia limite, ma comunque positivi. L'ultima verifica da effettuare

è controllare che il debito non sia eccessivamente elevato da destabilizzare il rapporto debito ed equity. Si ricorda che per un'impresa non quotata, stando a quanto affermato nel libro "Analisi e valutazione finanziaria d'impresa", esso non dovrebbe superare la soglia del 80-20 per non rischiare di incorrere in una struttura finanziaria eccessivamente esposta verso i terzi, con tutte le conseguenze del caso. In questo caso i risultati sono positivi per tutte le imprese del campione. Si ha infatti un indice di leva finanziaria inferiore a 4 per tutte e tre le imprese (100%), con un valore medio di 1.08 e massimo di 2.29, abbondantemente sotto la soglia limite. Come il leverage, anche l'indice di indipendenza finanziaria è positivo per tutte e tre le imprese (100%), con un valore minimo pari a 21.48 ed un valore medio pari a 36.10. La situazione che viene dipinta da questi indici risulta essere quella più difficile da interpretare fino ad ora. Le imprese hanno mediamente la liquidità necessaria per far fronte alle passività correnti, in quanto gli indicatori sono positivi per due imprese su 3, presentano una corretta copertura delle attività immobilizzate, l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni positivo per 2 imprese su 3, e non dipendono eccessivamente dal capitale di terzi, presentando un buon grado di capitalizzazione, sia la leva finanziaria che l'indice di indipendenza finanziaria sono positivi per tutte le aziende della classe. Anche se questi indicatori sono positivi, però, le imprese ripagheranno, mediamente, i debiti in un arco temporale eccessivamente elevato e nessuna di esse è in grado di far fronte agli interessi sui debiti con la ricchezza prodotta dalla gestione caratteristica. Visto l'equilibrio patrimoniale e finanziario riscontrato, la spiegazione più plausibile è che l'EBITDA prodotto non sia sufficientemente elevato e che quindi la pandemia abbia o aumentato i costi associati all'attività caratteristica oppure abbia causato una riduzione dei ricavi.

<b>Indice</b>	<b>Imprese con indice positivo</b>	<b>Totale imprese</b>	<b>percentuale</b>
Margine di tesoreria	2	3	66,67%
Acid test	2	3	66,67%
Current ratio	2	3	66,67%
PFN/EBITDA	1	3	33,33%
Debiti fin/EBITDA	1	3	33,33%
EBITDA coverage	1	3	33,33%
Margine di struttura	0	3	0,00%
Indice di copertura globale	2	3	66,67%
Leverage	3	3	100,00%
Indice di indipendenza finanziari	3	3	100,00%

Tabella 6 Tabella riepilogativa della classe "Servizi"

### 3.6 Classe "Costruzioni"

Per ultimo si porta l'analisi della classe "Costruzioni". Questa classe, che presenta una sola impresa al suo interno, per i motivi già descritti precedentemente, è forse quella più interessante da analizzare. Da sempre considerata una spia di possibili crisi economiche, è, molto probabilmente, il settore più "ballerino" di tutti gli altri settori economici. Fatto questo doveroso preambolo, è ora possibile addentrarsi nell'analisi di questa impresa. Come di consueto si comincerà dagli indicatori relativi alla liquidità e alla solvibilità dell'impresa nel breve periodo. Si calcola quindi il margine di tesoreria come primo indicatore della solvibilità aziendale, che restituisce un valore negativo, evidenziando quindi una possibile carenza di liquidità. Per confermare quanto indicato dal margine di tesoreria, si vanno a calcolare gli indici di liquidità. Il primo di questi indici ad essere calcolato è l'acid test, che, come già indicato, tiene in considerazione solamente le risorse liquide o che possono diventare liquide in breve tempo, escludendo quindi le rimanenze. Anche il valore di questo indice risulta non essere soddisfacente, pari a 0.61, abbondantemente al di sotto della soglia di positività. È quindi possibile affermare che l'impresa in oggetto non abbia risorse prontamente liquidabili sufficienti a far fronte agli impegni correnti. Si procede quindi al calcolo dell'ultimo dei due indici di liquidità, il current ratio, che include al suo interno il valore delle rimanenze. In questo caso il risultato

è nettamente positivo, con un valore del current ratio che si attesta a 1.31. Le rimanenze hanno quindi giocato un ruolo fondamentale per far ottenere all'impresa un indice di liquidità positivo. Questo indice include le rimanenze in quanto, se gestite in modo ottimale, le scorte di magazzino hanno una giacenza breve all'interno dell'impresa. Questo presuppone una gestione efficiente dello stesso, cosa assolutamente non scontata. Detto ciò, non è assolutamente certo che l'impresa possa essere considerata solvibile nell'immediato; quindi il suo giudizio sulla liquidità è da considerarsi negativo. Si passa ora all'analisi della seconda classe di indicatori. Cominciando dal rapporto Debiti finanziari/EBITDA, emerge che l'impresa è in grado di ripagare i propri debiti finanziari in un tempo approssimativo di 4.62 anni, se destinasse l'intero EBITDA generato a tal scopo. Questo valore è da considerarsi negativo, in quanto superiore alla soglia massima prevista, fissata a 3. Se si calcola, però, l'indice PFN/EBITDA si ottiene un valore positivo, pari a 2.06, abbondantemente al di sotto della soglia massima prevista e fissata a 6. Emerge quindi che la liquidità, inserita nella formula di calcolo della posizione finanziaria netta, sia sufficientemente elevata da costituire un valore tale da ridurre abbondantemente il peso dei debiti finanziari, anche se il valore dell'acid test non è risultato essere positivo. Ad ultimo si va a verificare se l'impresa è nella condizione di poter ripagare gli interessi sul debito utilizzando la ricchezza prodotta dalla gestione caratteristica e operativa. Per verificarlo si procede al calcolo del EBITDA to interest coverage ratio. L'indice mostra un valore pari a 5.18, e, con una soglia di positività fissata a 1, può considerarsi decisamente positivo. È quindi possibile confermare un giudizio positivo per quanto riguarda la capacità dell'impresa di onorare gli obblighi presi verso gli istituti bancari e verso gli altri finanziatori. Visti questi risultati, ci si aspetta che anche i valori degli indicatori che segnalano l'equilibrio nel lungo periodo siano positivi. Viene

quindi calcolato il margine di struttura, che risulta essere maggiore di zero. Come il margine di struttura, anche l'indice di copertura globale delle immobilizzazioni è risultato essere positivo, con un valore di 2.52 e con soglia di positività fissata ad 1. Questi due indicatori informano che l'azienda ha correttamente finanziato i suoi investimenti nell'attivo immobilizzato, coprendoli con risorse destinate a permanere in azienda per un lungo periodo di tempo, i debiti a medio lungo termine e il capitale proprio. Si evidenzia che sarebbe sufficiente il solo capitale proprio per poter ottenere il medesimo giudizio positivo. Da ultimo vengono calcolati la leva finanziaria e l'indice di indipendenza finanziaria. Entrambi questi due indicatori possono essere considerati positivi, avendo un valore del leverage pari a 0.91 e un indice di indipendenza finanziaria pari a 21.69, che indica come la struttura finanziaria presentata dall'impresa in oggetto non presenta una forte presenza di capitale di terzi e che comunque questa presenza è entro i valori soglia previsti per questa tesi.

<b>Indice</b>	<b>Imprese con indice positivo</b>	<b>Totale imprese</b>
Margine di tesoreria	0	1
Acid test	0	1
Current ratio	1	1
PFN/EBITDA	1	1
Debiti fin/EBITDA	0	1
EBITDA coverage	1	1
Margine di struttura	1	1
Indice di copertura globale	1	1
Leverage	0	1
Indice di indipendenza finanziari	1	1

Tabella 7 Tabella riepilogativa della classe "Costruzioni"

Nel paragrafo 4 di questo capitolo verranno confrontati i risultati ottenuti e sopra esposti con quanto rilevato da altre indagini ufficiali, per verificare se i risultati ottenuti per le sopra indicate classi di imprese seguano la tendenza generale dei vari settori economici. Come indicato più volte, è necessario effettuare questo



confronto vista la dimensione ridotta del campione e del conseguente peso rivestito dagli outliers.

### 3.7 Riassunto dell'analisi e presentazione del DSCR

Sintetizzando quanto riportato fino ad ora, si può dire che:

- la classe "Primario" non presenta rischi di insolvenza nel breve periodo, può considerarsi solvibile, correttamente finanziata nel medio-lungo periodo e con un corretta suddivisione tra debito e capitale proprio;
- la classe "Manifattura" non presenta rischi di insolvenza nel breve periodo, può considerarsi solvibile, correttamente finanziata nel medio-lungo periodo e con una corretto rapporto tra capitale di debito ed equity;
- la classe "Commercio" presenta rischi di insolvenza nel breve termine legati alla liquidità, può considerarsi però solvibile per quanto riguarda la restituzione del debito, è correttamente finanziata nel medio-lungo termine e presenta una corretta suddivisione tra capitale proprio e di terzi;
- la classe "Trasporti e Logistica" non presenta rischi di insolvenza nel breve periodo, può considerarsi generalmente solvibile, non presenta una corretta copertura dell'attivo immobilizzato ma presenta una corretta suddivisione tra risorse proprie e di terzi;
- la classe "Servizi" non presenta rischi di insolvenza nel breve periodo, ma non può considerarsi solvibile, può considerarsi correttamente finanziata nel medio-lungo periodo e presenta una corretta suddivisione tra risorse proprie e di terzi;
- l'impresa della classe "Costruzioni" non presenta livelli soddisfacenti di liquidità per considerarsi solvibile nell'immediato, può considerarsi però solvibile per quanto riguarda la capacità di rimborso del debito, è correttamente finanziata nel medio-lungo termine e presenta un corretto rapporto tra debito ed equity.

I lettori più attenti avranno notato che, finora, non sono stati presentati i valori relativi al DSCR. L'interpretazione dei valori assunti da questo indicatore per le varie classi non è stato affatto semplice, in quanto non in linea con quanto riscontrato dagli altri indicatori. Il DSCR risulta positivo per:

- 1 impresa su 5 (20%) per la classe "Primario";
- 37 imprese su 115 (32,17%) per la classe "Manifattura";
- 13 imprese su 32 (40,62%) per la classe "Commercio";
- 1 imprese su 14 (7,14%) per la classe "Trasporti e Logistica";
- 1 imprese su 3 (33,33%) per "Servizi" e;
- risulta negativo anche per l'impresa della classe "Costruzioni".

Quindi, in totale, solamente 53 imprese su 170 (31,76%) possono vantare un valore del DSCR positivo. L'aspettativa sui valori del DSCR era molto positiva, visto che solamente una classe su cinque, la classe "Servizi", presentava una valutazione insufficiente negli indici di bancabilità. Secondo quanto indicato dai dati, la maggioranza delle imprese del campione non produce sufficienti flussi di cassa per far fronte al flusso finanziario in uscita generato dal debito e dagli oneri finanziari. Rispetto agli altri indicatori, il DSCR misura la capacità di rimborso, e quindi la solvibilità, in modo dinamico e non statico, prevedendo nella sua formula di calcolo una grandezza flusso. Ma quindi, se gli altri indicatori di bancabilità, tra cui l'importantissimo PFN/EBITDA sono positivi, perché il DSCR dovrebbe evidenziare una situazione opposta? La prima risposta che può essere data per spiegare questo fenomeno è che la ripresa dell'attività delle imprese durante il 2021 non sia stata sufficientemente elevata da generare un buon livello di flussi di cassa. La seconda spiegazione è che la moratoria sui pagamenti e il differimento delle scadenze delle tasse abbiano causato una forte crescita degli stessi, che hanno sostanzialmente affossato il valore del debt service coverga ratio. La spiegazione più plausibile è, probabilmente, la seconda. Si sa dagli indici sopra calcolati, che

il valore dell'EBITDA è risultato essere, mediamente, più che sufficiente per fronteggiare i debiti finanziari, lo stesso discorso per quanto riguarda l'EBITDA index coverage ratio. È quindi plausibile che l'utilizzo di fonti di terzi con finalità di liquidità precauzionale che contraddistingue il 2020, unito al posticipo dei pagamenti degli oneri finanziari sui debiti e al differimento delle tasse, abbia fatto sì che il valore del denominatore risultasse superiore a quello del numeratore. A riprova di ciò, si segnala che il flusso di cassa gestionale netto risulta positivo per 139 imprese su 170 (81,76%). Visti i risultati ottenuti si conferma quanto sopra scritto riguardo gli indicatori statici, con l'appunto che, sul piano prospettico, 117 imprese potrebbero rischiare di non essere solvibili se dovessero mantenere i valori attuali anche per il 2022. A seguito viene inserita una tabella riepilogativa riguardo al DSCR in cui verrà inserita la percentuale di imprese che presentano un valore positivo di questo indicatore, il valore medio e la deviazione standard.

<b>Classe</b>	<b>% imprese DSCR&gt;=1</b>	<b>DSCR medio</b>	<b>Deviazione standard</b>
Primario	20,00%	3,29	6,5705
Manifattura	32,17%	13783,27	13783,27
Commercio	40,62%	92678,41	523442,5
Trasporti e Logistica	7,14%	0,24	4,0421
Servizi	33,33%	0,42	0,6267
Costruzioni	0,00%	-0,36	0

Tabella 8 Tabella riepilogativa DSCR

Da quanto esposto in tabella, si può evincere che anche il DSCR presenta le stesse problematiche riscontrate per gli altri indicatori. Anche in questo caso, sicuramente, la causa di questo è la scarsa numerosità del campione e la forte presenza di outliers che, non venendo compensati dalla numerosità campionaria, risultano incisivi per i valori assunti dalla media e dalla deviazione standard. Per questo motivo si è preferito concentrare l'attenzione solamente sulla percentuale di imprese che presentano un valore positivo del DSCR e non tanto sul valore medio per ogni classe.

## 4 Commento dei risultati

I risultati dell'analisi pocanzi effettuata mostrano un chiaro segno di resilienza da parte delle imprese venete. Ad eccezione di qualche criticità si può affermare che, con i dati di fine 2021, le imprese siano tendenzialmente solvibili e correttamente finanziate, ad eccezione della loro capacità prospettica di rimborso del debito espressa dal DSCR, di cui si è già discusso nel paragrafo precedente. Vista, però, la scarsità di imprese per alcune classi, si rende necessario effettuare un confronto tra i risultati ottenuti e quelli esposti da relazioni ufficiali. Di seguito verranno riportate le rilevazioni ufficiali prima per il comparto agricolo e, successivamente, per le altre classi. I dati ufficiali, per quanto riguarda il settore agricolo, provengono dal report "Economia e legislazione agricola" predisposto dall'Istat e da Crea<sup>26</sup> pubblicato il 26 aprile 2022. In questo rapporto viene chiarito immediatamente che il comparto agricolo non ha subito gli effetti della pandemia come gli altri settori. La spiegazione risiede nel fatto che le attività agricole siano state inserite tra quelle essenziali dal Governo, permettendo alle imprese di continuare ad operare senza interruzione, subendo qualche contraccolpo dato dalle difficoltà di approvvigionamento e della logistica in generale nel primo lockdown del 2020. Questo, però, ha anche fatto sì che il comparto non beneficiasse del "effetto rebound" sperimentato dagli altri settori economici, con conseguente diminuzione del valore aggiunto prodotto. Se si vanno ad aggiungere anche gli elementi climatici non favorevoli e l'aumento del prezzo degli input produttivi, non c'è da stupirsi che il settore abbia sperimentato una contrazione, seppur modesta, del volume della produzione. A questa contrazione, però, si è associato un aumento generalizzato dei prezzi che ha abbondantemente compensato la minor quantità prodotta. Il risultato economico registrato nel 2021 è stato addirittura

---

<sup>26</sup> Consiglio per la ricerca in agricoltura e l'analisi dell'economia agraria

migliore di quello del 2020, quando la capacità produttiva era maggiore. Tutto questo ha sicuramente avuto ripercussioni sul valore dell'EBITDA, che ha permesso alla classe "Primario" di ottenere valutazioni positive sugli indicatori di bancabilità e di copertura degli oneri finanziari. Quest'ultima affermazione è anche evidenziata dal valore medio presentato dall'EBITDA, pari a 16.612.272€, contro il valore medio degli oneri finanziari, pari a 1.000.033€. Anche nell'articolo pubblicato da Coldiretti "Covid: record filiera cibo a 575 mld, +7% nel 2021" del 18 novembre 2021 si indica "una elevata capacità di resilienza, con un incremento del fatturato" anche grazie ad un forte aumento delle esportazioni. Per quanto riguarda la capitalizzazione, non è stato possibile reperire nessun dato. Dall'analisi del campione è stato evidenziato come le imprese presentino, mediamente, una scarsa esposizione alle fonti di terzi. A conferma di quanto appena affermato, si riportano i valori dei debiti finanziari e del capitale proprio, pari rispettivamente a 33.595.966€ e 102.412.816€. Per quanto riguarda gli altri settori, si fa riferimento ad un altro rapporto pubblicato dall'Istat, "Situazione e prospettive delle imprese dopo l'emergenza sanitaria COVID-19" del 4 febbraio 2022. Anche questo rapporto, come quello riportato per il settore agricolo, fotografa una situazione decisamente positiva rispetto alle previsioni effettuate nel 2021. Come evidenziato dalla "Relazione annuale" pubblicata da Banca d'Italia ed esposta nel capitolo 1, paragrafo 1.3 di questa tesi, i settori che hanno sperimentato la crescita maggiore sono l'industria e le costruzioni, in misura minore i servizi e le attività legate al commercio. Ciò trova conferma, seppur parziale, anche nei valori rilevati per le imprese del campione. Conferma parziale perché, in realtà, la classe "Servizi" è quella che dimostra il valore più alto dell'EBITDA medio, cosa che, però, potrebbe essere causata dal fatto di essere una classe con solamente 3 imprese, aventi tutte un valore dell'EBITDA positivo. Viene inoltre fatto presente come anche

l'ubicazione dell'impresa sia un fattore da considerare. Dalla ricerca dell'Istat appare infatti che le imprese locate nel Nord-est e Nord-ovest "mostrano una maggiore capacità di recupero". Un ruolo fondamentale è stato ricoperto anche dalla dimensione aziendale. La ricerca dell'Istat rivela che nove imprese su dieci, di medie e grandi dimensioni, possono considerarsi solide. Viene anche indicato un fattore molto importante e riscontrato anche dall'analisi svolta in questa tesi. L'Istat rivela come la principale fonte di finanziamento per le imprese nella seconda metà del 2021 derivi da fonte interna, dalla liquidità in primis, ma anche dalla rinegoziazione dei debiti e dei crediti commerciali. Anche questo dato, come pocanzi detto, trova esposizione nell'analisi svolta, che evidenzia, per l'appunto, come la liquidità sia stata un fattore decisivo per abbassare il peso dei debiti finanziari presenti nella posizione finanziaria netta, ad eccezione della classe "Servizi". Per quanto riguarda l'apporto dei crediti, delle riserve e delle passività a breve non finanziarie, si ripropone quanto già segnalato nel paragrafo precedente, è cioè che il flusso di cassa della gestione reddituale, al cui interno trova esposizione anche la variazione del capitale circolante netto operativo, risulta positivo per 139 imprese su 170. Si segnala, da ultimo, ed in linea con quanto evidenziato pocanzi sull'utilizzo di fonti interne per i finanziamenti, che anche per le imprese di queste classi, come per la classe "Primario", il capitale proprio medio è superiore ai debiti finanziari medi, scongiurando quindi il rischio di sottocapitalizzazione. Risulta necessario analizzare brevemente anche quanto indicato nei rapporti ufficiali per il settore dell'edilizia. Si ricorda che questo settore aveva subito un profondo periodo di crisi ma che, nell'analisi condotta in questa tesi, presenta valori positivi su tutti gli indicatori ad eccezione della liquidità. La spiegazione la si può trovare andando a visionare il report presentato dall'Ance<sup>27</sup> il 23 febbraio 2022. Le

---

<sup>27</sup> Associazione nazionale costruttori edili

rilevazione effettuate da questa associazione rivelano come il settore dell'edilizia sia stato il settore trainante del PIL del 2021, contribuendo a più di un terzo della sua crescita, più precisamente pari a +6.5 per cento. La ripresa può essere fatta risalire agli incentivi varati dal Governo sull'edilizia abitativa e sulla sua riqualificazione. La crescita registrata è stata addirittura superiore a quella pre pandemica, con un +9 per cento rispetto a quella registrata nel 2019. Molto probabilmente, questa crescita elevata ha trainato anche il settore delle attività estrattive, di cui purtroppo non si è riuscito a reperire alcun resoconto ufficiale, spiegando quindi parte della solvibilità e solidità dell'impresa estrattiva presente nella classe "Primario". Ad esso si deve sommare il fatto che le cave di ghiaia sono i principali fornitori anche per l'edilizia pubblica e stradale, che non ha mai smesso di operare, nemmeno durante il primo lockdown del primo trimestre del 2020. Da ultimo si segnala la situazione riscontrata per la classe "Trasporti e Logistica". Questo settore ha subito un forte calo del fatturato nel 2020, anche se ha sperimentato una discreta ripresa durante il 2021, ritornando quasi ai livelli pre pandemici. Questa classe è però l'unica a non essere correttamente finanziata nel medio-lungo periodo, anzi risulta che parte delle immobilizzazioni siano state coperte con passività a breve scadenza. Andando ad analizzare i valori della classe, si è visto che il valore del capitale proprio non sia in linea con quanto registrato per le altre classi e che le imprese non presentano un'eccessiva esposizione verso i terzi. È quindi probabile che parte delle riserve di liquidità accumulate nel 2020, tramite i prestiti garantiti dallo Stato, siano stati utilizzati per coprire parzialmente i finanziamenti in immobilizzazioni. Sarebbe quindi consigliato, per queste imprese, una rinegoziazione del debito o degli ulteriori apporti di capitale proprio. In base a quanto riscontrato, si possono fare le seguenti considerazioni conclusive:

- per la classe “Primario” la probabilità di fallimento generata dall’O-score nel 2019 non è più attendibile visto che le imprese presentano mediamente valutazioni positive per tutti gli indicatori statici calcolati;
- per la classe “Manifattura” può ancora considerarsi valida la probabilità di fallimento calcolata per il 2019;
- la classe “Commercio” presenta delle criticità legate alla solvibilità a breve termine, può quindi essere confermata la probabilità di fallimento media rilevata per il 2019;
- la classe “Trasporti e Logistica” presenta un sensibile aumento della probabilità di fallimento, dovuto a quanto riscontrato dall’indice di copertura globale delle immobilizzazioni e dal margine di struttura;
- la classe “Servizi” presenta sicuramente una probabilità di default più elevata rispetto a quella rilevata, viste le criticità riscontrate dagli indicatori di bancabilità e di copertura degli oneri finanziari, infine;
- la classe “Costruzioni” presenta una probabilità di fallimento di molto inferiore rispetto a quella segnalata nel 2019, ad eccezione su alcune criticità rilevate dall’acid test e dal margine di tesoreria.

L’O-score, per quanto sia un indicatore estremamente preciso ed attendibile, non ha potuto prevedere una sola cosa, la crisi pandemica e i suoi effetti sulle imprese. Per questo motivo i valori calcolati per il 2019 non trovano pienamente riscontro con quanto rilevato dall’analisi effettuata nel 2021. I risultati avrebbero potuto essere molto peggiori ed erano presenti tutti gli elementi per creare la “tempesta perfetta”, una crisi economica senza precedenti, imprevedibile per tutti gli operatori economici operanti nel sistema. Per questo motivo, e per l’operato dei Governi che si sono succeduti durante la pandemia, è strabiliante verificare come le imprese abbiano presentato un grado di resilienza così elevato. L’unico campanello di allarme risulta



essere il DSCR, che, come già indicato, potrebbe tradursi in difficoltà sul campo della solvibilità per le imprese. Vista però la loro struttura patrimoniale, con una forte incidenza del capitale proprio e con la prospettiva di ulteriori aumenti di capitale, e la non eccessiva presenza di risorse di terzi, le imprese potrebbero essere in grado di fronteggiare senza eccessive difficoltà quanto riserva loro il futuro.

## CONCLUSIONE

Giunti a questo punto, è opportuno cercare di “tirare le somme” e di rispondere alle domande iniziali che hanno portato alla stesura di questa tesi. L’obiettivo prefissato era, in primis verificare la solidità delle imprese dopo due anni di pandemia, soffermandosi sulla solvibilità e la corretta struttura finanziaria. Tramite questa analisi si voleva inoltre capire l’impatto degli interventi varati dal Governo, tramite i decreti-legge, e se questi possano aver destabilizzato le imprese, costituendo quindi una sorta di “arma a doppio taglio”. Da ultimo, si era previsto di verificare se l’indicatore O-score fosse sufficientemente accurato da prevedere uno shock esogeno di questa portata. Si parte dunque dalla solidità e dalla solvibilità delle imprese. Il campione di 170 imprese operanti nel Veneto, rientranti nella definizione di *mid-cap*, è stato suddiviso in sei classi:

- Primario;
- Manifattura;
- Commercio;
- Trasporti e Logistica;
- Servizi;
- Costruzioni;

in base alla macro classe individuata tramite i primi due numeri presenti nel codice Ateco delle stesse. Successivamente, per il *base-year*, il 2019, è stata applicato il modello di James A. Ohlson, l’O-score, per calcolare la probabilità di fallimento delle imprese del campione in un anno non influenzato dalla pandemia, un anno quindi, di normale attività. I risultati riscontrati segnalano che le classi “Primario”, “Commercio”, “Trasporti e Logistica” e “Costruzioni” presentano i valori più elevati. Le prime tre classi presentano probabilità di default medie superiori al 30% mentre, la classe “Costruzioni”, presenta una probabilità di fallimento superiore al 40%. Con una probabilità media del campione pari a

21,56%, solamente le classi “Manifattura” e “Servizi” presentano probabilità di fallimento al di sotto della media campionaria. Una volta calcolate le probabilità di default per il 2019, si è passati al calcolo dei principali indicatori di bilancio relativi alla solidità e solvibilità delle imprese per l’anno 2021. Tale analisi ha evidenziato che le classi “Primario” e “Manifattura” non presentano alcun tipo di criticità, in quanto le loro imprese non presentano rischi di insolvenza nel breve termine, presentano valori positivi degli indicatori di bancabilità e di copertura degli oneri finanziari, sono correttamente finanziate nel medio-lungo termine e presentano una corretta suddivisione tra capitale proprio e di debito. Le altre quattro classi presentano, invece, delle criticità. Le classi “Commercio” e “Costruzioni” non presentano livelli sufficienti di liquidità per poter rispondere agilmente agli impegni a breve con le sole risorse prontamente liquidabili, quindi la sola liquidità immediata e differita priva del valore delle rimanenze. Per quanto riguarda la classe “Servizi”, i dati presentano criticità sul lato della solvibilità rappresentata dagli indici di bancabilità, segnalando possibili difficoltà su fronte della restituzione del debito contratto. Da ultimo, nella classe “Trasporti e Logistica” gli indicatori segnalano una scorretta copertura dell’attivo immobilizzato, che è stato parzialmente finanziato anche dalle passività a breve termine. È importante, però, considerare che tutte le classi presentano valori soddisfacenti negli indicatori riguardanti la loro struttura finanziaria, presentando un corretto rapporto tra debito ed equity. Si segnala anche che, per le classi “Commercio “ e “Costruzioni”, i valori del current ratio, un indicatore della liquidità globale dell’impresa, che considera anche il valore delle rimanenze al suo interno, risulta positivo per entrambe. Quindi, se le imprese in questione presentano una gestione efficiente del magazzino, anche con delle rimanenze tipicamente non facilmente liquidabili, potrebbero non incorrere in alcun problema, riuscendo a

fronteggiare agilmente gli impegni in scadenza. Se questo non dovesse accadere, le imprese correrebbero il rischio di essere insolventi. Le criticità di maggior peso sono quelle evidenziate da “Trasporti e Logistica” e da “Servizi”, che presentano squilibri di maggior importanza. La scorretta copertura del capitale immobilizzato evidenziata dalla prima potrebbe essere stata causata dall’uso eccessivo della liquidità, molto probabilmente frutto della “corsa alle riserve” effettuata nei primi mesi del 2020. La seconda, invece, presenta indicatori di bancabilità negativi, segnalando quindi una difficoltà nella restituzione del debito, probabilmente causato da un basso livello di ricchezza prodotta dalla gestione caratteristica e operativa dell’impresa. Il valore del DSCR, invece, risulta negativo per la maggior parte delle imprese del campione, segnalando quindi che, potenzialmente, tutte le imprese potrebbero riscontrare criticità dal lato della solvibilità, in contrasto con quanto evidenziato dagli altri indicatori calcolati. Il DSCR è, però, un indicatore prospettico. Ciò permette di affermare che le imprese, al 31 dicembre 2021, possono considerarsi solide e solvibili, ma, se si dovessero riscontrare gli stessi valori anche negli anni a venire, riscontreranno, ragionevolmente, problematiche legate alla restituzione del debito. Per questo indicatore gli interventi del Governo hanno giocato un ruolo fondamentale, in quanto moratoria sui prestiti e l’aumento dell’esposizione a breve termine registrata nel 2021, hanno contribuito a rendere negativo il DSCR. In definitiva, le classi “Manifattura” e “Commercio” confermano la PD calcolata nel 2019, “Primario” e “Costruzioni” vedono sicuramente una riduzione della PD media e, all’opposto, “Trasporti e Logistica” e “Servizi” evidenziano un aumento della probabilità media di fallimento. Questo permette di affermare che l’O-score non riesce a prevedere gli effetti di shock esogeni come il COVID-19. Questa affermazione trova anche conferma nel fatto che nessuna impresa attiva nel 2019, per cui sia stato calcolato l’O-score, risulta in una

procedura liquidatoria al 31 Dicembre 2021. Si può quindi affermare una straordinaria resilienza delle imprese venete che, con il contributo delle manovre di sostegno, sono riuscite a sopportare il colpo di un evento totalmente inaspettato ed imprevedibile, che ha sconvolto per due anni il mondo intero.

## SITOGRAFIA

- Banca d'Italia, Relazione annuale, 29 Maggio 2020, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/index.html>.
- Banca d'Italia, Relazione annuale, 31 Maggio 2021, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/index.html>.
- Banca d'Italia, Relazione annuale, 31 Maggio 2022, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2021/index.html>.
- Banca d'Italia, Bollettino economico, Gennaio 2023, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2023-1/index.html>.
- Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 17 Marzo 2020 n. 18, <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/03/17/20G00034/sg>.
- Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 8 Aprile 2020 n. 23, <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/04/08/20G00043/s>.
- [Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 19 Maggio 2020 n. 34, https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/05/19/20G00052/sg](https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/05/19/20G00052/sg).
- Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 14 Agosto 2020 n. 104, <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/08/14/20G00122/sg>.
- Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 28 Ottobre 2020 n. 137, <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/10/28/20G00166/sg>.
- [Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 9 Novembre 2020 n. 149, https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/11/09/20G00170/sg](https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/11/09/20G00170/sg).

- [Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 23 Novembre 2020 n. 154, https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/11/23/20G00175/sg.](https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/11/23/20G00175/sg)
- Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 30 Novembre 2020 n. 157, [https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/11/30/20G00183/sg.](https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/11/30/20G00183/sg)
- Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 22 Marzo 2021 n. 41, [https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2021/03/22/21G00049/sg.](https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2021/03/22/21G00049/sg)
- Gazzetta Ufficiale, Decreto-legge 25 Maggio 2021 n.73, [https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2021/05/25/21G00084/sg.](https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2021/05/25/21G00084/sg)
- Gazzetta ufficiale, Decreto-legge 27 Gennaio 2022 n. 4, [https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2022/03/28/22A02000/sg.](https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2022/03/28/22A02000/sg)
- Nawazish Mirza, Birjees Rahat, Bushra Naqvi, Syed Kumail Abbas Rizvi, Impact of Covid-19 on corporate solvency and possible policy responses in the EU, Elsevier, The Quarterly Review of Economics and Finance, Volume 87, Febbraio 2021, pag. 181-191, [https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062976920301125.](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062976920301125)
- Tommaso Orlando, Giacomo Rodano, Firm undercapitalization in Italy: business crisis and survival before and after COVID-19, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Dicembre 2020, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0590/QEF\\_590\\_20.pdf.](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0590/QEF_590_20.pdf)
- Stefania De Mitri, Antonio De Socio, Valentina Nigro, Sabrina Pastorelli, Financial support measures and credit to firms during the pandemic, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Dicembre 2021, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0665/QEF\\_665\\_21.pdf.](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0665/QEF_665_21.pdf)

- Dengjun Zhang, Geir Sogn-Grunvåg, Credit constraints and the severity of COVID-19 impact: Empirical evidence from the enterprise surveys, Elsevier, Economic Analysis and Policy, Volume 74, Giugno 2022, pag. 337-349, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0313592622000340>.
- Stefano Costa, Federico Sallusti, Claudio Vicarelli, Davide Zurlo, Firms' solidity before an exogenous shock: Covid-19 pandemic in Italy, Elsevier, Economic Analysis and Policy, Volume 76, Dicembre 2022, pag. 946-961, <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0313592622001746>.
- James A. Ohlson, Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy, JSTORE, Journal of Accounting Research, Volume 18, No. 1, Primavera 1980, pag. 109-131, <https://www.jstor.org/stable/2490395>.
- Istat, Situazione e prospettive delle imprese dopo l'emergenza sanitaria Covid-19, Statistiche report, 4 Febbraio 2022, [https://www.istat.it/it/files/2022/02/REPORT-COVID-IMPRESSE\\_2022.pdf](https://www.istat.it/it/files/2022/02/REPORT-COVID-IMPRESSE_2022.pdf).
- Coldiretti, Covid: record filiera cibo a 575 mld, +7% nel 2021, 18 Novembre 2021, <https://www.coldiretti.it/economia/covid-record-filiera-cibo-a-575-mld-7-nel-2021>.
- ANCE, Osservatorio: un terzo della crescita del Pil nel 2021 è grazie alle costruzioni, 23 Febbraio 2022, <https://ance.it/2022/02/osservatorio-un-terzo-della-crescita-del-pil-nel-2021-e-grazie-alle-costruzioni/>.

## BIBLIOGRAFIA

- Federico Beltrame, Giorgio S. Bertinetti, Alex Scip, Analisi e valutazione finanziaria d'impresa, G. Giappichelli Editore, Febbraio 2021.