



CRISI, GESTIONE ECONOMICO FINANZIARIA E RILANCIO DELL'IMPRESA

L'attività del Commercialista nella consulenza aziendale per la prevenzione, gestione e risoluzione della crisi d'impresa

MARZO 2026

In evidenza questo mese:

- ☐ L'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi nei piani di risanamento: esempi applicativi
- ☐ Piano di risanamento: caso applicativo

Sommario

Crisi d'impresa: aspetti normativi, giuridici e responsabilità di imprenditori, amministratori, sindaci e revisori

Le azioni di responsabilità nel CCII **03**
a cura di Erika Marcianesi e Antonio Morello

L'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi nei piani di risanamento aziendale: esempi applicativi **12**
a cura di Andrea Vatalaro

La verifica dello stato di salute dell'impresa e dei dati prospettici

Piano di risanamento: caso applicativo. Fattibilità, scenari alternativi e lo scenario *combined* (stress test) **27**
a cura di Oriana Inserra

ESG nei piani di risanamento e nelle procedure di ristrutturazione: dalla compliance al valore **36**
a cura di Antonio Capasso e Alfredo Celentano

Analisi dei flussi finanziari, finanza aziendale e il rapporto banca/impresa

Power B.Al e crisi d'impresa: dalla struttura del bilancio al cruscotto di segnali di allerta (terza parte) **44**
a cura di Alessandro Mattavelli

Osservatorio giurisprudenziale della "Crisi d'impresa"

Quando il creditore ammesso può intervenire nel giudizio di opposizione **59**
a cura di Claudia Ferrarese Girardi

Le azioni di responsabilità nel CCII



A cura di **Erika Marcianesi** e **Antonio Morello**

L'articolo analizza la disciplina sulle azioni di responsabilità introdotta dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, con particolare attenzione alla legittimazione del curatore (art. 255 CCII), alla competenza delle Sezioni specializzate in materia di impresa, ai criteri di quantificazione del danno (art. 378 CCII): a questo ultimo riguardo la riforma ha recepito l'elaborazione giurisprudenziale sui criteri di quantificazione del danno (netti patrimoniali e patrimonio netto fallimentare).

Nel contributo ci si sofferma anche su questioni ancora aperte come quelle in materia di prescrizione e sulla condizione di capienza quale filtro preliminare dell'azione.

L'indagine evidenzia che il nuovo impianto normativo si pone in continuità rispetto alle principali indicazioni della giurisprudenza soprattutto; in questo contesto, viene confermato il dovere di gestire in maniera tecnica e altamente qualificata le fasi di crisi che possono evolvere verso l'insolvenza conducendo all'apertura di una liquidazione giudiziale.

1. LE AZIONI DI RESPONSABILITÀ NEL CCII E NELLA PREVIGENTE LEGGE FALLIMENTARE

COMPARAZIONE TRA NORME	
ART. 255 CCII	ART. 146 L.F.
1. Il curatore, autorizzato ai sensi dell'articolo 128, comma 2, può promuovere o proseguire: a) l'azione sociale di responsabilità; b) l'azione dei creditori sociali prevista dall'articolo 2394 e dall'articolo 2476, sesto comma, del codice civile; c) l'azione prevista dall'articolo 2476, ottavo comma, del codice civile; d) l'azione prevista dall'articolo 2497, quarto comma, del codice civile; e) tutte le altre azioni di responsabilità che gli sono attribuite da singole disposizioni di legge.	1. Gli amministratori e i liquidatori della società sono tenuti agli obblighi imposti al fallito dall'articolo 49. Essi devono essere sentiti in tutti i casi in cui la legge richiede che sia sentito il fallito.
1-bis. Nelle ipotesi di cui al comma 1 la legittimazione del curatore si estende anche alle azioni nei confronti degli eventuali coobbligati	2. Sono esercitate dal curatore previa autorizzazione del giudice delegato, sentito il comitato dei creditori: a) le azioni di responsabilità contro gli amministratori, i componenti degli organi di controllo, i direttori generali e i liquidatori; b) l'azione di responsabilità contro i soci della società a responsabilità limitata, nei casi previsti dall'articolo 2476, comma settimo, del codice civile.

Rispetto all'impianto della previgente legge fallimentare, una prima rilevante novità dell'art. 255 del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza è rappresentata dalla scomparsa di ogni espresso riferimento ai soggetti per così dire "passivi" e cioè i destinatari delle azioni di responsabilità. La disposizione, infatti, si limita ad attribuire al curatore il potere di promuovere o proseguire le azioni risarcitorie spettanti alla società e ai creditori sociali, senza ulteriori specificazioni in ordine ai legittimati passivi.

Tale scelta redazionale non può tuttavia essere interpretata nel senso di una riduzione dell'ambito soggettivo delle azioni esercitabili. Al contrario, attraverso una lettura sistematica della norma e del complessivo assetto codicistico, deve ritenersi che rientrino comunque tra i destinatari delle azioni di responsabilità tutti i soggetti che si siano occupati, anche in via di fatto, della gestione o del controllo dell'ente sottoposto a liquidazione giudiziale. In continuità con il regime previgente, ci si riferisce quindi agli amministratori, ai liquidatori, ai sindaci, ai revisori legali e i direttori generali, nonché ai soci di società a responsabilità limitata che abbiano deliberato o autorizzato operazioni dannose per la società.

L'ambito soggettivo di applicazione della disciplina si estende inoltre ai soggetti cui le medesime norme risultano applicabili in ragione del modello di governance adottato, come i componenti del consiglio di gestione e del consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico, nonché i membri del Consiglio di amministrazione nel sistema monistico. In base alla medesima disposizione, letta in combinato disposto con l'art. 2497, comma 4, c.c.¹, il curatore della liquidazione giudiziale della società sottoposta ad attività di direzione e coordinamento è infine legittimato a esercitare anche l'azione di responsabilità spettante ai creditori della società eterodiretta, confermando l'ampiezza della legittimazione riconosciuta dalla norma nonostante l'assenza di un'elencazione espressa dei soggetti passivi.

Le azioni di responsabilità rientrano nella competenza delle Sezioni specializzate in materia di impresa e la loro proposizione da parte del curatore è subordinata all'autorizzazione del giudice delegato, limitatamente alle iniziative espressamente previste nel programma di liquidazione ex art. 213, CCII².

Nel regime anteriore all'entrata in vigore dell'attuale disciplina, le Sezioni Unite della Corte di Cassazione avevano affermato la legittimazione ad agire del curatore, tanto in sede civile quanto in sede penale, per ogni azione di responsabilità esperibile nei confronti degli amministratori di qualunque tipo di società. Tale legittimazione è stata riconosciuta anche con riferimento a condotte integranti fatti di bancarotta preferenziale, qualora realizzate mediante pagamenti effettuati in violazione del principio della *par condicio creditorum* (**Cass., SS.UU., 23 gennaio 2017, n. 1641**).³

Il curatore è dunque titolare di una legittimazione esclusiva all'esercizio delle azioni di responsabilità che, anteriormente all'apertura della liquidazione giudiziale, potevano essere promosse dalla società (sia essa s.p.a. o s.r.l.), dai creditori sociali ovvero, nel caso delle s.r.l., dai singoli soci. Tali azioni non nascono in via originaria in capo al curatore perché è la legittimazione processuale che si concentra in capo al curatore e cioè preesistono alla procedura concorsuale e non ne presuppongono necessariamente l'instaurazione: naturalmente le diverse azioni, pur concentrandosi unitariamente sul curatore, mantengono la propria qualificazione giuridica in termini di responsabilità contrattuale con le conseguenze che ne derivano sul piano del riparto degli oneri probatori. Pertanto, il curatore dovrà allegare la violazione dei doveri e il nesso causale con il danno, mentre gli amministratori avranno l'onere di dimostrare la non imputabilità del fatto dannoso, provando l'adempimento degli obblighi loro imposti (così già in relazione al precedente art. 146, l. fall., Tribunale Roma Sez. spec. Impresa, 14/08/2025: si tratta quindi di un indirizzo che conserva attualità).

1 Dispositivo dell'art. 2497, VI comma, Codice Civile: *"Nel caso di liquidazione giudiziale, liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria di società soggetta ad altrui direzione e coordinamento, l'azione spettante ai creditori di questa è esercitata dal curatore o dal commissario liquidatore o dal commissario straordinario"*.

2 Il programma di liquidazione ex art. 213 CCII è articolato in diverse sezioni; tra queste, una prevede che il curatore specifichi l'eventuale sussistenza di azioni giudiziarie da intraprendere e, in particolare, di azioni di responsabilità nei confronti del debitore, degli amministratori, dei liquidatori, dei direttori generali, dei componenti del consiglio di gestione, del consiglio di sorveglianza, del consiglio di amministrazione, dei sindaci e dei revisori contabili.

3 Cass. civ., Sez. Unite, 23/01/2017, n. 1641 *"Il curatore fallimentare ha legittimazione attiva unitaria, in sede penale come in sede civile, all'esercizio di qualsiasi azione di responsabilità sia ammessa contro gli amministratori di qualsiasi società, anche per i fatti di bancarotta preferenziale commessi mediante pagamenti eseguiti in violazione del pari concorso dei creditori"*.

Da tale ricostruzione discendono rilevanti conseguenze sul piano processuale. In primo luogo, la successiva chiusura della procedura di liquidazione giudiziale non incide sulla prosecuzione delle azioni di responsabilità già introdotte dal curatore, le quali restano pienamente coltivabili anche dopo il venir meno della procedura concorsuale.

In secondo luogo, la cognizione delle azioni di responsabilità esercitate dal curatore è attribuita alle Sezioni specializzate in materia di impresa. Sul punto, la giurisprudenza di legittimità, con sentenza n. 19340/2016, ha chiarito che l'azione di responsabilità promossa dal curatore, anche quando ricalchi il contenuto dell'azione ex art. 146 L.F., rientra nella competenza per materia del tribunale delle imprese, indipendentemente dal soggetto che la propone e purché non sussista un collegamento funzionale con l'accertamento del passivo.

Nel sistema anteriore alla riforma, l'esclusione delle azioni di responsabilità promosse dal curatore dalla competenza del tribunale fallimentare era stata ulteriormente confermata dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione. In particolare, è stato affermato che l'azione di responsabilità esercitata dal curatore del fallimento di una società in house nei confronti degli amministratori, dei membri degli organi di controllo e del direttore generale rientra nella giurisdizione del giudice ordinario.

Tale conclusione è stata ricondotta alla scelta del modello societario di diritto privato, la quale, in assenza di espressi indici normativi contrari o di ostacoli di carattere sistematico, comporta l'applicazione della disciplina propria dello strumento societario prescelto. Resta ferma, tuttavia, la giurisdizione della Corte dei conti in relazione alle controversie aventi ad oggetto il danno erariale eventualmente derivante dalle medesime condotte.

Ne consegue che, qualora venga in rilievo anche un pregiudizio per l'erario, è da ritenersi ammissibile la contemporanea instaurazione, in relazione agli stessi fatti, sia di un giudizio civile risarcitorio dinanzi al giudice ordinario, sia di un giudizio contabile innanzi al giudice contabile (*Cass., SS.UU., 10 aprile 2019, n. 10019⁴; conf. Cass., SS.UU., 13 settembre 2018, n. 22406*).

L'esercizio delle azioni di responsabilità previste dall'art. 255 CCII è subordinato, ai sensi dell'art. 128 CCII, alla preventiva autorizzazione del giudice delegato, la quale deve riguardare le iniziative espressamente contemplate nel piano di liquidazione. **A differenza di quanto stabilito dal previgente art. 146 L.F., la disciplina vigente non richiede più la preventiva consultazione del comitato dei creditori, con conseguente semplificazione del procedimento di promozione delle azioni risarcitorie.**

Tale scelta normativa non comporta, tuttavia, il venir meno del ruolo di controllo del comitato dei creditori, il quale continua a incidere sull'esercizio delle azioni di responsabilità attraverso l'approvazione del programma di liquidazione, ai sensi dell'art. 213, comma 3, CCII. In questo senso, la soppressione dell'obbligo di consultazione preventiva risulta compensata da una forma di vigilanza indiretta, ma strutturalmente rilevante, sull'operato del curatore. L'art. 255 CCII introduce inoltre, rispetto al regime anteriore, una disposizione di carattere residuale, stabilendo che il curatore esercita anche *"tutte le altre azioni di responsabilità che gli sono attribuite da singole disposizioni di legge"*. Con tale previsione il legislatore ha inteso chiarire che la legittimazione del curatore all'esercizio di azioni di responsabilità non ha portata generale, ma presuppone una specifica attribuzione normativa, escludendo così ogni estensione analogica non espressamente prevista.

4 Cass. civ., Sez. Unite, Ordinanza, 10/04/2019, n. 10019 (rv. 653596-02): *"L'azione di responsabilità esercitata, ex art. 146, comma 2, l.fall., dal curatore del fallimento di una società cd. "in house" nei confronti degli amministratori, dei componenti degli organi di controllo e del direttore generale della stessa, è devoluta alla giurisdizione del giudice ordinario, in conseguenza della scelta del paradigma privatistico, che comporta, in mancanza di specifiche disposizioni in contrario o di ragioni ostative di sistema, l'applicazione del regime giuridico proprio dello strumento societario adoperato, salva la giurisdizione contabile sulle controversie in materia di danno erariale eventualmente ascrivibile alla condotta degli anzidetti soggetti, sicché, ove sia prospettato anche un danno erariale, deve ritenersi ammissibile la proposizione, per gli stessi fatti, di un giudizio civile e di un giudizio contabile risarcitorio"*.

**BOX DI SINTESI****COSA CAMBIA E COSA RIMANE INVARIATO CON L'ART. 255 CCII?**

- Non sono più indicati i soggetti contro cui è esperibile l'azione
- Si valorizza la legittimazione nel curatore
- Resta invariato l'ambito sostanziale della responsabilità
- Confermata la competenza delle Sezioni specializzate in materia di impresa
- Eliminata la consultazione preventiva del comitato dei creditori
- Introduzione di un rinvio esplicito ad altre azioni previste dalla legge

2. CRITERI DI QUANTIFICAZIONE DEL DANNO

In primo luogo, nelle azioni di responsabilità viene in rilievo ogni genere di danno derivante da specifiche condotte integranti *mala gestio* nelle situazioni di crisi (omessi pagamenti, azioni imprudenti, etc.) o da condotte che integrino mera inerzia (continuare l'attività senza adottare tempestivamente adeguate misure o rimedi).

La determinazione del danno risarcibile conseguente alla violazione dei doveri gestori da parte degli amministratori ha costituito, per lungo tempo, uno dei profili più problematici in giurisprudenza e più dibattuti in dottrina. Le difficoltà emergono in particolare nei casi in cui le condotte illecite si siano protratte nel tempo e si siano tradotte in una pluralità di operazioni tra loro strettamente connesse e non agevolmente scindibili, come avviene, tipicamente, nelle ipotesi di indebita prosecuzione dell'attività sociale in presenza di una causa di scioglimento per perdita del capitale, con conseguente aggravamento del dissesto patrimoniale.

Nel vigore della disciplina previgente, un primo orientamento giurisprudenziale aveva individuato il danno risarcibile nella differenza tra l'attivo e il passivo accertati in sede fallimentare, secondo il **c.d. "criterio del patrimonio netto fallimentare"**. Tale impostazione è stata progressivamente messa in discussione, soprattutto in ragione delle critiche dottrinali che ne evidenziavano il carattere eccessivamente semplificatorio e la scarsa coerenza con il principio di integralità del risarcimento sancito dall'art. 1223 c.c., secondo cui *"Il risarcimento del danno per l'inadempimento o per il ritardo deve comprendere così la perdita subita dal creditore come il mancato guadagno, in quanto ne siano conseguenza immediata e diretta"*.

La giurisprudenza ha quindi elaborato un diverso criterio **"dei netti patrimoniali"**, ritenuto maggiormente idoneo a rappresentare il pregiudizio effettivamente riconducibile alla condotta degli amministratori. Secondo tale criterio, il danno deve essere determinato nella differenza tra il patrimonio netto esistente al momento del verificarsi della causa di scioglimento e quello risultante alla data di apertura della procedura concorsuale, ovvero alla cessazione della carica, tenendo conto dei costi che la società ha sostenuto o avrebbe dovuto sostenere, secondo criteri di normalità, nel periodo successivo allo scioglimento e fino al completamento della liquidazione. In un contesto di sostanziale preferenza per il criterio dei netti patrimoniali, la giurisprudenza formatasi sotto il vigore della legge fallimentare ha tuttavia meglio precisato che il ricorso a tale parametro poteva avvenire solo in funzione di una liquidazione equitativa del danno e, in particolare, nei casi in cui risultasse impossibile per il curatore dimostrare puntualmente gli specifici effetti pregiudizievoli causalmente imputabili alla condotta degli amministratori (**cf. Cass., 20 aprile 2017, n. 9983**): è importante ricordare i presupposti per ripiegare su questo criterio perché conferma che la liquidazione equitativa del danno corrispondente allo sbilancio fallimentare non

va vista come una sorta di “sanzione aggiuntiva” perché, appunto, ci sta muovendo in cui contesto dove non vi è possibilità alternativa per dimostrare il nesso causale e cioè il relativo probatorio è divenuto obiettivamente impossibile per la curatela a causa di scelte gestionali finalizzate giustappunto ad impedire di ricostruire con esattezza le vicende economiche e finanziarie che la dichiarazione di fallimento ha dietro di sé (**Tribunale Napoli, 28 ottobre 2024, n. 9197**).

Un ulteriore chiarimento è stato fornito dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, le quali hanno riconosciuto la legittimità del ricorso al criterio del patrimonio netto fallimentare esclusivamente come *extrema ratio*. In particolare, è stato affermato che tale criterio può essere utilizzato solo quando la mancanza o l'irregolarità delle scritture contabili — imputabile all'amministratore — renda impossibile la ricostruzione dei netti patrimoniali e sempre nell'ambito di una liquidazione equitativa del danno, purché il giudice dia conto delle ragioni che hanno impedito l'accertamento degli effetti dannosi specifici (**Cass., SS.UU., 6 maggio 2015, n. 9100⁵; conf. Cass., 16 gennaio 2018, n. 832; Cass., 3 gennaio 2017, n. 38⁶**).

Questo articolato percorso interpretativo è stato infine recepito dal legislatore con l'art. 378 CCII, che ha inciso sull'art. 2486 c.c., introducendo una presunzione legale relativa in ordine alla quantificazione del danno. La norma stabilisce che, accertata la responsabilità degli amministratori, il danno risarcibile si presume pari alla differenza tra il patrimonio netto alla data di cessazione della carica — o, in caso di apertura di una procedura concorsuale, alla data della sua apertura — e il patrimonio netto esistente al momento del verificarsi della causa di scioglimento, al netto dei costi sostenuti o da sostenere, secondo criteri di normalità, fino al completamento della liquidazione. Ove, invece, le scritture contabili manchino o risultino inattendibili, ovvero non sia possibile determinare i netti patrimoniali per altre ragioni, il danno è liquidato nella misura corrispondente alla differenza tra attivo e passivo accertati nella procedura.

La Suprema Corte ha chiarito che tale disposizione ha natura di norma valutativa del danno e non introduce un nuovo criterio di riparto dell'onere probatorio, con la conseguenza che il criterio dei netti patrimoniali trova applicazione anche nei giudizi pendenti al momento della sua entrata in vigore (**Cass. civ., 28 febbraio 2024, n. 5252**).

Come evidenziato dalla prima dottrina, la riforma persegue una finalità di semplificazione degli oneri probatori gravanti sull'attore. In particolare, ferma restando la possibilità di dimostrare un diverso ammontare del danno, la violazione degli obblighi di cui all'art. 2486, comma 2, c.c. consente l'applicazione diretta del criterio dei netti patrimoniali; inoltre, nei casi di assenza o irregolarità delle scritture contabili, il legislatore ammette il ricorso automatico al criterio del patrimonio netto fallimentare, senza che il giudice sia tenuto a motivare ulteriormente le ragioni del ricorso alla liquidazione equitativa.

5 Cass. civ., Sez. Unite, 06/05/2015, n. 9100 “*Nell'azione di responsabilità promossa dal curatore del fallimento di una società di capitali nei confronti dell'amministratore della stessa l'individuazione e la liquidazione del danno risarcibile deve essere operata avendo riguardo agli specifici inadempimenti dell'amministratore, che l'attore ha l'onere di allegare, onde possa essere verificata l'esistenza di un rapporto di causalità tra tali inadempimenti ed il danno di cui si pretende il risarcimento. Orbene, si rileva che in tale azione, la mancanza di scritture contabili della società, pur se addebitabile all'amministratore convenuto, di per sé sola non giustifica che il danno da risarcire sia individuato e liquidato in misura corrispondente alla differenza tra il passivo e l'attivo accertati in ambito fallimentare, potendo tale criterio essere utilizzato soltanto al fine della liquidazione equitativa del danno, ove ricorrano le condizioni perché si proceda ad una liquidazione siffatta, a patto che siano indicate le ragioni che non hanno permesso l'accertamento degli specifici effetti dannosi concretamente riconducibili alla condotta dell'amministratore e purché il ricorso a detto criterio si presenti logicamente plausibile in rapporto alle circostanze del caso concreto.*”

6 Cass. Civ. 3.1.2017 n. 38 “*...una correlazione tra le condotte dell'organo amministrativo e il pregiudizio patrimoniale dato dall'intero deficit patrimoniale della società fallita può prospettarsi soltanto per quelle violazioni del dovere di diligenza nella gestione dell'impresa così generalizzate da far pensare che proprio in ragione di esse l'intero patrimonio sia stato eroso e si siano determinate le perdite registrate dal curatore; o comunque per quei comportamenti che possano configurarsi come la causa stessa del dissesto sfociato nell'insolvenza. Ne discende, in termini generali - nel caso di mancato rinvenimento delle scritture contabili che dall'omessa tenuta della contabilità (che pure integra la violazione di specifici obblighi di legge in capo agli amministratori e che è, di per sé, almeno potenzialmente produttiva di un pregiudizio) non può derivare ex se la conseguenza che il pregiudizio stesso si identifichi nella differenza tra il passivo e l'attivo accertati in sede fallimentare.*”

CONDIZIONE DI CAPIENZA

Occorre tuttavia evidenziare che, prima di intraprendere un'azione di responsabilità, è necessario verificare la c.d. "condizione di capienza" dei soggetti ritenuti responsabili. In termini operativi, deve essere svolta un'indagine patrimoniale approfondita, affidata a operatori specializzati e da effettuarsi in tempi estremamente rapidi, al fine di accertare l'effettiva consistenza patrimoniale dei potenziali convenuti.

Tale verifica deve avere carattere strettamente preliminare rispetto a qualsiasi iniziativa giudiziaria, in quanto l'accertata incapacienza patrimoniale può rendere antieconomica o addirittura inutile l'azione, anche quando la pretesa risarcitoria sia giuridicamente fondata. **La valutazione della capienza si pone, dunque, come passaggio imprescindibile nell'ambito della strategia processuale, in un'ottica di effettività della tutela e di corretta gestione dei costi della procedura.**



BOX DI SINTESI

GERARCHIA DEI CRITERI DI LIQUIDAZIONE

- Danno specifico provato analiticamente (regola primaria). Consiste nella quantificazione puntuale del pregiudizio attraverso la prova concreta delle singole operazioni dannose e del nesso causale tra condotta dell'amministratore e perdita patrimoniale.
- Criterio dei netti patrimoniali (presunzione legale relativa ex art. 378 CCII)
- Patrimonio netto fallimentare (extrema ratio)
- Liquidazione equitativa (strumento sussidiario)



BOX DI SINTESI

CONDIZIONE DI CAPIENZA — IL FILTRO STRATEGICO

Prima di agire occorre verificare:

- Effettiva violazione dei doveri gestori
- Sostenibilità probatoria dell'azione
- Corretta individuazione del criterio di quantificazione
- Stato della prescrizione
- Consistenza patrimoniale dei convenuti

3. PRESCRIZIONE DELL'AZIONE DI RESPONSABILITÀ VERSO AMMINISTRATORI, SINDACI E REVISORI

L'azione di responsabilità disciplinata dall'art. 2394 c.c. è assoggettata a un termine di prescrizione di cinque anni, che inizia a decorrere dal momento in cui i creditori si trovano, in termini oggettivi, nella condizione di percepire l'inadeguatezza del patrimonio sociale rispetto alle obbligazioni assunte. Il *dies a quo*, dunque, coincide con il momento in cui l'attivo, valutato in rapporto alle passività, risulti insufficiente a garantire la soddisfazione dei crediti.

Nell'individuare tale momento, non rileva la concreta consapevolezza soggettiva del singolo creditore, bensì la possibilità astratta di conoscenza della situazione di incapienza patrimoniale. Ciò che assume rilievo non è la percezione effettiva del danno, ma la sua oggettiva conoscibilità da parte dei terzi, così da porli nella condizione di esercitare il diritto all'azione. Secondo l'orientamento della Corte di cassazione (**Cass. 18 gennaio 2023, n. 1387**), in via presuntiva tale momento coincide con la dichiarazione di fallimento (ora liquidazione giudiziale), sulla base di ciò che ordinariamente accade (*id quod plerumque accidit*). Resta tuttavia possibile dimostrare che la situazione di deficit si sia manifestata in epoca anteriore: in tal caso, l'onere della prova grava su chi invochi tale anticipazione al fine di ottenere una decorrenza più favorevole del termine prescrizionale.

Quanto all'azione sociale di responsabilità, la prescrizione rimane sospesa, ai sensi dell'art. 2941, n. 7, c.c., per tutto il periodo in cui gli amministratori sono in carica, trattandosi di rapporto tra la persona giuridica e i propri organi gestori. Diverso è il regime previsto per l'azione di responsabilità nei confronti dei sindaci: essa si prescrive nel termine di cinque anni decorrente dal deposito della relazione ex art. 2429 c.c., relativa all'esercizio in cui il danno si è verificato, ossia dalla relazione che accompagna il bilancio d'esercizio. Occorre però coordinare tale previsione con il principio generale secondo cui la prescrizione non può iniziare prima che il fatto illecito si sia perfezionato e che il danno sia divenuto percepibile dal soggetto leso. Questo criterio è stato ribadito anche dalla giurisprudenza costituzionale in materia di responsabilità del revisore (**Corte cost., 1° luglio 2024, n. 115, con riferimento all'art. 15, comma 3, d.lgs. n. 39/2010**).

Ne deriva una certa problematicità nell'estendere automaticamente la regola del quinquennio decorrente dal deposito della relazione anche alle azioni promosse da soggetti diversi dalla società, soprattutto se si considera che il termine viene fatto partire dalla data di deposito presso la sede sociale, anziché dalla pubblicazione del bilancio e dei relativi allegati nel registro delle imprese.

Anche l'azione risarcitoria nei confronti dei revisori è soggetta a prescrizione quinquennale decorrente dalla relazione di revisione. Tale disciplina ha sollevato dubbi di compatibilità costituzionale, poiché il momento iniziale del termine è ancorato a una data certa — quella della relazione — e non al momento in cui il danno diviene oggettivamente conoscibile, che secondo i principi generali dovrebbe invece segnare l'inizio della prescrizione.

4. CUMULO DELLE AZIONI DI RESPONSABILITÀ

Il curatore è legittimato ad esercitare congiuntamente sia l'azione sociale di responsabilità sia l'azione spettante ai creditori sociali, potendo valorizzare, in concreto, gli aspetti di ciascuna che risultino maggiormente favorevoli alla strategia processuale che si scelga di adottare.

L'azione sociale si fonda su un rapporto di natura contrattuale tra amministratori e società. Ne deriva l'applicazione del regime probatorio tipico dell'inadempimento: è sufficiente che l'attore allegghi la violazione dei doveri gestori e il danno conseguente, mentre grava sugli amministratori convenuti l'onere di dimostrare di avere adempiuto con la diligenza richiesta o, comunque, di avere fatto tutto il possibile per evitare il pregiudizio. Così, ad esempio, ove venga contestata la prosecuzione dell'attività dopo il verificarsi di una causa di scioglimento, incombe sugli amministratori provare che le operazioni compiute fossero coerenti con le finalità conservative e liquidatorie imposte dalla legge e che il danno non sia ad essi imputabile (**cf. Cass. 5 gennaio 2022, n. 198; Cass. 25 marzo 2024, n. 8069**).

Diversamente, l'azione dei creditori ha natura aquiliana: pur derivando dalla violazione di obblighi inerenti alla gestione sociale, essa richiede la prova integrale, da parte dell'attore, di tutti gli elementi dell'illecito, ossia della condotta *contra ius*, del danno e del nesso causale tra comportamento e pregiudizio, senza che operi alcuna inversione dell'onere probatorio.

Le differenze si riflettono anche sull'estensione del danno risarcibile. Nell'ambito dell'azione sociale trovano applicazione i limiti propri della responsabilità contrattuale, sicché sono risarcibili soltanto i danni che costituiscono conseguenza prevedibile dell'inadempimento secondo il criterio dell'*id quod plerumque accidit*. L'azione dei creditori, invece, consente il ristoro anche dei danni non prevedibili, non essendo richiamato, in materia di responsabilità extracontrattuale, il limite di cui all'art. 1225 c.c.

Quanto alla prescrizione, entrambe le azioni sono soggette al termine quinquennale, ma con differenti *dies a quo*. Per l'azione sociale il termine decorre dal momento in cui l'atto dannoso sia divenuto conoscibile dalla società; per l'azione dei creditori, invece, la decorrenza è collegata alla conoscenza o oggettiva conoscibilità dell'insufficienza patrimoniale da parte dei creditori, circostanza che, in via ordinaria, coincide con l'apertura della procedura concorsuale, salva la prova di una manifestazione anteriore del dissesto (ad esempio attraverso un bilancio che evidenzi già la perdita del capitale sociale).



BOX DI SINTESI

PRESCRIZIONE E CUMULO DELLE AZIONI

PRESCRIZIONE (5 ANNI)

- Amministratori – azione dei creditori: dalla oggettiva conoscibilità dell'insufficienza patrimoniale (di regola dalla procedura concorsuale).
- Azione sociale contro amministratori: dalla conoscibilità del danno, con sospensione finché l'amministratore è in carica.
- Sindaci e revisori: dal deposito della relazione, fermo il principio della percepibilità del danno.

CUMULO DELLE AZIONI

Il curatore può esercitare azione sociale (contrattuale) e azione dei creditori (extracontrattuale).

- Azione sociale: onere probatorio attenuato; amministratore deve provare di aver adempiuto diligentemente.
- Azione dei creditori: prova integrale di illecito, danno e nesso causale.
- Prescrizione quinquennale per entrambe, ma con diverso *dies a quo*.

5. CONCLUSIONI

L'esame della disciplina sulle azioni di responsabilità introdotta dal Codice della crisi d'impresa consente di trarre una conclusione: la riforma non ha cambiato i presupposti oggettivi ed i destinatari delle azioni responsabilità ma ha cambiato il modo di gestirle.

L'art. 255 CCII non riduce l'ambito dei soggetti passivi né attenua i presupposti sostanziali dell'azione.

Secondo invece una prospettiva di razionalizzazione e riordino, il legislatore del CCII concentra la legittimazione nel curatore, eliminando passaggi procedurali superflui e meglio chiarendo il perimetro delle iniziative esercitabili.

L'art. 378 CCII, intervenendo sull'art. 2486 c.c., compie un passo ulteriore in tema di quantificazione del danno: ha valorizzato un indirizzo giurisprudenziale facendolo oggi assurgere ad esplicito criterio normativo allorquando ha dettato una gerarchia chiara a livello di parametri applicativi.

Il sistema che emerge è più lineare, ma anche più selettivo.

L'azione di responsabilità non può essere trattata come un adempimento automatico della liquidazione giudiziale o un passaggio ineludibile. È una scelta che richiede: - ricostruzione tecnica dei netti patrimoniali; - solida impostazione probatoria; - verifica attenta dei termini di prescrizione; - analisi preventiva della condizione di capienza. In questo contesto, la vera differenza non è nella norma, ma nella impostazione dell'azione.

Il CCII consegna agli operatori uno strumento più ordinato e, in un certo senso, più prevedibile.

Sta alla competenza del curatore e dei professionisti coinvolti trasformarlo in uno strumento realmente efficace di tutela dei creditori.

La riforma, in definitiva, non rende l'azione più semplice: la rende più strutturata, più tecnica e, proprio per questo, più strategica.

L'utilizzo degli strumenti finanziari partecipativi nei piani di risanamento aziendale: esempi applicativi



A cura di **Andrea Vatalaro**

Il progressivo affinamento del diritto della crisi d'impresa ha aperto la strada a forme di soddisfazione dei creditori sempre più articolate e flessibili, tra cui l'attribuzione di strumenti finanziari partecipativi (SFP). Il presente contributo analizza il ruolo degli SFP nelle operazioni di risanamento aziendale e, in particolare, nei piani ex art. 56 CCII, con particolare attenzione alla loro qualificazione contabile - equity o debito - e agli effetti che ne derivano sulla struttura finanziaria dell'impresa, sul trattamento fiscale della conversione e sul giudizio di fattibilità espresso dall'attestatore.

1. PREMESSA GENERALE SULL'UTILIZZO DEGLI SFP NELLE PROCEDURE DI RISANAMENTO AZIENDALE

L'evoluzione del diritto della crisi d'impresa – avviata con la riforma organica della legge fallimentare del 2005 e oggi compiutamente riportata nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, di seguito "**CCII**"), più volte novellato in attuazione delle Direttive (UE) 2019/1023 ("Direttiva Insolvency") e 2023/2668 – ha progressivamente ampliato il novero degli strumenti giuridici e finanziari utilizzabili per la ristrutturazione del passivo e la soddisfazione dei creditori, superando la tradizionale centralità del pagamento in denaro quale unica forma soddisfattiva delle ragioni creditorie.

L'attribuzione ai creditori di azioni, quote, obbligazioni convertibili o altri strumenti finanziari partecipativi costituisce oggi una modalità non soltanto ammessa, ma fisiologica e strutturale di regolazione della crisi. Tale impostazione, già presente nell'art. 160, comma 1, lett. a), l.fall., è stata quindi ampliata e rafforzata nel CCII: la soddisfazione dei crediti "*attraverso qualsiasi forma*" (e, quindi, anche, attraverso l'attribuzione di strumenti finanziari) trova applicabilità anche nel Piano di Ristrutturazione soggetto ad Omologazione ("**PRO**") ai sensi dell'art. 64-bis CCII – che espressamente richiama l'art. 87 CCII – e nella Composizione Negoziata della Crisi ("**CNC**") di cui all'art. 23, lett. a) e c), CCII.

In tale cornice normativa, gli strumenti finanziari partecipativi ("**SFP**"), disciplinati dall'art. 2346, comma 6, c.c., hanno assunto un ruolo centrale e crescente nelle operazioni di ristrutturazione del passivo, per almeno tre ordini di ragioni:

- la loro flessibilità strutturale, che consente di combinare liberamente i diritti patrimoniali e, in misura variabile, quelli amministrativi, adattandoli alle specifiche esigenze dell'operazione di risanamento;
- la loro attitudine a soddisfare contestualmente l'interesse societario alla ricostituzione patrimoniale e all'acquisizione di nuova liquidità e le aspettative dei creditori ad una soddisfazione adeguata;
- la loro capacità – in particolare nel caso degli SFP di natura *equity* o *semi-equity* – di attribuire ai creditori forme di governance sull'impresa debitrice, attraverso diritti amministrativi che consentono un controllo sull'andamento e sull'esecuzione del Piano di risanamento.

Un ulteriore profilo di rilievo attiene alla possibilità, per i titolari degli SFP, di disporre liberamente dei medesimi, valutando l'opportunità di una loro immediata cessione e, quindi, monetizzazione.

In questo contesto, si registra una crescente diffusione di operazioni di riconversione del debito in forme di partecipazione al patrimonio (c.d. *debt-to-equity swap* in senso lato), finalizzate a rendere meno gravosa la posizione debitoria del soggetto in crisi e a favorire il buon esito della procedura, massimizzando il tasso di *recovery* per i creditori. Tali operazioni, tuttavia, impongono una particolare attenzione alla qualificazione giuridica degli strumenti emessi e, soprattutto, alla loro corretta rappresentazione contabile e finanziaria all'interno del Piano di risanamento: aspetti che, come si illustrerà nei paragrafi che seguono, possono incidere in misura determinante sull'esito dell'attestazione e, in ultima istanza, sul giudizio di risanamento espresso dall'attestatore.

2. IL DIVERSO TRATTAMENTO CONTABILE DEGLI SFP: STRUMENTI "EQUITY" VS STRUMENTI DI DEBITO

L'art. 2346, comma 6, c.c. delinea una categoria finanziaria "intermedia" tra le azioni e le obbligazioni, rimettendo all'autonomia statutaria la definizione del contenuto dei diritti incorporati negli strumenti emessi. La norma stabilisce, testualmente, che *"resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti"*; lo statuto, prosegue la disposizione, ne disciplina *"le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione"*.

Gli SFP si configurano, dunque, come strumenti di natura "ibrida", caratterizzati da attributi giuridici ed economici intermedi tra il capitale di rischio (azioni) e il capitale di credito (obbligazioni). La loro natura ibrida rende necessaria, ai fini della corretta qualificazione, una valutazione *ad hoc* di ciascuna fattispecie concreta, attraverso un'analisi approfondita del regolamento dello strumento (in combinata con lo statuto societario), dell'accordo finanziario sottostante e, in definitiva, della sostanza economica dell'operazione, posto che tale analisi ha riflessi sia sul piano contabile-bilancistico sia su quello tributario.

I parametri essenziali per la distinzione tra capitale di rischio e capitale di prestito – recepiti dalla prassi notarile e dalla giurisprudenza di merito – sono riconducibili a due fattori principali, tra loro strettamente correlati:

- **il grado di certezza della restituzione delle somme apportate:** un obbligo giuridicamente vincolante di rimborso del capitale, ancorché differito, orienta la qualificazione verso il capitale di credito (ovvero di uno strumento finanziario di debito);
- **il livello di esposizione al rischio d'impresa:** la piena partecipazione ai rischi e ai risultati aziendali, con remunerazione variabile e aleatorietà del rimborso, orienta invece la qualificazione verso il capitale di rischio.

Sul piano dei principi contabili nazionali, il riferimento fondamentale è l'OIC 19, dedicato ai debiti. Al paragrafo 4, tale principio definisce i debiti come *"passività di natura determinata ed esistenza certa, che rappresentano obbligazioni a pagare ammontari fissi o determinabili di disponibilità liquide, o di beni/servizi aventi un valore*

equivalente, di solito ad una data stabilita". Al paragrafo 26, con riguardo alla voce D3 (debiti verso soci per finanziamenti), l'OIC 19 chiarisce che "l'elemento discriminante per considerare il debito un finanziamento e non un contributo va individuato esclusivamente nel diritto dei soci previsto contrattualmente alla restituzione delle somme versate"; conseguentemente, "per questa tipologia di versamenti il loro eventuale passaggio a patrimonio netto necessita della preventiva rinuncia dei soci al diritto alla restituzione, trasformando così il finanziamento in apporto di capitale".

Da quanto precede, emerge che la qualificazione contabile degli SFP dipenda essenzialmente dall'analisi congiunta dei seguenti elementi: (i) l'esistenza o meno di un obbligo di rimborso; (ii) il grado di partecipazione al rischio d'impresa; (iii) la natura della remunerazione (fissa vs. variabile e subordinata ai risultati); (iv) la presenza di clausole di subordinazione o postergazione rispetto ai creditori finanziari. Secondo l'impostazione prevalente in dottrina e nella prassi, il criterio discriminante fondamentale rimane la presenza di un obbligo giuridico di restituzione dell'apporto: in sua assenza, lo strumento tende ad assumere natura assimilabile all'equity mentre, in sua presenza, esso si colloca nell'alveo delle passività finanziarie, con tutte le conseguenze che ne derivano sul piano della rappresentazione in bilancio e della misurazione dell'indebitamento.

SFP qualificabili come strumenti di equity

Come anticipato sopra, gli SFP assumono natura sostanzialmente partecipativa – e sono pertanto qualificabili come strumenti di *equity* – quando ricorrono congiuntamente le seguenti condizioni: assenza di un obbligo di rimborso del capitale apportato; attribuzione di diritti patrimoniali subordinati e collegati ai risultati di gestione; piena o significativa esposizione al rischio d'impresa; postergazione strutturale rispetto ai creditori finanziari. In tali casi, sotto il profilo contabile, l'apporto è iscritto tra le componenti del patrimonio netto, in un'apposita riserva indisponibile o disponibile secondo quanto previsto dallo statuto e dal regolamento dello strumento. Sul piano degli indicatori finanziari:

- la conversione del debito in SFP equity produce una riduzione strutturale della posizione finanziaria netta ("**PFN**");
- migliorano di conseguenza i principali indicatori di leva finanziaria, tra cui il rapporto **PFN/EBITDA** e il rapporto **PFN/PN** (Patrimonio Netto / Equity);
- si determina un effetto di ricapitalizzazione sostanziale, funzionale al riequilibrio economico-patrimoniale richiesto nelle operazioni di risanamento.

Dal punto di vista del risanamento, la conversione del debito in SFP *equity* produce effetti analoghi a quelli di un aumento di capitale. Ciò consente di rafforzare il patrimonio netto, ridurre il grado di leva finanziaria e riportare gli indicatori entro parametri coerenti con gli *standard* di settore, con evidenti riflessi positivi sulla valutazione di fattibilità del Piano da parte dell'attestatore.

SFP qualificabili come strumenti di debito

Diversamente, gli SFP assumono natura di debito – e sono pertanto iscritti tra le passività finanziarie dello stato patrimoniale – quando presentano le seguenti caratteristiche: previsione di un obbligo di rimborso del capitale, anche se differito nel tempo; remunerazione predeterminata o comunque sganciata dall'andamento gestionale; assenza di una reale partecipazione al rischio d'impresa.

In tali ipotesi, la conversione del debito originario in SFP non produce un reale rafforzamento patrimoniale: il debito originario viene sostituito da una passività finanziaria di diversa natura. Ciò potrebbe comportare:

- un rapporto **PFN/EBITDA** potenzialmente non sostenibile, specie se il Piano non prevede una crescita significativa dei margini operativi;

- un rapporto **PFN/PN** non adeguato alle caratteristiche dell'impresa, con conseguente segnale di debolezza strutturale della posizione patrimoniale;
- il permanere del patrimonio netto negativo o inadeguato, con potenziali ricadute sugli obblighi previsti dagli artt. 2446, 2447, 2482-bis e 2482-ter c.c..
- La corretta qualificazione degli SFP condiziona dunque la rappresentazione della struttura finanziaria post-manovra nel Piano, la coerenza degli indicatori con i parametri di mercato e, in ultima analisi, il giudizio dell'attestatore sulla fattibilità del Piano medesimo.



BOX DI SINTESI

IL DIVERSO TRATTAMENTO CONTABILE DEGLI SFP: EQUITY VS DEBITO

- **Natura dello strumento:** gli SFP ex art. 2346, comma 6, c.c. costituiscono strumenti "ibridi", la cui qualificazione contabile dipende dalla sostanza economica dell'operazione e non dalla mera denominazione formale.
- **Criterio discriminante principale:** l'esistenza o meno di un obbligo giuridico di rimborso dell'apporto. In presenza di obbligo di restituzione, avremmo uno strumento di debito. In assenza di obbligo di restituzione, avremo uno strumento assimilabile all'equity.
- **Indicatori rilevanti ai fini della qualificazione:** grado di partecipazione al rischio d'impresa; natura della remunerazione (fissa vs variabile e subordinata ai risultati); presenza di clausole di subordinazione; eventuali meccanismi di redemption o put option.
- **Effetti della qualificazione come equity:** iscrizione nel patrimonio netto; riduzione strutturale della PFN; miglioramento dei ratio PFN/EBITDA e PFN/PN; rafforzamento patrimoniale funzionale al riequilibrio del Piano.
- **Effetti della qualificazione come debito:** iscrizione tra le passività finanziarie; assenza di reale de-leveraging; possibile permanenza di squilibri patrimoniali; impatto negativo sulla sostenibilità prospettica del Piano.
- **Implicazione centrale:** La corretta qualificazione contabile degli SFP incide in modo determinante sulla rappresentazione della struttura finanziaria post-manovra e, quindi, sul giudizio di fattibilità del Piano.

3. CONSIDERAZIONI FISCALI IN MERITO ALLA CONVERSIONE DEI CREDITI IN SFP (CENNI)

Il trattamento fiscale della conversione di debiti in strumenti finanziari partecipativi (SFP) nell'ambito di procedure concorsuali presenta rilevanti complessità interpretative, riconducibili principalmente all'ambigua formulazione dell'art. 88 TUIR, che – in tema di conversione del credito – fa espresso riferimento alle sole "*partecipazioni*" senza menzionare esplicitamente gli SFP. Il nodo centrale riguarda se tale conversione ricada quindi nell'ambito del comma 4-*bis* - con conseguente applicazione del regime di detassazione limitata previsto dal successivo comma 4-*ter* per le procedure in continuità aziendale - ovvero nel comma 4, che esclude tout court da imposizione gli apporti effettuati dai possessori di strumenti simili alle azioni.

Sul punto sono intervenute due risposte a interpello del 2020, rese rispettivamente dalle Direzioni Regionali delle Entrate di Valle d'Aosta e del Lazio (Risposta n. 902-15/2020, resa dalla Direzione Regionale della Valle d'Aosta, e Risposta n. 956-1608/2020, resa dalla Direzione Regionale del Lazio), che hanno entrambe accolto l'interpretazione estensiva. In particolare, le due Direzioni Regionali hanno chiarito che, qualora lo SFP presenti caratteristiche sostanzialmente assimilabili all'*equity* - remunerazione esclusivamente parametrata ai risultati economici della società emittente, assenza di obbligo di rimborso, attribuzione di diritti meramente patrimoniali analoghi a quelli dell'azionista - esso è qualificabile come titolo simile alle azioni ai sensi dell'art. 44, comma 2, TUIR, con conseguente applicabilità del comma 4-bis anche all'ipotesi di conversione di crediti in SFP. Ne deriva che l'eventuale sopravvenienza attiva tassabile, determinata quale differenza tra il valore nominale del debito convertito e il valore fiscalmente riconosciuto del credito in capo al creditore, confluisce nel computo complessivo delle sopravvenienze attive da falcidia, restando assoggettata al meccanismo di parziale detassazione del comma 4-ter. Le sopravvenienze così determinate sono quindi escluse da imposizione per la sola parte eccedente le perdite fiscali di periodo e pregresse, gli interessi passivi non dedotti e la deduzione ACE di periodo.



BOX DI SINTESI

CONVERSIONE DEI CREDITI IN SFP: PROFILI FISCALI ESSENZIALI

- **Questione interpretativa:** l'art. 88 TUIR richiama espressamente le "partecipazioni" senza menzionare gli SFP, generando dubbi sulla disciplina applicabile alla conversione dei crediti.
- **Orientamento dell'Amministrazione finanziaria (interpelli 2020):** se l'SFP presenta caratteristiche sostanzialmente assimilabili all'*equity*, esso è qualificabile come titolo simile alle azioni ex art. 44, comma 2, TUIR.
- **Conseguenze fiscali:** applicazione dell'art. 88, comma 4-bis, TUIR; la sopravvenienza attiva confluisce nel regime di parziale detassazione di cui al comma 4-ter; esclusione da imposizione per la parte eccedente perdite fiscali pregresse, interessi passivi non dedotti e ACE.
- **Rischio da evitare:** strumenti formalmente qualificati come partecipativi ma sostanzialmente configurabili come debito potrebbero compromettere il regime fiscale atteso e, potenzialmente, anche la gestione finanziaria di Piano (maggiore assorbimento di cassa dovuto a maggiori imposte).

4. GLI SFP NEI PIANI DI RISANAMENTO EX ART. 56 CCII: IL RUOLO DELL'ATTESTATORE

SFP e Piano attestato: libertà negoziale e responsabilità dell'Attestatore

Il Piano di risanamento attestato di cui all'art. 56 CCII costituisce uno degli strumenti di regolazione della crisi a maggiore intensità negoziale, caratterizzato da una struttura essenzialmente privatistica. La sua efficacia non è subordinata ad alcuna omologazione giudiziale, ma dipende esclusivamente dall'attestazione di un professionista indipendente e dalla capacità dell'imprenditore di conseguire il consenso dei creditori strategici. In questo contesto, l'autonomia negoziale è particolarmente ampia e consente l'impiego degli SFP quale modalità di ristrutturazione del passivo senza i vincoli procedurali propri del concordato preventivo.

Tuttavia, tale libertà strutturale si traduce in una corrispondente – e anzi maggiore – responsabilità tecnica nella fase di redazione del Piano e, soprattutto, in quella di attestazione. L'assenza di un controllo giudiziale preventivo rende il giudizio dell'attestatore l'unico presidio a garanzia della serietà e della fattibilità del Piano, con conseguente centralità del suo ruolo nella valutazione della qualificazione e degli effetti contabili degli strumenti finanziari utilizzati.

La funzione dell'attestatore, come delineata dal CCII e approfondita da un'ampia elaborazione dottrinale e giurisprudenziale, si articola su tre livelli distinti ma tra loro strettamente interconnessi:

- la verifica della veridicità dei dati aziendali posti a base del Piano, che richiede un'analisi critica della contabilità, dei bilanci storici e delle risultanze gestionali dell'impresa;
- l'attestazione della fattibilità del Piano industriale e della correlata manovra finanziaria, che implica un giudizio prognostico sulla ragionevole conseguibilità degli obiettivi indicati;
- la verifica della capacità del Piano di ricondurre l'impresa a un adeguato equilibrio economico-patrimoniale e finanziario, inteso come condizione di sostenibilità strutturale dell'attività aziendale nel medio-lungo periodo.

In tale contesto, la qualificazione degli SFP incide direttamente e in misura determinante su tre profili che l'attestatore è chiamato a valutare:

- la struttura del passivo post-ristrutturazione e la sua rappresentazione fedele nel bilancio prospettico;
- la sostenibilità del debito residuo alla luce dei flussi di cassa attesi;
- il raggiungimento, a fine Piano, di indicatori di equilibrio finanziario coerenti con i parametri di mercato del settore di riferimento.

La diversa natura dello strumento può, pertanto, determinare esiti profondamente differenti sul giudizio dell'attestatore:

- qualora gli SFP siano qualificati come *equity*, la riduzione strutturale della leva finanziaria – e il conseguente miglioramento di indicatori quali PFN/EBITDA e PFN/PN – può consentire di ricondurre la struttura finanziaria entro parametri coerenti con il settore di riferimento, favorendo un giudizio positivo sulla fattibilità del Piano;
- qualora, al contrario, gli SFP mantengano natura di debito, la PFN potrebbe restare eccessiva, il rapporto PFN/EBITDA potrebbe risultare non sostenibile secondo i parametri di settore, il patrimonio netto potrebbe permanere negativo o inadeguato, e il Piano potrebbe non assicurare il raggiungimento di un equilibrio economico-patrimoniale stabile; in tali casi, l'attestatore potrebbe essere indotto a esprimere anche un giudizio negativo.

L'importanza dell'esame del regolamento degli SFP e del Term Sheet

Da quanto precede discende l'esigenza che l'attestatore non può limitarsi a recepire acriticamente la qualificazione degli SFP così come proposta dalla società o dai suoi advisor, ma deve condurre un'analisi autonoma, approfondita e sostanziale del Regolamento dello strumento finanziario partecipativo e dell'accordo finanziario sottostante (*term sheet*).

Tale analisi deve investire, in particolare, i seguenti profili:

- l'esistenza e le modalità di un eventuale obbligo di rimborso, anche differito o condizionato;
- la natura della remunerazione (fissa, variabile, subordinata ai risultati) e la presenza di meccanismi di rendimento minimo garantito;
- la presenza di clausole di *put option*, di obblighi di riacquisto o di meccanismi di *redemption* che possano qualificare lo strumento come debito a prescindere dalla denominazione formale;
- la presenza di *covenants* finanziari legati agli SFP e le conseguenze del loro mancato rispetto;

- il trattamento dello strumento nel prospetto degli indicatori della crisi e nella relazione sulla situazione patrimoniale ai sensi degli artt. 2446 ss. c.c.
- L'analisi non può quindi essere condotta in modo meramente formale, ma deve adottare un approccio critico coerente con i principi elaborati dalla dottrina e dalla giurisprudenza di merito.



BOX DI SINTESI

GLI SFP NEL PIANO EX ART. 56 CCII: IL RUOLO DELL'ATTESTATORE

- **Incidenza degli SFP sul giudizio dell'attestatore:** la qualificazione come equity o debito incide su: struttura del passivo prospettico; sostenibilità della PFN rispetto ai flussi attesi; coerenza degli indicatori finanziari con i benchmark di settore.
- **Profili da analizzare nel Regolamento degli SFP:** obbligo di rimborso (anche differito o condizionato); meccanismi di rendimento minimo garantito; clausole di put/redemption; subordinazione rispetto ad altri creditori; impatto sui covenants finanziari.
- **Principio guida:** l'attestatore deve adottare un approccio sostanziale e non meramente formale, evitando di recepire acriticamente la qualificazione proposta dalla società.
- **Conclusione operativa:** una qualificazione impropria degli SFP può alterare la rappresentazione della struttura finanziaria e condurre a un giudizio negativo di fattibilità del Piano.

5. ESEMPI APPLICATIVI

Come illustrato nei paragrafi precedenti, la diversa qualificazione degli SFP – come strumenti di equity ovvero come passività finanziarie – produce sulla struttura finanziaria dell'impresa effetti di segno opposto e di rilevanza determinante ai fini del giudizio di risanamento formulato dall'attestatore. Gli esempi che seguono intendono illustrare, attraverso tre casi pratici con confronti numerici, come a parità di importo nominale del debito convertito in SFP la diversa natura dello strumento possa condurre a esiti profondamente differenti in termini di equilibrio economico-patrimoniale e finanziario, di tenuta dei covenants finanziari e di trattamento fiscale della conversione.

Si precisa che i dati numerici utilizzati sono di fantasia e hanno finalità esclusivamente illustrativa.

Esempio n. 1 – Impatti sull'equilibrio patrimoniale e finanziario

Il Piano di Risanamento della società Alfa S.p.A. prevede, tra le misure principali della manovra finanziaria, la conversione in SFP dei crediti finanziari a medio-lungo termine presenti alla data di riferimento del Piano ("**Spalla di Partenza**"), pari a complessivi euro 10.000 mila. In conformità alle caratteristiche del Regolamento – che non prevede alcun obbligo di rimborso nell'orizzonte temporale del Piano, disciplina esclusivamente diritti patrimoniali e amministrativi e non incorpora meccanismi di *redemption* certi – gli SFP vengono classificati dalla società e dall'advisor finanziario come strumenti di *equity* e, pertanto, iscritti in un'apposita voce del patrimonio netto.

La Tabella 1.1 riporta i principali indicatori economico-patrimoniali e finanziari del Piano 2026-2030 di Alfa S.p.A. nell'ipotesi di qualificazione degli SFP come *equity*.

Tabella 1.1 – Indicatori economico-patrimoniali e finanziari (SFP classificati come equity)

€/000	Spalla di Partenza	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	(1.000)	(400)	1.000	2.000	2.000	2.500
Debiti a MLT finanziari (SFP → equity)	10.000	–	–	–	–	–
Debiti a BT finanziari	8.000	6.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Nuovo finanziamento a MLT	–	5.000	4.000	3.000	2.000	1.000
Disponibilità liquide	(100)	(500)	(700)	(750)	(800)	(1.000)
PFN	17.900	10.500	8.300	7.250	6.200	5.000
Utile / (Perdita) d'esercizio	–	(900)	500	1.500	1.500	2.000
SFP (equity)	–	10.000	–	–	–	–
Aumento di capitale	–	5.000	–	–	–	–
Patrimonio Netto (PN)	(4.000)	10.100	10.600	12.100	13.600	15.600

Come si può osservare, la conversione in SFP classificati come equity produce, già nel 2026, un deciso miglioramento della struttura finanziaria. Il patrimonio netto torna in campo positivo con un valore di euro 10.100 mila, mentre la PFN si riduce da euro 17.900 mila a euro 10.500 mila.

La Tabella 1.2 riepiloga i principali indici finanziari nell'arco del Piano, evidenziando il progressivo miglioramento del leverage.

Tabella 1.2 – Indici di Piano (SFP classificati come equity)

€/000	Spalla di Partenza	2026	2027	2028	2029	2030
PFN/EBITDA	(18,0)x	(26,3)x	8,3x	3,6x	3,1x	2,0x
PFN/PN	(4,5)x	1,0x	0,8x	0,6x	0,5x	0,3x

A seguito della conversione, la società consegue un graduale ma strutturale riequilibrio economico-patrimoniale e finanziario: il rapporto PFN/EBITDA si attesta a 2,0x a fine Piano (2030), valore pienamente coerente con i *benchmark* di settore, e il rapporto PFN/PN scende a 0,3x, segnalando una struttura del capitale solida e bilanciata.

Ipotizzando, invece, una diversa qualificazione degli stessi SFP – ovvero come passività finanziaria iscritta tra i debiti – il medesimo Piano restituisce un quadro radicalmente diverso, come illustrato nella Tabella 1.3.

Tabella 1.3 – Indicatori economico-patrimoniali e finanziari (SFP classificati come debito)

€/000	Spalla di Partenza	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	(1.000)	(400)	1.000	2.000	2.000	2.500
Debiti a MLT finanziari (SFP → debito)	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Debiti a BT finanziari	8.000	6.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Nuovo finanziamento a MLT	–	5.000	4.000	3.000	2.000	1.000
Disponibilità liquide	(100)	(500)	(700)	(750)	(800)	(1.000)
PFN	17.900	20.500	18.300	17.250	16.200	15.000
Utile / (Perdita) d'esercizio	–	(900)	500	1.500	1.500	2.000
SFP (debito)	–	–	–	–	–	–
Aumento di capitale	–	5.000	–	–	–	–
Patrimonio Netto (PN)	(4.000)	100	600	2.100	3.600	5.600

Tabella 1.4 – Indici di Piano (SFP classificati come debito)

€/000	Spalla di Partenza	2026	2027	2028	2029	2030
PFN/EBITDA	(18,0)x	(51,3)x	18,3x	8,6x	8,1x	6,0x
PFN/PN	(4,5)x	205,0x	30,5x	8,2x	4,5x	2,7x

In questa seconda ipotesi, gli SFP rimangono iscritti come debito per l'intera durata del Piano. Ne consegue che la PFN non si riduce per effetto della conversione ma, anzi, aumenta nel 2026 fino a euro 20.500 mila per effetto del nuovo finanziamento a MLT contratto. Il patrimonio netto risulta residuale nel 2026 (euro 100 mila) e rimane strutturalmente inadeguato per l'intera durata del Piano. Il rapporto PFN/EBITDA si attesta a 6,0x a fine Piano (2030), un valore significativamente superiore alla soglia di sostenibilità comunemente adottata nei benchmark di settore. Il rapporto PFN/PN, pur in graduale miglioramento, rimane elevato per tutto l'arco temporale considerato.

Rilievo per l'attestatore: il confronto tra i due scenari evidenzia come la qualificazione degli SFP incida in misura determinante sulla rappresentazione dell'equilibrio economico-patrimoniale e finanziario dell'impresa. Nel secondo scenario, gli indicatori finanziari a fine Piano risultano incompatibili con i parametri di sostenibilità generalmente adottati e potrebbero impedire all'attestatore di formulare un giudizio positivo di fattibilità. La verifica sostanzialistica del regolamento degli SFP si conferma, pertanto, come passaggio metodologico imprescindibile nell'ambito dell'attività di attestazione.

Esempio n. 2 – Impatti sui parametri finanziari previsti a Piano (*covenants*)

Il secondo esempio illustra le conseguenze della qualificazione degli SFP sulla tenuta dei *covenants* finanziari previsti nel Piano di risanamento. La società Alfa S.p.A. prevede la conversione in SFP dei crediti finanziari a medio-lungo termine pari a euro 8.000 mila. Analogamente all'esempio precedente, gli SFP – in ragione delle caratteristiche del relativo Regolamento – vengono classificati dalla società come strumenti di *equity* e iscritti nel patrimonio netto.

In questo caso, il Piano prevede che il mantenimento degli SFP in forma di *equity* sia subordinato al rispetto di specifici parametri finanziari ("*covenants*") nell'arco dell'intero Piano. I *covenants* sono strutturati su due livelli soglia:

- al superamento della soglia "*senza headroom*", il Piano prevede l'attivazione di presidi e meccanismi correttivi esercitabili direttamente dai creditori finanziari convertiti in titolari di SFP *equity*,
- al superamento della soglia "*con headroom*" (che incorpora un margine di sicurezza del 10%-30% rispetto alla soglia base), è previsto il ripristino della situazione previgente, con annullamento degli SFP e riemersione del debito originario in bilancio.

La Tabella 2.1 riepiloga i parametri finanziari previsti dal Piano e i relativi livelli di headroom.

Tabella 2.1 – Parametri finanziari del Piano (*covenants*)

€/000	2027	2028	2029	2030
PFN/EBITDA (soglia base)	5,0x	4,5x	4,0x	3,0x
Headroom	30%	20%	15%	10%
PFN/EBITDA con headroom	6,5x	5,4x	4,6x	3,3x

La Tabella 2.2 riporta gli indicatori economico-patrimoniali e finanziari del Piano 2026-2030 di Alfa S.p.A. nell'ipotesi di qualificazione degli SFP come *equity*.

Tabella 2.2 – Indicatori economico-patrimoniali e finanziari (SFP classificati come *equity*)

€/000	Spalla di Partenza	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	(1.000)	(500)	2.600	2.700	3.500	3.900

Debiti a MLT finanziari (SFP → equity)	8.000	–	–	–	–	–
Debiti a BT finanziari	7.000	6.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Nuovo finanziamento a MLT	–	5.000	4.000	3.000	2.000	1.000
Disponibilità liquide	(100)	(500)	(700)	(800)	(1.000)	(1.200)
PFN	14.900	10.500	8.300	7.200	6.000	4.800

Utile / (Perdita) d'esercizio	–	(1.000)	2.100	2.200	3.000	3.400
SFP (equity)	–	8.000	–	–	–	–
Aumento di capitale	–	5.000	–	–	–	–
Patrimonio Netto (PN)	(9.000)	3.000	5.100	7.300	10.300	13.700

La Tabella 2.3 verifica il rispetto dei covenants nell'ipotesi di SFP classificati come equity.

Tabella 2.3 – Verifica covenants (SFP classificati come equity)

€/000	2027	2028	2029	2030
PFN/EBITDA con headroom (soglia)	6,5x	5,4x	4,6x	3,3x
PFN/EBITDA di Piano	3,2x	2,7x	1,7x	1,2x
Rispetto dei covenants	✓ SI	✓ SI	✓ SI	✓ SI

Come si osserva, nell'ipotesi di qualificazione degli SFP come equity, il rapporto PFN/EBITDA di Piano risulta significativamente inferiore alla soglia con *headroom* in tutti gli anni del Piano, garantendo il pieno rispetto dei *covenants* finanziari e la stabilità della struttura dell'operazione. A fine Piano (2030), il rapporto PFN/EBITDA si attesta a 1,2x, con un ampio margine rispetto alla soglia di 3,3x.

Si consideri ora la medesima situazione nell'ipotesi in cui gli SFP siano classificati come debito. La Tabella 2.4 illustra gli effetti sulla struttura finanziaria del Piano.

Tabella 2.4 – Indicatori economico-patrimoniali e finanziari (SFP classificati come debito)

€/000	Spalla di Partenza	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	(1.000)	(500)	2.600	2.700	3.500	3.900

Debiti a MLT finanziari (SFP → debito)	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000	8.000
Debiti a BT finanziari	7.000	6.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Nuovo finanziamento a MLT	–	5.000	4.000	3.000	2.000	1.000
Disponibilità liquide	(100)	(500)	(700)	(800)	(1.000)	(1.200)
PFN	14.900	18.500	16.300	15.200	14.000	12.800

Utile / (Perdita) d'esercizio	–	(1.000)	2.100	2.200	3.000	3.400
SFP (debito)	–	–	–	–	–	–
Aumento di capitale	–	5.000	–	–	–	–
Patrimonio Netto (PN)	(9.000)	(5.000)	(2.900)	(700)	2.300	5.700

La Tabella 2.5 evidenzia come, in questa ipotesi, la tenuta dei covenants risulti compromessa.

Tabella 2.5 – Verifica covenants (SFP classificati come debito)

€/000	2027	2028	2029	2030
PFN/EBITDA con headroom (soglia)	6,5x	5,4x	4,6x	3,3x
PFN/EBITDA di Piano	6,3x	5,6x	4,0x	3,3x
Rispetto dei covenants	✓ SI	✗ NO	✓ SI	✓ SI

Nell'ipotesi di classificazione degli SFP come debito, il *covenant* risulta violato nell'anno 2028. Il rapporto PFN/EBITDA di Piano (5,6x) supera la soglia con *headroom* (5,4x). Il superamento della soglia con *headroom* comporterebbe, ai sensi del meccanismo previsto dal Piano, l'annullamento degli SFP e la riemersione del debito originario in bilancio. Inoltre, in tale scenario, il patrimonio netto rimane negativo sino al 2028 incluso, circostanza che pone questioni ulteriori in ordine all'applicabilità degli artt. 2446 e 2447 c.c.

Rilievo per l'attestatore: la presenza di covenants finanziari legati alla qualificazione degli SFP impone una verifica particolarmente rigorosa. L'attestatore deve valutare non solo se il Piano rispetti i parametri nella configurazione base, ma anche se tale rispetto sia robusto rispetto a possibili variazioni di classificazione contabile degli strumenti emessi. In presenza di SFP di natura ibrida o incerta, la rischiosità di una classificazione come debito deve essere esplicitamente affrontata nell'attestazione, eventualmente attraverso la formulazione di un giudizio condizionato o con rilievi specifici.

Esempio n. 3 – Impatti derivanti dal diverso valore fiscale dei crediti convertiti in SFP

Il terzo esempio affronta una fattispecie di frequente ricorrenza nella prassi ovvero quella in cui il valore fiscalmente riconosciuto dei crediti oggetto di conversione in SFP differisce – tipicamente per effetto di svalutazioni o perdite su crediti già dedotte dal creditore – dal rispettivo valore contabile (nominale). Come illustrato nel *Capitolo 3* che precede, tale disallineamento genera rilevanti conseguenze fiscali in capo alla società debitrice, che possono riflettersi in misura significativa sui flussi di cassa del Piano e, per l'effetto, sul giudizio di fattibilità dell'attestatore.

A titolo di premessa metodologica, si ricorda che – in conformità all'orientamento espresso dalle Direzioni Regionali delle Entrate di Valle d'Aosta e del Lazio nelle risposte a interpello n. 902-15/2020 e n. 956-1608/2020 – la conversione dei crediti in SFP assimilabili all'*equity* rientra nell'ambito applicativo dell'art. 88, comma 4-bis, ultimo periodo, TUIR. Ne consegue il seguente trattamento:

(i) per la parte del credito convertito corrispondente al valore fiscalmente riconosciuto in capo al creditore, la conversione è fiscalmente neutrale per la società debitrice (non emerge sopravvenienza attiva imponibile);

(ii) per la parte eccedente il valore fiscale del credito – ossia per l'eventuale differenza positiva tra valore nominale e valore fiscale – emerge una sopravvenienza attiva che, nell'ambito di un piano di risanamento ex art. 56 CCII (**pubblicato in camera di commercio**), è soggetta al meccanismo di detassazione parziale di cui all'art. 88, comma 4-ter, TUIR. Tale sopravvenienza è esclusa da imposizione per la parte che eccede le perdite fiscali di periodo e pregresse (senza applicazione del limite dell'80%), gli interessi passivi indeducibili e la deduzione ACE. Il meccanismo del comma 4-ter impone che le perdite fiscali pregresse siano integralmente consumate dalla sopravvenienza attiva da "stralcio" prima che quest'ultima possa essere considerata non imponibile. Ciò comporta che tali perdite non siano più disponibili per compensare i redditi imponibili degli esercizi futuri, con conseguente incremento del carico fiscale nell'arco del Piano.

Il Piano 2026-2030 della società Alfa S.p.A. prevede la conversione dei crediti finanziari a medio-lungo termine in SFP *equity* per un ammontare nominale complessivo pari a euro 40.000 mila.

Scenario A – Valore fiscale coincidente con il valore contabile (situazione base)

Nel primo scenario, si ipotizza che i crediti oggetto di conversione abbiano un valore fiscalmente riconosciuto pari al valore contabile (euro 40.000 mila). In questa ipotesi, non emerge alcuna sopravvenienza attiva imponibile dalla conversione, sicché le perdite fiscali pregresse restano interamente disponibili per la compensazione

dei redditi imponibili futuri. Sulla base delle proiezioni del Piano, il carico fiscale è determinato applicando l'aliquota IRES e Irap (*hp* al 30%) all'imponibile residuo dopo l'utilizzo delle perdite pregresse (per l'80% del reddito imponibile, EBT, negli anni di redditività positiva).

La Tabella 3.1 illustra gli indicatori economico-patrimoniali e finanziari del Piano nello Scenario A.

Tabella 3.1 – Scenario A: valore fiscale = valore contabile (euro 40.000)

€/000	Spalla di Partenza	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	(5.000)	(3.000)	3.600	4.550	4.750	5.100
EBT	(5.500)	(3.500)	3.100	4.050	4.250	4.600
Imposte (20% EBT)	–	–	(186)	(243)	(255)	(276)
Utile / (Perdita) d'esercizio	(5.500)	(3.500)	2.914	3.807	3.995	4.324

Debiti a MLT finanziari (SFP → equity)	40.000	–	–	–	–	–
Debiti a BT finanziari	8.000	7.000	6.500	6.000	6.000	6.000
Nuovo finanziamento a MLT	–	12.000	11.500	11.000	10.500	10.000
Disponibilità liquide	(100)	(1.000)	(876)	(838)	(830)	(816)
PFN	47.900	18.000	17.124	16.162	15.670	15.184

SFP (equity)	–	40.000	–	–	–	–
Patrimonio Netto (PN)	(20.000)	16.500	19.414	23.221	27.216	31.540

Scenario B – Valore fiscale inferiore al valore contabile

Nel secondo scenario, si ipotizza che i crediti finanziari oggetto di conversione – pur avendo valore nominale (contabile) di euro 40.000 mila – presentino un valore fiscalmente riconosciuto in capo al creditore pari a soli euro 18.000 mila, per effetto di svalutazioni o perdite su crediti già dedotte in anni precedenti.

L'effetto fiscale della conversione si articola come segue:

- per euro 18.000 mila (quota corrispondente al valore fiscale): si applica l'art. 88, comma 4-bis, ultimo periodo, TUIR, con neutralità fiscale per la società debitrice;
- per euro 22.000 mila (quota eccedente il valore fiscale, pari alla differenza tra euro 40.000 e euro 18.000): emerge una sopravvenienza attiva soggetta al meccanismo del comma 4-ter, TUIR.

Ipotizzando che la società disponga, alla data di riferimento del Piano, di perdite fiscali pregresse pari a euro 13.000 mila, il meccanismo del comma 4-ter opera come segue: le perdite sono integralmente consumate dalla sopravvenienza attiva (euro 13.000 mila su euro 22.000 mila); la residua sopravvenienza attiva di euro 9.000 mila (22.000 - 13.000) è esclusa da imposizione ai sensi del comma 4-ter. L'effetto netto è che le perdite fiscali pregresse di euro 13.000 mila sono integralmente assorbite e non sono più disponibili per la compensazione dei redditi imponibili futuri.

Di conseguenza, negli anni successivi al 2026, **il carico IRES è determinato sull'intero imponibile (EBT)**, senza alcuna compensazione con perdite pregresse (per l'80% del reddito imponibile).

La Tabella 3.2 illustra gli effetti dello Scenario B sui principali indicatori del Piano.

Tabella 3.2 – Scenario B: valore fiscale euro 18.000 (vs contabile euro 40.000)

€/000	Spalla di Partenza	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA	(5.000)	(3.000)	3.600	4.550	4.750	5.100
EBT	(5.500)	(3.500)	3.100	4.050	4.250	4.600
Imposte (30% EBT)	–	–	(930)	(1.215)	(1.275)	(1.380)
Utile / (Perdita) d'esercizio	(5.500)	(3.500)	2.170	2.835	2.975	3.220

Debiti a MLT finanziari (SFP → equity)	40.000	–	–	–	–	–
Debiti a BT finanziari	8.000	7.000	6.500	6.000	6.000	6.000
Nuovo finanziamento a MLT	–	12.000	11.500	11.000	10.500	10.000
Disponibilità liquide	(100)	(1.000)	(380)	(190)	(150)	(80)
PFN	47.900	18.000	17.620	16.810	16.350	15.920

SFP (equity)	–	40.000	–	–	–	–
Patrimonio Netto (PN)	(20.000)	16.500	18.670	21.505	24.480	27.700

Il confronto tra i due scenari evidenzia un impatto significativo e crescente del maggior carico fiscale sui flussi di cassa disponibili. In particolare, la disponibilità liquida a fine Piano (2030) si riduce da euro 816 mila (Scenario A) a soli euro 80 mila (Scenario B), con un deterioramento della posizione di cassa di circa euro 736 mila. Tale riduzione, apparentemente circoscritta in termini nominali, assume rilevanza critica nella valutazione della sostenibilità del Piano: in presenza di imprevisti operativi o di performance inferiori alle attese, la liquidità residua dello Scenario B potrebbe rivelarsi del tutto insufficiente a fronteggiare le esigenze di cassa correnti, mettendo a rischio la continuità aziendale.

Rilievo per l'attestatore: la verifica del valore fiscale dei crediti oggetto di conversione in SFP rappresenta un aspetto di primaria rilevanza nell'attività di attestazione, che non può essere disgiunta dalla valutazione degli effetti fiscali dell'operazione sul Piano. In presenza di un disallineamento tra valore fiscale e valore contabile dei crediti convertiti, l'attestatore è tenuto a quantificare il maggior carico fiscale derivante dall'azzeramento delle perdite pregresse e a verificare che i flussi di cassa prospettici rimangano sufficienti a garantire la sostenibilità del Piano e il mantenimento di adeguati livelli di liquidità operativa. Una liquidità risicata a fine Piano, come nello Scenario B, può essere elemento ostativo alla formulazione di un giudizio positivo di fattibilità, o richiedere la previsione di riserve di liquidità aggiuntive o di linee di credito committed a presidio del rischio di cassa.

6. CONCLUSIONI

L'analisi condotta attraverso gli esempi applicativi conferma come la qualificazione degli SFP - quale strumento di equity ovvero di debito - non sia una scelta meramente formale, ma una variabile determinante nell'economia complessiva del Piano di risanamento. La corretta rappresentazione contabile degli strumenti emessi incide sulla sostenibilità degli indicatori finanziari-patrimoniali, sulla tenuta dei covenants (laddove previsti) e sull'entità del carico fiscale, con riflessi diretti sulla fattibilità del Piano. In questo quadro, l'attestatore è chiamato, dunque, ad un'analisi critica del regolamento degli SFP, dello statuto societario, della manovra finanziaria (term sheet) e – nei casi di conversione - dalla verifica del valore fiscale dei crediti convertiti.

Piano di risanamento: caso applicativo. Fattibilità, scenari alternativi e lo scenario *combined* (*stress test*)



A cura di **Oriana Inserra**

La ragionevolezza di un Piano e la sua fattibilità sono condizionati dai risultati che si ottengono da una attenta analisi di sensitività del Piano che consente di stimare la variabilità dei valori di un Piano al verificarsi di variazioni nelle ipotesi di fondo (*what-if analysis*), al fine di comprendere se il Piano conservi o meno la propria tenuta prospettiva sotto il profilo della sostenibilità economico-finanziaria.

Le analisi di sensitività e *stress* sono strumentali per la valutazione della tenuta del Piano di risanamento (del piano industriale in generale) poiché non è possibile fondare il piano su assunzioni che si realizzeranno interamente nei tempi e modi previsti. La variabilità delle assunzioni e gli effetti sul Piano determinano, infatti, una finestra di variabilità nella performance attesa, sia a livello economico che a livello finanziario e patrimoniale.

Uno scenario di stress test è una simulazione ipotetica di condizioni economiche, finanziarie e di mercato estreme ma plausibili utilizzata da banche e aziende per valutare la propria resilienza finanziaria, la solidità patrimoniale e le risposte a situazioni di grave deterioramento.

Il caso applicativo, di seguito rappresentato, mostra gli esiti delle *sensitivity analysis* condotte sul Piano della Società Alfa attraverso l'elaborazione di quattro scenari di sensitivity, di cui tre legati a singole specifiche variabili del Piano, oltre a uno *combined* che considera in modo congiunto gli impatti dei parametri dei tre scenari precedenti.

1. PREMESSA

Per una corretta espressione dello scenario di riferimento del Piano, occorre un'attenta e razionale disamina dei rischi ai quali sono effettivamente esposte l'impresa e le azioni programmate. Lo strumento di misurazione dei fattori di rischio è l'analisi di sensitività che è volta a rappresentare due o più scenari contrapposti: lo scenario che si fonda su una bassa probabilità di avveramento delle ipotesi sottostanti (scenario pessimistico) e lo scenario target (ottimistico). Lo scenario è costituito dall'insieme delle analisi di sensitività, in particolare è opportuno che tutte le assunzioni ipotetiche siano sottoposte ad analisi di sensitività se il loro impatto è significativo sul

piano. Le analisi di sensitività presuppongono l'individuazione e la misurazione dei fattori di rischio ai quali sono soggetti l'impresa e il piano (rischio inerente).

La ragionevolezza dei dati previsionali è affrontata dall'International Standard on Assurance Engagements (ISAE) 3400 "The Examination of Prospective Financial Information" emesso dall'IFAC - International Federation of Accountants.

L'obiettivo delle analisi di sensitività consiste nel valutare la robustezza di un modello e delle azioni da implementare per realizzarlo. Nel contesto di riferimento, caratterizzato da eccessiva volatilità, il piano industriale diventa lo strumento da analizzare scrupolosamente in riferimento alle variabili che ne determinano il successo o l'insuccesso, ovvero la possibilità di raggiungere gli obiettivi previsti.

Deve trattarsi di una valutazione critica ed argomentata che giustifichi con considerazioni razionali il combinarsi delle variazioni, in più ed in meno, delle singole variabili per effetto del loro reciproco combinarsi. È invece privo di ogni razionalità un approccio volto a disegnare scenari ognuno dei quali assume o combina solo alcuni fattori di rischio, senza compiere un esame sistemico congiunto di tutti i fattori di rischio nel loro insieme. Il lettore del piano deve, infatti, essere in grado di valutare l'effetto dei rischi, singolarmente individuati e misurati con le analisi di sensitività, nel loro insieme nei tre scenari neutrale, pessimistico ed ottimistico.

2. LE ANALISI DI SENSITIVITÀ DEL PIANO SVILUPPATO DALLA SOCIETÀ ALFA

La metodologia adottata per le analisi di sensitività del Piano della Società Alfa, ha previsto un *assessment* preliminare delle assunzioni adottate dal *management* per la sua predisposizione e l'individuazione di eventuali elementi riconducibili ad "*hypothetical assumption*", sia in riferimento alle ipotesi previste di efficientamento della struttura operativa della Società, sia in termini di coerenza tra le previsioni di mercato e le ipotesi di crescita del fatturato tra gli esercizi compresi tra il 2021 e il 2025.

Si deve evidenziare, in tal senso, che lo scenario economico nel 2020 risultava in quel periodo altamente pervaso da incertezza in merito alle tempistiche e alle modalità con cui l'economia sarebbe riuscita ad attestarsi ad un livello di produzione pari a quello pre-shock pandemico.

Nel formulare delle valutazioni di tipo prognostico sulla consistenza e ragionevolezza di dati economico-patrimoniali e finanziari prospettici aventi orizzonti temporali superiori ai 24 mesi, sorgeva dunque, la necessità di effettuare due ordini di analisi con le quali risultava necessario confrontarsi:

- una verifica sulla coerenza tra il set informativo adottato dal management per la redazione del Piano e il relativo scenario macroeconomico e settoriale (verificando, pertanto, che i dati prospettici non si fondino su outlook superati);
- la necessità di verificare se vi possa essere un raccordo fra dati prospettici basati su dati "esterni" ritenuti ragionevoli e proiezioni per le quali tali riscontri sono assenti.

Le recenti indicazioni metodologiche nel processo di formulazione di tale giudizio consigliano di verificare la ragionevolezza dell'informazione prospettica sulla base di un'analisi fondamentale strutturata in tre step:

- analisi dell'esposizione alla crisi (effetti stimati nei prossimi 12/24 mesi);
- analisi della vulnerabilità alla crisi (verifica della capacità di tenuta dell'equilibrio economico e finanziario dell'impresa nei successivi tre anni: 24-60 mesi);
- analisi della resilienza (effetti di medio/lungo termine).

Tanto premesso, il Piano della Società Alfa è stato elaborato incorporando già una serie di prudenze. Il Piano, infatti, è stato predisposto portando in conto una più cautelativa evoluzione delle vendite, nonché ulteriori

elementi di prudenza nell'ottica di garantire una maggiore solidità alle previsioni a supporto della proposta di manovra finanziaria.

In ottica prudenziale, nonostante le azioni strutturali previste a Piano, il fatturato atteso per il 2025, che rifletteva le dinamiche commerciali sia in termini di volumi che di formati, risultava inferiore rispetto al fatturato realizzato nel 2019 (pre-pandemia) per complessivi euro 9,8 mln.

L'evoluzione del volume di affari previsto nell'orizzonte di Piano evidenziava una crescita prudenziale con un CAGR positivo pari al 2,6%, che risultava essere inferiore di circa 3 pp rispetto al trend di mercato atteso per il settore di riferimento.

Inoltre, sempre in ottica cautelativa, al fine di considerare gli effetti legati alla pandemia da Covid 19 ed eventuali fermi produttivi necessari per l'installazione dei nuovi impianti, nei primi anni di piano era stato riflesso un calendario produttivo non a regime, rispettivamente di 40 settimane per il 2021 e di 44 settimane per il 2022 (nel corso dei precedenti esercizi il calendario produttivo aveva superato punte di 48 settimane).

Tuttavia, pur riconoscendo validità concettuale e metodologia nello sviluppo del Piano industriale elaborato dalla Società Alfa sono state effettuate, ai fini del giudizio di fattibilità del Piano, ulteriori analisi volte ad indagare ed identificare l'elasticità del Piano a specifici accadimenti connessi alle *assumption* considerate nella sua costruzione.

In particolare, le ipotesi che apparivano esposte ad un profilo di rischio particolarmente sensibile, sono state oggetto di analisi di sensitività. Sono stati esaminati possibili scenari alternativi di sviluppo del Piano al fine di valutarne la solidità finanziaria del Piano.

Di seguito, pertanto, si illustrano gli esiti delle *sensitivity analysis* condotte sul Piano della Società Alfa attraverso l'elaborazione di quattro scenari di sensitivity, di cui tre legati a singole specifiche variabili del Piano, oltre a uno *combined* che considera in modo congiunto gli impatti dei parametri dei tre scenari precedenti.

Gli scenari sono di seguito rappresentati:

Figura 1: Scenari di sensitivity

	Scenari di sensitivity	Descrizione
1	Riduzione ricavi estero	Simulazione dell'impatto sul Piano di una possibile riduzione dei volumi di fatturato prodotti a marchio (ricavi estero)
2	Mutamento Mix Prodotto (marchio/terzismo)	Simulazione dell'impatto sul Piano di un diverso mix di portafoglio e quindi di uno <i>shift</i> dei ricavi, da ricavi a marchio a ricavi conto terzi (prodotti a più bassa marginalità)
3	Riduzione efficienze Capex	Simulazione dell'impatto sul Piano derivante dal mancato raggiungimento delle efficienze <i>Capex</i> previste
4	Scenario Combined	Simulazione dell'impatto sul Piano derivante dal contestuale verificarsi dei tre precedenti scenari

**BOX DI SINTESI**

Le analisi di sensitività consentono di indagare ed identificare l'elasticità del Piano a specifici accadimenti connessi alle *assumption* considerate nella sua costruzione.

A livello metodologico, al fine di verificare la capacità della società di adempiere alla proposta di manovra finanziaria occorre seguire i seguenti step:

- per la simulazione dei diversi scenari viene impiegato il modello già utilizzato per la predisposizione del Piano;
- lo scenario "di partenza" impiegato per l'elaborazione delle sensitivity viene rappresentato dal Piano nella versione *levered* (che include gli effetti delle ipotesi di manovra finanziaria);
- gli esiti delle simulazioni includono tutti gli eventuali impatti indotti dalle modifiche alle diverse variabili del Piano;
- in tutti gli scenari viene mantenuta, nei tempi e negli importi, la medesima proposta di manovra finanziaria contenuta nel Piano *levered*.

3. GLI SCENARI DI SENSITIVITY E LA DIVERSA COMBINAZIONE DEGLI EVENTI

Scenario 1 - Riduzioni ricavi estero

Con riferimento alla presente analisi di sensitività, occorre segnalare, che le linee strategiche del Piano prevedevano che la riorganizzazione della struttura commerciale, con diretto presidio di sei macroaree geografiche, sarebbe dovuta avvenire mediante l'introduzione di 3 nuovi manager e l'introduzione di nuovi formati di piastrelle in ceramica (120 x 120). Tali azioni avrebbero dovuto contribuire a raggiungere le aree geografiche strategiche (Asia, Germania e America) e a consolidare le aree storicamente presidiate attraverso il consolidamento dei volumi su clienti storici. A riguardo, il Piano prevedeva, nell'orizzonte di pianificazione, un incremento dei volumi di fatturato dei prodotti a marchio pari ad euro 16 mln, grazie all'inserimento nella produzione della filiera del formato 120 x 120 (di cui 2,8 mln in Asia, euro 3,3 mln in Germania, ed euro 3,7 mln in America).

Sebbene i dati prospettici siano stati formulati su basi ragionevolmente oggettive e prudenziali, le analisi condotte hanno, tuttavia, evidenziato come una diversa penetrazione nei mercati esteri rispetto a quella originariamente prevista avrebbe potuto costituire una possibile fonte di criticità ai fini della realizzazione del livello di fatturato previsto nel Piano.

Per tale ragione su tale ipotesi è stata svolta una specifica analisi di sensitività, con l'obiettivo di valutare l'impatto che la mancata realizzazione delle azioni previste avrebbe potuto generare sui flussi di cassa stimati nell'orizzonte di Piano.

Lungo l'intero orizzonte in esame, tale scenario di sensitivity recepisce minori ricavi estero, rispetto al Piano, pari a circa euro 18 mln (simulando una riduzione dei ricavi a partire dal 2021 in relazione agli andamenti storici e ai risultati del *current trading* di marzo 2021 e un'ulteriore riduzione del 50% della curva di crescita 2023-2025). Occorre altresì segnalare che il decremento dei ricavi a marchio comporta un calo dei costi di struttura commerciali e logistici, stimato nella percentuale del 15%, pari a circa la metà dell'incidenza riscontrabile nei consuntivi 2019 – 2020 e nel quinquennio di piano.

L'ipotesi è, quindi, estremamente cautelativa, se solo si pensa che nel consuntivo 2020, che registra i minori

ricavi di vendita a marchio, l'azienda è stata in grado di variabilizzare questi costi, portandoli ad un'incidenza minima del 27,93%, contro il 31,95% del 2019, il 30,22% del Budget 2021 e circa il 28% / 29% dei successivi quattro anni di piano.

Nei 4 anni dal 2022 al 2025, a fronte del calo dei volumi di vendita a marchio, è stato necessario, al fine di tenere sotto controllo i volumi delle rimanenze a magazzino, ipotizzare il ricorso ad una settimana aggiuntiva di fermo produzione nel 2022, e a due settimane aggiuntive di fermo negli anni 2023, 2024 e 2025. Questo equivale ad una minore produzione, rispettivamente, di 168.000 Mq nel 2022, 336.600 Mq nel 2023, 331.800 Mq nel 2024 e 328.800 Mq nel 2025.

I minori volumi prodotti determinano un risparmio sui costi variabili di produzione interna (in particolare materie prime ed utilities), tenendo presente che le fermate supplementari vengono sempre calendarizzate in aggiunta alla fermata estiva ed alla fermata natalizia, al fine di neutralizzarne le diseconomie soprattutto in termini di consumi energetici. Dopo aver brevemente sintetizzato le ipotesi sottostanti all'analisi di sensitività in oggetto, si delineano schematicamente gli esiti del predetto scenario con evidenza dei diversi impatti sulla dinamica di fatturato, sulle disponibilità liquide oltre che sull'evoluzione dei principali flussi monetari previsti per l'orizzonte di pianificazione.

Figura 2: Evoluzione fatturato, disponibilità liquide nei diversi scenari (base case Vs Sensitivity 1)

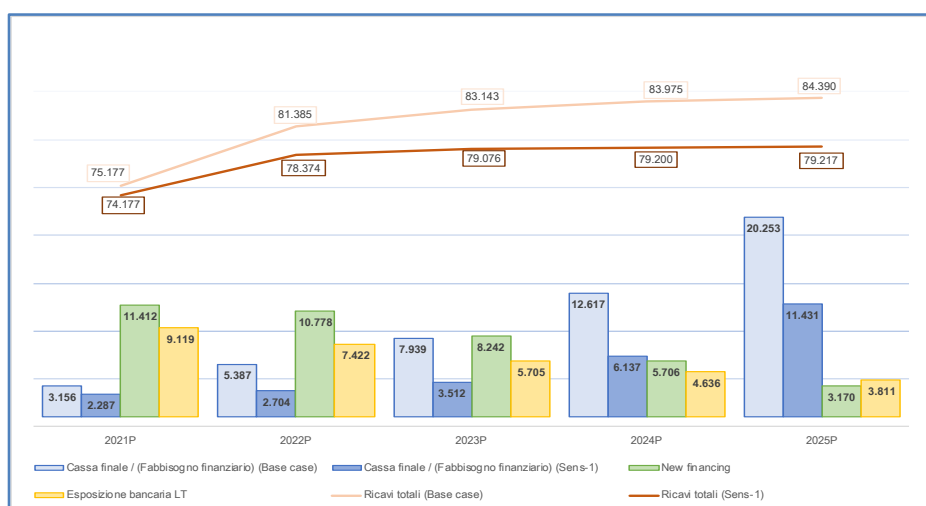
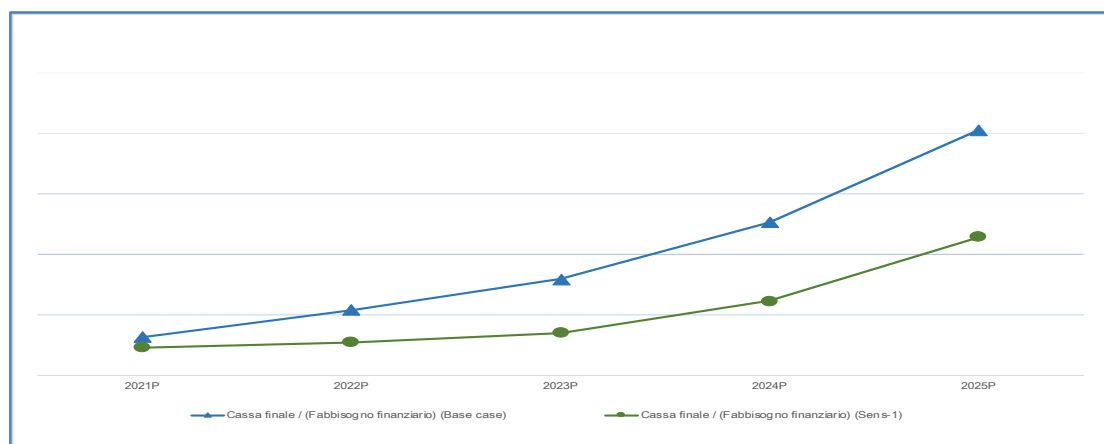


Figura 3: Disponibilità liquide nell'orizzonte di Pianificazione (base case Vs Sensitivity 1)



Scenario 2 – Mutamento Mix prodotto (marchio/terzismo)

Il secondo scenario di sensitivity è finalizzato a valutare l'impatto sul Piano derivante da un livello di vendite a marchio inferiore alle previsioni, aumentando di converso le performance di vendita dei prodotti conto terzi (a più bassa marginalità) al fine di saturare la capacità produttiva.

Tale approccio appariva, altresì, coerente con l'andamento dei primi tre mesi dell'esercizio 2021 dove, in attesa dell'implementazione delle nuove linee produttive (grandi formati), la Società aveva dato maggiore impulso alla vendita in conto terzi riducendo il proprio margine industriale.

Lo scenario di sensitivity in esame recepisce, lungo l'orizzonte di pianificazione, uno spostamento di una quota di mq di vendita (circa 491 mila mq) da marchio al terziismo in modo da bilanciare l'effetto mix e il riposizionamento sulla fascia alta di gamma.

Lo shift dei ricavi, da ricavi a marchio ai ricavi conto terzi, determina la riduzione dei costi di struttura commerciali e logistici, stimato nella percentuale del 15%, pari a circa la metà dell'incidenza riscontrabile nei consuntivi 2019 – 2020 e nel quinquennio di piano.

Dopo aver brevemente sintetizzato le ipotesi sottostanti all'analisi di sensitività in oggetto, si delineano schematicamente gli esiti del predetto scenario con evidenza dei diversi impatti sulla dinamica di fatturato, sulle disponibilità liquide oltre che sull'evoluzione dei principali flussi monetari previsti per l'orizzonte di pianificazione.

Figura 4: Evoluzione fatturato, disponibilità liquide nei diversi scenari (base case Vs Sensitivity 2)

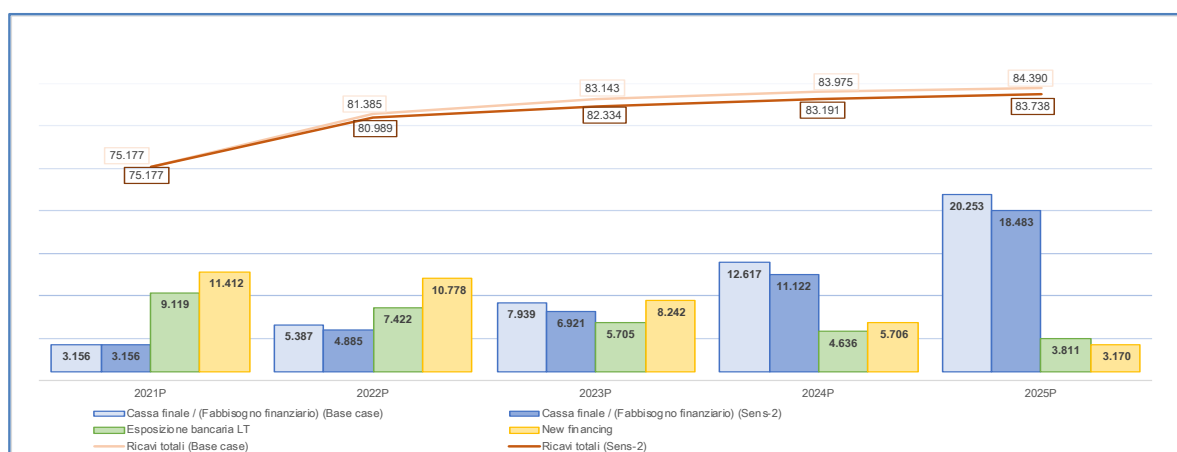
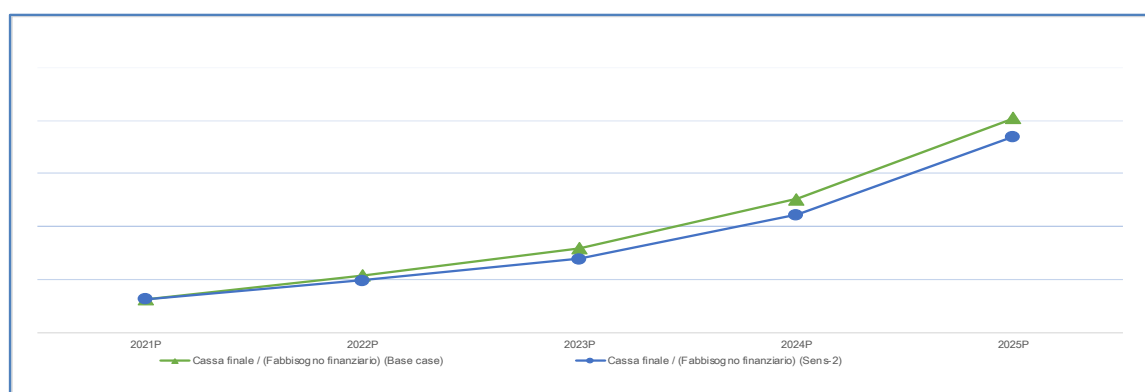


Figura 5: Disponibilità liquide nell'orizzonte di Pianificazione (base case Vs Sensitivity 2)



Scenario 3 – Riduzione Efficienze Capex

Il Piano 2021-2025 prevedeva il completamento del percorso di efficientamento target di riduzione progressiva dei costi unitari di produzione, perseguibile anche grazie alla ristrutturazione impiantistica, prevista nell'ambito del Piano, che costituiva la premessa per efficientare in misura maggiore la linea di produzione, servire la domanda di mercato (formati 120x120) con produzione propria anziché in outsourcing, recuperare marginalità, ottenere maggiore flessibilità produttiva e ridurre l'incidenza dei costi di produzione.

Il programma di investimenti industriali, teso a sviluppare la filiera prodotti 120x120 e sostituire impianti datati con nuovi impianti, in grado di garantire maggiore flessibilità ed efficienza produttiva, avrebbe generato, a regime, efficienze sui costi diretti di produzione pari a circa euro 6 mln (di cui efficienze capex pari ad euro 2,8 mln). Il terzo scenario di sensitivity è finalizzato a valutare l'impatto sul Piano derivante da un ritardo nelle efficienze capex prevedendo una riduzione delle stesse, a partire dal 2022 del 25%, mentre nel 2024 e nel 2025 del 10%. Di seguito si rappresentano brevemente gli esiti del predetto scenario, con evidenza dei diversi impatti sulla dinamica dei costi diretti di produzione, sulle disponibilità liquide oltre che sull'evoluzione dei principali flussi monetari previsti per l'orizzonte di pianificazione.

Figura 6: Evoluzione costi, disponibilità liquide nei diversi scenari (base case Vs Sensitivity 3)

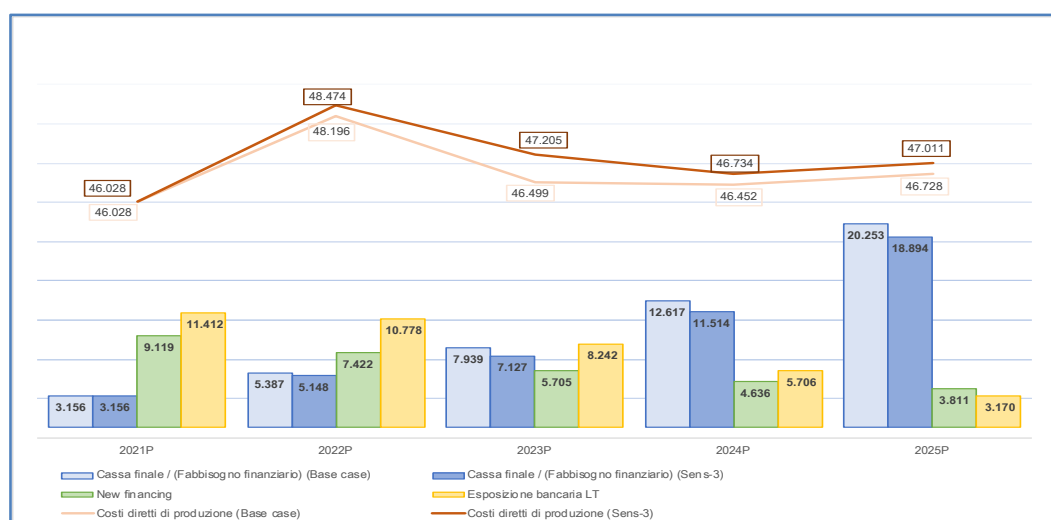
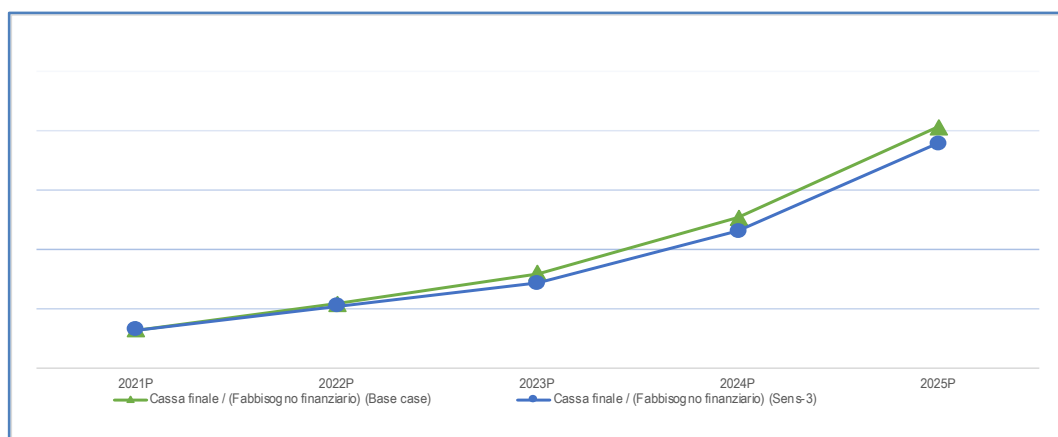


Figura 7: Disponibilità liquide nell'orizzonte di Pianificazione (base case Vs Sensitivity 3)



Si precisa che sono state effettuate anche analisi differenti prevedendo una diversa combinazione degli eventi sin qui delineati (sensitivity 1 + sensitivity 3, sensitivity 2 + sensitivity 3) tuttavia, si è ritenuto opportuno rappresentare le risultanze del solo scenario combined, che prevede in modo congiunto gli impatti dei parametri della sensitivity 1 (ricavi estero), della sensitivity 2 (mix marchio/terzismo) e della sensitivity 3 (efficienze capex).

4. SCENARIO COMBINED (STRESS TEST)

Il quarto scenario di sensitivity (scenario *combined*) è finalizzato a valutare l'impatto dello stress test sulla tenuta complessiva del Piano, al fine di valutare la sostenibilità finanziaria del Piano e l'attuabilità della manovra finanziaria considerando contemporaneamente gli effetti delle tre analisi di sensitività precedentemente descritte. Di seguito si rappresentano gli esiti della quarta sensitivity:

Figura 8: Evoluzione fatturato, disponibilità liquide nei diversi scenari (base case Vs Sensitivity 4)

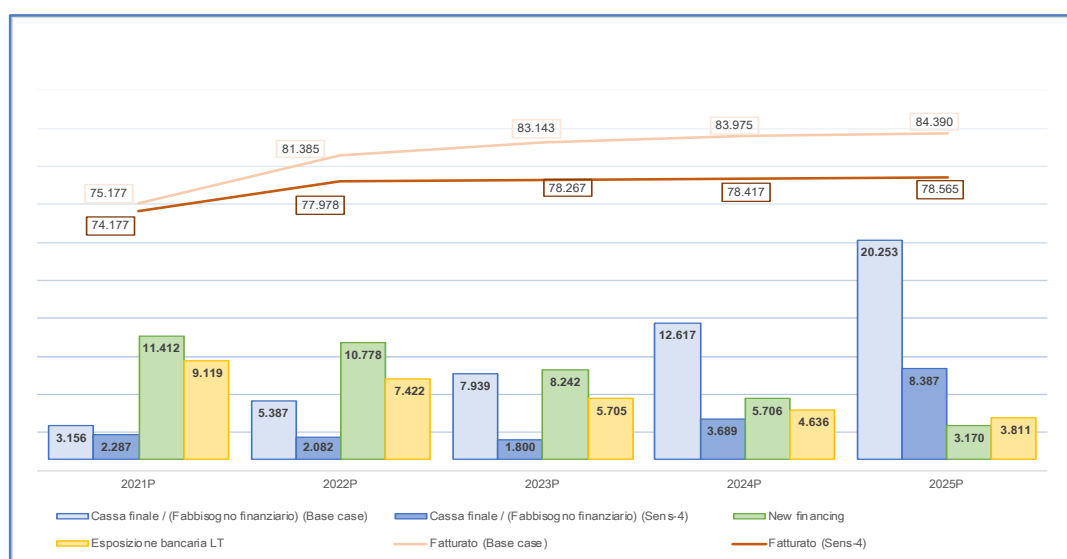
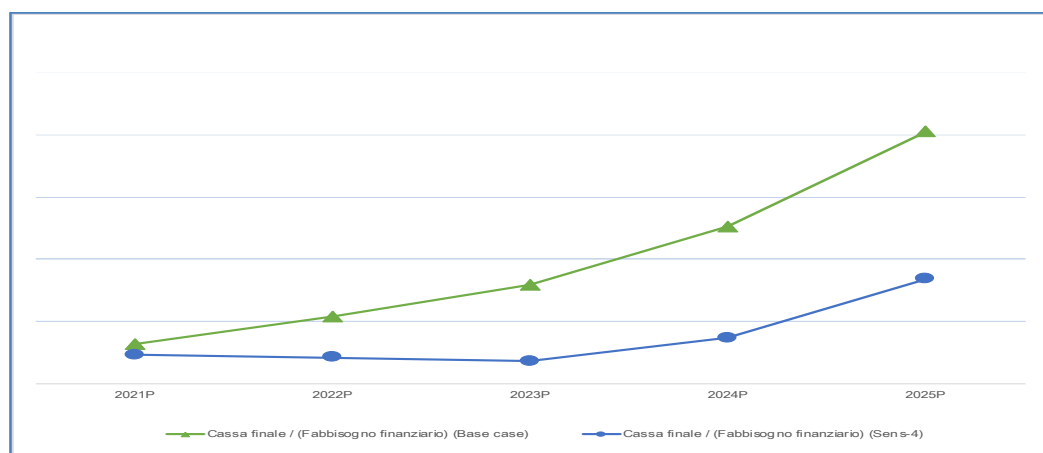


Figura 9: Disponibilità liquide nell'orizzonte di Pianificazione (base case Vs Sensitivity 4)



Dalle analisi sopra rappresentate emerge che i valori dei parametri finanziari calcolati sulla base dello stress test condotto, evidenziano la capacità della Società di adempiere regolarmente alla proposta di manovra finanziaria senza compromettere la sua solidità finanziaria e patrimoniale.

Il Piano, pertanto, anche in ipotesi particolarmente conservative (rappresentate dallo scenario di stress test), mantiene la propria tenuta prospettica, confermando la robustezza delle assunzioni di base e dei drivers con i quali è stato costruito



BOX DI SINTESI

- Il processo di pianificazione che porta alla costruzione di un piano industriale si basa su una serie di “assunzioni” e, quindi, per sua natura si svolge in condizioni di incertezza. Occorre presentare un’analisi di sensitività rispetto alle principali variabili qualitative e quantitative, che possono incidere in maniera sostanziale sulla creazione di valore;
- Uno stress test di un piano (industriale o di risanamento) è un’analisi di sensitività che simula condizioni avverse estreme per valutarne la robustezza e la tenuta finanziaria. Si applicano shock a variabili chiave come ricavi, costi materie prime o accesso al credito, verificando se il piano mantiene la propria tenuta prospettica;
- Nel caso di impiego di scenari, il Piano deve mostrare gli indicatori chiave di performance che consentano di intercettare gli scostamenti rispetto agli obiettivi, nonché il livello (punto di rottura), violato il quale, in una valutazione ex-ante, viene meno l’obiettivo di Piano.

5. CONCLUSIONI

In conclusione, l’analisi condotta dimostra come la verifica della fattibilità di un Piano non possa prescindere da un rigoroso esercizio di sensitivity e da uno stress test strutturato su ipotesi realistiche e coerenti con il contesto di riferimento. L’elaborazione di scenari alternativi e della relativa combinazione consente di valutare in modo integrato l’impatto dei principali fattori di rischio sulla sostenibilità economico-finanziaria. Nel caso esaminato, anche in presenza di assunzioni particolarmente conservative, il Piano mantiene la propria tenuta prospettica, evidenziando adeguati margini di resilienza. Ciò conferma la solidità metodologica dell’impostazione adottata e la coerenza dei driver sottostanti rispetto agli obiettivi di risanamento e di equilibrio nel medio periodo.

ESG nei piani di risanamento e nelle procedure di ristrutturazione: dalla compliance al valore



A cura di **Antonio Capasso** e **Alfredo Celentano**

Nei processi di risanamento aziendale, l'ESG non è un semplice adempimento normativo, bensì una leva strategica di credibilità e tenuta del piano. Autorizzazioni, compliance, sicurezza, filiera, capitale umano e governance incidono direttamente su continuità operativa, rischi legali e flussi di cassa. Questo articolo propone una declinazione operativa dell'ESG nei tre principali strumenti di regolazione della crisi: nel piano attestato rafforza la solidità delle assunzioni; nell'accordo di ristrutturazione diventa impegno misurabile (KPI, reporting) fondamentale per negoziare con i creditori; nel concordato preventivo sostiene la fattibilità della proposta e influenza il valore dei realizzi.

1. INTRODUZIONE: DAI NUMERI AI FATTORI REALI DELLA CRISI

Quando un'impresa entra in crisi, la tentazione immediata è ridurre tutto a una questione di numeri: cassa, scadenze, moratorie, covenant, manovre sul debito. Questa prospettiva è comprensibile - l'urgenza stringe e ogni energia sembra doversi concentrare sulla sopravvivenza - eppure, è proprio sotto pressione che emergono, con forza crescente, i fattori non finanziari che determinano la vera tenuta del risanamento: autorizzazioni e prescrizioni ambientali, sicurezza e continuità operativa, stabilità della forza lavoro, requisiti di filiera, qualità dei controlli interni. In questo senso, l'ESG non è una cornice reputazionale o un esercizio di comunicazione esterna, è un pezzo concreto del piano: può rafforzarne significativamente la credibilità oppure rivelare fragilità e rischi non presidiati. Il tema strategico, allora, non è aggiungere ESG a posteriori, né costruire capitoli di compliance ininfluenti. È identificare l'ESG materiale per quel business, in quel settore, in quel momento: ciò che può generare shock sui flussi di cassa, compromettere la continuità aziendale o creare passività e contenziosi.

2. LA MATERIALITÀ: QUALE ESG CONTA DAVVERO IN CRISI

2.1. Cosa significa "materiale" nella crisi aziendale

La parola materialità è spesso abusata, ma nei momenti di crisi aziendale assume un significato concreto: **è materiale ciò che può cambiare il risultato del piano**. Non serve partire da griglie universali; serve una domanda semplice: *quali temi ESG, se trascurati, possono creare un buco di cassa, un fermo produttivo, una perdita di ricavi o un contenzioso tale da rendere il piano non credibile?*

Per molte aziende manifatturiere, la "E" non è un dibattito sul futuro del pianeta: è la bolletta energetica, la volatilità dei prezzi, l'efficienza degli impianti e la dipendenza da forniture critiche. La "S" non è un capitolo valoriale: è sicurezza sul lavoro, assenteismo, conflittualità, perdita di competenze. La "G" non è uno stile: è controllo dei dati, procedure che evitano sanzioni e frodi, governance che regge le pressioni della crisi. La materialità nella crisi d'impresa è quasi sempre un ponte tra rischi non finanziari e variabili economico-finanziarie.

2.2 La materialità di controparte: il fattore spesso dimenticato

C'è un aspetto sottovalutato: la materialità non è solo interna. In un risanamento conta anche la materialità di controparte, ciò che banche, assicurazioni, grandi clienti e capofiliera ritengono non negoziabile.

Un'azienda può considerare secondario un determinato presidio ESG, ma se quel presidio è requisito di fornitura o condizione per linee di credito e rinnovi, diventa immediatamente materiale. È qui che l'ESG esce dalla retorica ed entra nella trattativa.

2.3 Una due diligence snella ma incisiva

La fase diagnostica di un risanamento è già complessa: poco tempo, molte urgenze. Per questo la due diligence ESG deve essere selettiva. "Snella" non significa superficiale, significa focalizzata su ciò che può far deragliare il piano. Praticamente, serve intercettare le "mine": autorizzazioni ambientali non allineate alla realtà degli impianti, prescrizioni disattese, rischi di bonifica, impianti con carenze safety, contenziosi giuslavoristici sottostimati, fornitori single source critici. Se scoperti tardi, questi aspetti non solo aumentano i costi ma minano la fiducia dei creditori. Il valore aggiunto sta nel tradurre i rischi in elementi "da piano": non basta dire "c'è un rischio ambientale", occorre stimare ordini di grandezza, tempi, impatti operativi e probabilità, costruendo un percorso di rimedio compatibile con le risorse disponibili.

La due diligence ESG è utile quando produce tre output:

- costi e investimenti,
- rischi legali/operativi con scenari
- azioni correttive con priorità e responsabilità.

2.4 Dal capitolo ESG al cruscotto di controllo

Il rischio più frequente è che l'ESG resti nel piano come capitolo narrativo, non esecutivo. Ciò che non si misura non viene gestito; ciò che non è gestito torna sotto forma di evento critico.

Un approccio efficace è rovesciare la prospettiva: partire dal monitoraggio necessario (cassa, covenant, marginalità) e innestare pochi indicatori ESG "ponte". Non dieci pagine di KPI; bastano pochi, purché collegati ai driver economici e presidiati con responsabilità chiare. Se l'energia è un driver, bisogna monitorare intensità energetica e avanzamento degli interventi. Se il rischio operativo passa dalla sicurezza, un indicatore di infortuni e near misses è più utile di una dichiarazione di principio. Se il problema è la filiera, gli audit dei fornitori critici diventano KPI di continuità.

La differenza tra un KPI utile e uno di facciata è semplice: **il KPI utile attiva decisioni**, ha un owner, una soglia, una frequenza, un flusso di raccolta dati e un meccanismo di escalation ed è integrato nel reporting verso banche e creditori. In questo modo, l'ESG smette di essere un'etichetta e diventa un componente della disciplina del piano.



BOX DI SINTESI

Nel risanamento, la materialità ESG non è esercizio teorico ma criterio di priorità manageriale: concentra risorse limitate sui fattori che possono alterare continuità operativa, cassa e rischio legale. L'efficacia dipende dalla capacità di tradurre i temi materiali in presidi concreti: metriche chiare, responsabilità definite, flussi di dati affidabili e meccanismi di escalation. Un ESG non misurato resta narrativo; un ESG integrato nel cruscotto di piano diventa strumento di governo e prevenzione delle deviazioni critiche.

3. ESG NEI TRE STRUMENTI DI CRISI

3.1. Piano attestato: credibilità, gestione del rischio e disciplina del turnaround

Nel piano attestato l'ESG non è la "bandierina" con cui vendere il risanamento, è qualcosa di più sobrio: un modo per rendere il piano più credibile agli occhi di banche e stakeholder, dimostrando che l'impresa ha identificato e governa quei rischi non finanziari che in crisi diventano immediatamente finanziari.

Chi legge un piano attestato cerca coerenza e tenuta: vuole capire se la traiettoria sta in piedi nel mondo reale fatto di autorizzazioni, impianti, persone, filiera, controlli e decisioni.

3.2. Antidoto alle sorprese che fanno saltare i piani

Molti piani falliscono non per errori di modellazione finanziaria, ma per eventi imprevedibili: fermi impianto, prescrizioni ambientali, contenziosi, perdita di clienti, carenze safety, escalation sindacale. Integrare l'ESG significa dichiarare: queste sono le aree dove potremmo inciampare; ecco come le controlliamo; ecco quanto costa.

Se il piano incorpora sin dall'inizio gli investimenti obbligati (compliance ambientale, safety, manutenzioni), riduce il rischio che emergano dopo come extra-costi non finanziati, erodendo la fiducia.

3.3. Tradurre l'ESG in numeri

Un piano attestato regge se le assunzioni sono plausibili e le azioni eseguibili. L'ESG utile è quello traducibile in numeri e scelte operative. In molti casi, la porta d'ingresso è l'efficienza: energia, scarti, logistica, manutenzione. Non perché l'ESG sia efficienza, ma perché in crisi l'efficienza è cassa e la cassa è sopravvivenza.

Nel piano conviene distinguere le azioni ESG chiaramente: azioni non differibili (per evitare sanzioni, blocchi, perdita licenze) e azioni a ritorno rapido (che liberano margini e cassa), azioni abilitanti (necessarie per restare in filiera, mantenere contratti). Questa distinzione rende evidente cosa è "costo per sopravvivere", cosa è "investimento per migliorare", cosa è "condizione per non perdere ricavi".

3.4. Stress test ESG e resilienza

Un elemento che rafforza il piano è mostrare come reagisce a shock plausibili: aumento del costo energia, stop impianto per safety, perdita di cliente, ritardi autorizzativi. Inserire queste ipotesi negli scenari dimostra che il piano è stato pensato con logica di resilienza, non ottimismo costruttivo. Questa resilienza aumenta la probabilità che le misure finanziarie reggano e che i covenant non saltino.

3.5. Governance e reporting come controllo

Nel piano attestato la parola chiave è esecuzione, che in crisi richiede disciplina: flussi informativi puntuali, responsabilità chiare, capacità di intervenire quando i numeri deviano.

L'ESG può diventare un pezzo della macchina di controllo: indicatori inseriti nel reporting periodico insieme a cassa e performance operative. Quando il piano prevede che il recupero di marginalità passi da interventi energetici o riduzione di eventi safety, quei KPI vanno monitorati con lo stesso rigore di incassi e pagamenti.



BOX DI SINTESI

Piano attestato

Nel piano attestato l'ESG aumenta la credibilità perché riduce sorprese operative e rende più robuste assunzioni e numeri. Le iniziative utili sono quelle traducibili in impatti economici (obblighi di compliance/safety, quick wins di efficienza, azioni abilitanti per restare in filiera), accompagnate da stress test realistici. Governance, reporting e verificabilità delle evidenze diventano centrali anche per l'attestatore.

4. ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE: LINGUAGGIO COMUNE E DISCIPLINA DI ESECUZIONE

Nell'accordo di ristrutturazione il tema non è solo dimostrare che il piano è sostenibile, ma convincere una pluralità di creditori a convergere. L'ESG può funzionare come linguaggio comune, traducendo in elementi leggibili (e spesso già presenti nelle policy di rischio di banche e investitori) la domanda fondamentale: quanto rischio mi sto prendendo e come viene governato?

Se l'azienda opera in un settore energivoro, la credibilità passa da come gestisce energia e continuità; se esposta a filiere regolamentate, conta la tenuta delle qualifiche; se ha fragilità strutturali sul lavoro e sicurezza, il creditore sa che lì si giocano produttività e rischio di shock. L'ESG materiale riduce l'asimmetria informativa: mostra che l'impresa costruisce fiducia su presidi e dati, non la chiede a credito.

4.1. Da promesse a impegni contrattuali

Rispetto al piano attestato, nell'accordo di ristrutturazione l'ESG diventa contrattuale. Non basta dire "faremo": occorre definire cosa, con che tempi e come lo misuriamo, perché su questo si costruiscono covenant, informativa periodica e meccanismi di rimedio. Qui sta il punto delicato: l'ESG può rafforzare l'accordo se impostato con target realistici e verificabili, ma può indebolirlo se produce obblighi vaghi o eccessivi che diventano default tecnico.

La buona pratica è scegliere pochi indicatori davvero collegati ai driver del risanamento (energia, safety, autorizzazioni, audit fornitori critici, governance e reporting), definire bene metriche e fonti dati, prevedere una progressione coerente con la capacità finanziaria. L'ESG non è ornamento negoziale, ma architettura di impegni che rende più eseguibile la ristrutturazione.

4.2 Monitoraggio come sensore precoce

Una ristrutturazione vive o muore sull'esecuzione. L'ESG inserito nel reporting diventa sensore precoce delle

deviazioni operative e dei rischi latenti. Se gli interventi di efficienza energetica ritardano, il piano potrebbe perdere margine prima che i numeri trimestrali lo rendano evidente; se aumentano near misses, un fermo impianto diventa più probabile; se l'audit dei fornitori evidenzia non conformità, il rischio di interruzione di filiera cresce. Portare questi segnali nel perimetro di controllo dell'accordo riduce sorprese e aumenta la capacità di correzione tempestiva.



BOX DI SINTESI

Accordo di ristrutturazione

Nell'accordo l'ESG serve a parlare la lingua dei creditori: riduce asimmetrie e rende leggibile come il rischio viene governato. Qui l'ESG tende a contrattualizzarsi in KPI, definizioni, reporting e rimedi: pochi indicatori realistici rafforzano l'intesa, obblighi vaghi o eccessivi la indeboliscono. Un monitoraggio ESG integrato fa da sensore precoce e stabilizza la fiducia durante l'esecuzione.

5. CONCORDATO: OPERATIVITÀ, TRASPARENZA E PROTEZIONE DEL VALORE

Nel concordato in continuità l'ESG diventa tema di tenuta operativa.

Non perché la procedura imponga di essere sostenibili, ma perché la continuità si regge su condizioni spesso ESG in senso stretto: autorizzazioni ambientali, standard di sicurezza, affidabilità impianti, tracciabilità di filiera, requisiti clienti. L'ESG è quasi una "licenza" di operare: se salta un presidio critico, la continuità diventa rischio di distruzione di valore per i creditori.

Nel piano concordatario i presidi minimi (compliance, safety, manutenzione essenziale) non sono accessori: sono parte del perimetro di fattibilità industriale, trattati con numeri, tempi e responsabilità esattamente come la manovra finanziaria.

5.1. Informativa tracciabile contro il greenwashing

Nel concordato la qualità informativa pesa ancora di più: la platea dei destinatari è ampia e la procedura richiede difendibilità superiore. Inserire l'ESG significa evitare due errori speculari: (i) un racconto generico e non verificabile, che espone a contestazioni; (ii) un dettaglio eccessivo che confonde l'essenziale. La strada efficace è la tracciabilità: pochi temi materiali, dati con fonti chiare, responsabilità interne, nesso esplicito con rischi e driver economici. Questo approccio previene accuse di greenwashing: nel concordato, la distanza tra narrazione ed evidenza è infatti terreno fertile per conflitti.

5.2 La variabile sociale come fattore critico

Se la continuità è equilibrio delicato, spesso la variabile più instabile è quella sociale: persone, competenze, clima, relazioni sindacali. Un piano può essere formalmente sostenibile e tuttavia fallire se perde competenze chiave, se la produttività crolla, se la conflittualità esplode, se aumentano infortuni e assenteismo. Per questo il piano concordatario deve esplicitare, con sobrietà ma concretezza, come gestisce i passaggi sensibili: sicurezza, retention dei ruoli critici, formazione mirata, gestione degli esuberanti, meccanismi di ascolto/negoziazione. La tutela del valore per i creditori passa anche da qui.

5.3 ESG e protezione del valore negli asset

Quando il concordato include cessioni di rami o asset, l'ESG incide direttamente su prezzo e tempistica di realizzo. Un immobile o impianto con passività ambientali, documentazione incompleta, vincoli autorizzativi o obblighi di bonifica non è solo più difficile da vendere: può subire sconti rilevanti, richiedere garanzie, generare contestazioni e ritardi che peggiorano la recovery per i creditori. Anche sul lato supply chain, la qualità delle pratiche può influire sulla trasferibilità dei contratti e sulla percezione del rischio da parte di potenziali acquirenti. L'ESG è strumento di protezione del valore: far emergere e quantificare in anticipo passività e vincoli e inserire nel piano le azioni necessarie a "ripulire" il perimetro, spesso evita sorprese che in fase esecutiva diventano irreversibili.



BOX DI SINTESI

Concordato

Nel concordato in continuità l'ESG coincide con la capacità di operare senza shock: autorizzazioni, safety, affidabilità impianti e requisiti di filiera sono condizioni di fattibilità. La disclosure deve essere tracciabile per evitare contestazioni, e la dimensione sociale (competenze, clima, relazioni industriali) può decidere la riuscita dell'esecuzione. Nelle componenti liquidatorie l'ESG incide su valore e tempi di realizzo per via di passività e vincoli ambientali sugli asset.

6. IL RUOLO DEI PROFESSIONISTI: DA COMPLIANCE A VALORE

6.1. Lavorare "a prova di contestazione"

Quando l'ESG entra in un risanamento, la prima domanda per chi assiste l'impresa è: su cosa poggia questa affermazione? In crisi, l'ESG non può restare un insieme di intenzioni. Ogni elemento non supportato da evidenze, rischia di diventare punto debole nei confronti di banche, creditori, organi della procedura.

La postura corretta è *evidence-based*: autorizzazioni e prescrizioni aggiornate, report HSE e piani di manutenzione, dati energetici e contratti, contenziosi e provisioning, procedure di procurement, responsabilità e deleghe, flussi di reporting e controlli. Se un tema ESG è materiale per il piano, deve essere auditabile (almeno proporzionalmente) e collegato a un owner e un processo.

6.2 Proporzionalità: pochi presidi ad alto impatto

In risanamento le risorse sono scarse. Il rischio non è solo "fare poco", ma "fare troppo" nel modo sbagliato: costruire un impianto ESG sofisticato che assorbe energie e poi non viene alimentato. Il compito dei professionisti è aiutare l'impresa a trovare misura efficace: identificare 5-10 temi davvero critici, trasformarli in iniziative con timing e costi compatibili, innestarli nella governance del piano senza creare strutture parallele.

Proporzionalità significa anche scegliere KPI che servono a decidere, non a decorare: pochi indicatori "vivi", con soglie, frequenza e conseguenze operative. È spesso questo, più di qualsiasi dichiarazione valoriale, che rende un piano eseguibile e credibile.

6.3 Integrazione in contratti e reporting

L'ESG diventa davvero utile quando entra nei documenti che contano: *term sheet*, patti informativi, covenant, reportistica periodica, meccanismi di *remediation*. La collaborazione tra competenze è decisiva: l'advisory traduce rischi e opportunità in azioni e numeri; il legale li rende "tenibili" in clausole chiare; l'attestatore e il revisore valutano ragionevolezza delle assunzioni e affidabilità del sistema informativo.

Il punto delicato è evitare due estremi: KPI troppo generici (inermi) o troppo ambiziosi (pericolosi). Un buon disegno contrattuale allinea incentivi e riduce incertezze: definizioni precise, baseline, modalità di misurazione, tempi realistici, rimedi graduali.

6.4 Governabilità come valore fondamentale

C'è un livello meno appariscente ma spesso decisivo: l'ESG nella crisi d'impresa è un modo per dimostrare governabilità. Governance solida, controlli minimi effettivi, gestione dei rischi e trasparenza riducono la probabilità di errori, opacità o scelte impulsive, fattori che sotto stress espongono imprese e organi a contestazioni.

Per i professionisti significa costruire percorsi che siano non solo fattibili, ma difendibili: assunzioni esplicite, rischi riconosciuti, azioni coerenti, reporting che consente interventi tempestivi. In ultima analisi, è qui che l'ESG completa il passaggio "dalla compliance al valore": non perché renda automaticamente l'impresa virtuosa, ma perché rende il risanamento più controllabile, trasparente e quindi più probabile.



BOX DI SINTESI

Ruolo dei professionisti

Il lavoro professionale "ESG in crisi" è soprattutto rendere il piano difendibile: claim supportati da dati ed evidenze, assunzioni ragionevoli, tracciabilità. Serve proporzionalità (pochi presidi ad alto impatto, KPI utili a decidere) per non creare strutture ingestibili. L'integrazione in contratti e reporting, insieme a una governance solida, riduce rischio legale e aumenta la governabilità del turnaround.

7. CONCLUSIONI

Se c'è una lezione ricorrente nei percorsi di risanamento è che i piani non saltano solo per errori di modellazione finanziaria, ma per eventi reali: fermi impianto, prescrizioni non gestite, perdita di clienti, conflitti sul lavoro, filiere interrotte, carenze di governance e qualità del dato. L'ESG, letto correttamente, è il modo più pragmatico per intercettare questi punti di rottura e trasformarli in presidi di continuità: non esercizio etico o comunicativo, ma set di variabili operative che incidono su margini, cassa e rischio.

Nel contesto della crisi, "ESG" **significa soprattutto materialità, esecuzione, verificabilità.**

Nei piani attestati l'integrazione ESG rafforza la credibilità quando rende espliciti i costi obbligati e le iniziative con impatto economico, e quando introduce stress test realistici su rischi che il mercato oggi considera non negoziabili (energia, *safety*, compliance autorizzativa, requisiti di filiera).

Negli accordi di ristrutturazione l'ESG diventa davvero utile quando si traduce in pochi KPI ben definiti, in ob-

blighi sostenibili e in reporting capace di ridurre asimmetrie informative e prevenire conflitti: l'obiettivo non è appesantire il *term sheet*, ma renderlo più tenibile nel tempo.

Nel concordato, soprattutto in continuità, l'ESG coincide con la capacità di mantenere l'operatività senza shock e con disclosure tracciabile; nelle componenti liquidatorie diventa fattore di prezzo e tempistica, perché passività e vincoli ambientali possono erodere direttamente la recovery.

Per i professionisti, il passaggio "dalla compliance al valore" si misura in scelte concrete: una due diligence ESG selettiva ma incisiva; un action plan con tempi, costi, owner; un cruscotto di pochi KPI "vivi" integrati nel monitoraggio; una governance e data governance che rendano il piano auditabile e difendibile.

In definitiva, l'ESG non è un capitolo da aggiungere: è un modo di costruire piani più solidi, più negoziabili e più eseguibili e in un contesto dove la risorsa più scarsa è spesso la fiducia, questa solidità è già una forma di valore.

Power B.I e crisi d'impresa: dalla struttura del bilancio al cruscotto di segnali di allerta (terza parte)



A cura di **Alessandro Mattavelli**

Il percorso di analisi di bilancio in Power BI attraverso l'uso dell'AI trova il suo compimento nella creazione di un vero e proprio cruscotto per la diagnosi preventiva dello stato di crisi.

Partiremo da una visualizzazione a matrici con filtri per poi passare alla rappresentazione grafica delle principali voci del bilancio. In una parte successiva l'analisi si spingerà sugli indici di bilancio e il loro andamento per culminare poi con lo scoring e le misure flag che ci indicano quando è il momento di fermarsi e pensare per arrivare prima o per lo meno non troppo tardi nel processo di riconoscimento dei segnali di crisi.

1. SEMPLIFICARE L'OPERATIVITÀ SENZA BANALIZZARE L'ANALISI

Nel corso dei primi due contributi abbiamo costruito, passo dopo passo, le fondamenta di un percorso che ambisce a trasformare **l'analisi di bilancio e conseguente individuazione dei segnali di crisi, da esercizio statico e retrospettivo a strumento dinamico di osservazione e diagnosi preventiva**. Siamo partiti dall'esigenza, oggi non più rinviabile, di disporre di dati affidabili, strutturati e aggiornabili, capaci di supportare nel monitoraggio continuo della salute aziendale, **come richiesto dall'art. 2086 del Codice Civile**.

Nel primo articolo abbiamo visto come importare il bilancio in Power BI utilizzando Power Query, affrontando il tema spesso sottovalutato della pulizia e della strutturazione del dato. Eliminare righe superflue, uniformare le intestazioni, rimuovere totali e subtotali, accodare Stato Patrimoniale e Conto Economico in un'unica tabella coerente: operazioni apparentemente operative che, in realtà, rappresentano il vero discrimine tra un'analisi ripetibile e affidabile e un esercizio estemporaneo, buono solo per una singola occasione. In quella fase abbiamo già iniziato a spostare l'attenzione dal "numero in sé" al processo che genera il numero.

Nel secondo contributo abbiamo compiuto un passaggio ulteriore, meno intuitivo ma decisivo: **la trasformazione del bilancio** da tabella larga a tabella lunga, **rendendo il tempo una variabile esplicita e governabile** e trasformando il bilancio da semplice prospetto a dataset, pronto per essere interrogato, filtrato e analizzato in modo dinamico. La creazione di un modello dati coerente, l'introduzione di una tabella calendario e la definizione delle prime misure esplicite hanno completato quella parte di lavoro che, pur rimanendo invisibile all'occhio dell'utilizzatore finale, determina in larga misura la qualità delle analisi che verranno prodotte.

A questo punto disponiamo quindi di **dati puliti, modellati correttamente e dotati di una struttura temporale che consente confronti significativi nel tempo**. Siamo, in altre parole, nelle condizioni di poter costruire un **cruscotto di indicatori** che non si limiti a fotografare il passato, ma che **consenta di intercettare per tempo segnali di tensione economico-finanziaria**.

Da qui partirà il nostro viaggio che ci porterà a trasformare il bilancio in una mappa di lettura immediata dei **segnali di crisi**: passeremo dai valori di sintesi alle loro dinamiche nel tempo, vedremo come singoli indicatori patrimoniali, finanziari ed economici **possano essere letti congiuntamente, fino ad arrivare a un cruscotto capace di concentrare la complessità in pochi segnali chiari**. Dalle variazioni dell'utile, alle tensioni sulla liquidità, al progressivo indebolimento della struttura patrimoniale, fino alla costruzione di uno score sintetico che consenta di cogliere, a colpo d'occhio, il passaggio da una situazione di equilibrio a una condizione di rischio crescente.

Chi non avesse seguito i precedenti articoli potrà comunque affrontare senza difficoltà quanto segue. I concetti chiave verranno richiamati quando necessario e il filo logico dell'esposizione non richiede conoscenze pregresse né di Power BI né di linguaggi di programmazione. L'obiettivo non è formare sviluppatori, ma mettere il professionista nelle condizioni di comprendere cosa sta facendo e perché lo sta facendo.

Nei passaggi più tecnici, inoltre, non saremo soli. Come già anticipato, ci faremo assistere dall'intelligenza artificiale, che in questo contesto chiameremo Power B.AI: non un sostituto del ragionamento professionale, ma un **acceleratore operativo** che consente di superare le barriere tecniche senza rinunciare al controllo concettuale del modello. L'AI diventa così uno strumento al servizio dell'analisi, non un oracolo a cui delegare decisioni, ma un supporto per rendere più rapido, comprensibile e accessibile ciò che fino a ieri era riservato a pochi specialisti. Con queste premesse, possiamo ora concentrarci sull'obiettivo di questa terza parte: iniziare a dare forma al **cruscotto di segnali di allerta**, traducendo la struttura dati costruita finora in indicatori leggibili, confrontabili e soprattutto utili **per la diagnosi precoce della crisi d'impresa**.

La nostra ambizione, in fondo, è anche più semplice e forse più realistica di quanto possa sembrare. Oggi la maggior parte dei professionisti utilizza quotidianamente Excel senza avere una reale conoscenza né dei suoi meccanismi interni né dei principi di business intelligence che ne stanno alla base. Eppure, questo non impedisce di costruire fogli di lavoro, report, prospetti personalizzati che diventano strumenti operativi indispensabili nello studio. Il punto non è l'assenza di competenze informatiche avanzate, ma la disponibilità a seguire alcune regole, adottare qualche accorgimento metodologico e, soprattutto, a smettere di improvvisare.

Lo stesso vale per Power BI. Anche chi non conosce il linguaggio DAX, non ha mai scritto una riga di codice M e non si considera (né aspira a diventare) un esperto di business intelligence, oggi può costruirsi un report personalizzato, coerente e funzionale. Non perché la complessità sia scomparsa, ma perché una parte rilevante del carico tecnico può essere governata con il supporto dell'intelligenza artificiale. Questo non significa banalizzare il lavoro di chi studia Power BI e DAX da anni, né sminuire il valore di una comprensione profonda del modello dati e dei linguaggi sottostanti: al contrario, chi possiede queste competenze continuerà ad avere un vantaggio competitivo, sarà più versatile e potrà usare lo strumento in più occasioni.

È però innegabile che molte attività che fino a poco tempo fa richiedevano basi solide e una piena padronanza dei linguaggi DAX e M possano oggi essere affrontate in modo efficace anche da chi si colloca su un piano più operativo, purché sappia porre le domande giuste e verificare i risultati ottenuti. L'AI non sostituisce la competenza, ma abbassa sensibilmente la soglia di accesso, consentendo al professionista di concentrarsi sulla logica economico-finanziaria, sul significato degli indicatori e sulla loro interpretazione, anziché sulla sintassi delle formule.

È in questo contesto che si inserisce il **metodo S.O.S.**, già richiamato nei contributi precedenti: **Screenshot, Obiettivo, Soluzione**. Mostrare il punto di partenza, chiarire dove si vuole arrivare e decidere il tipo di risposta desiderata consente di dialogare con l'intelligenza artificiale in modo strutturato e produttivo, riducendo il rischio di errori e aumentando la qualità dell'output.

Con questo spirito affrontiamo dunque la costruzione del cruscotto di segnali di allerta: non come un esercizio tecnologico fine a sé stesso, ma come un percorso guidato, accessibile e replicabile, che consente a ciascun professionista di dotarsi di uno strumento su misura, adattabile al proprio metodo di lavoro e alle esigenze dei clienti.



BOX DI SINTESI

Il lavoro svolto fin qui sulla struttura dei dati e sulle misure ha un obiettivo preciso: trasformare il bilancio in uno strumento capace di mostrare l'evoluzione nel tempo degli equilibri aziendali. Nel cruscotto che costruiremo, l'attenzione si sposterà dal valore assoluto delle singole voci alla coerenza complessiva dei segnali economici, patrimoniali e finanziari, rendendo possibile una lettura anticipata delle situazioni di rischio.

2. LA MATRICE DI BILANCIO CON I FILTRI

SP-CE	Voce	2023	2024	2025
☐ CE	Totale immobilizzazioni immateriali	192.000	165.000	165.000
☐ SP	Totale immobilizzazioni materiali	463.000	417.000	1.415.000
	Totale immobilizzazioni finanziarie	75.000	23	23
	TOTALE IMMOBILIZZAZIONI (B)	730.000	582.023	1.580.023
TipoRiga	Totale rimanenze	400.000	430.000	550.000
☐ Dettaglio	Totale crediti	527.000	558.000	750.000
☒ Totale	Totale disponibilità liquide	100.800	128.500	128.500
	TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE (C)	1.027.800	1.116.500	1.428.500
	TOTALE ATTIVO	1.772.800	1.710.523	3.013.523
	TOTALE PATRIMONIO NETTO (A)	231.800	269.500	135.000
	TOTALE DEBITI (D)	1.416.500	1.319.523	2.745.023
	TOTALE PASSIVO	1.772.800	1.710.523	3.013.523
	TOTALE VALORE PRODUZIONE	1.778.000	1.908.000	1.860.000
	Totale costi personale	546.000	585.000	539.000
	Totale ammortamenti	65.000	70.000	85.000
	TOTALE COSTI PRODUZIONE	1.651.000	1.756.000	1.871.000
	TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI	-20.200	-15.500	-24.000

La figura mostra la **matrice di bilancio filtrabile** che rappresenta il primo vero strumento operativo del cruscotto. Le voci di bilancio sono disposte sulle righe secondo l'ordine logico tradizionale, mentre gli esercizi sono riportati sulle colonne, consentendo un confronto immediato nel tempo. La matrice non è una semplice tabella statica, ma una vista dinamica costruita sul modello dati: ogni valore visualizzato è il risultato delle misure e delle relazioni definite in precedenza.

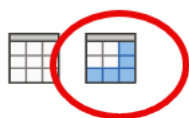
Sul lato sinistro compaiono due filtri fondamentali. Il primo consente di distinguere tra **Stato Patrimoniale (SP)** e **Conto Economico (CE)**, permettendo di isolare rapidamente l'area di analisi senza dover intervenire sulla struttura del report. Il secondo filtro, **TipoRiga**, consente invece di separare le voci di **dettaglio** dai **totali**, rendendo possibile una lettura di sintesi o, al contrario, un'analisi più analitica delle singole componenti.

L'effetto combinato di questi filtri trasforma la matrice in uno strumento estremamente flessibile: il bilancio può essere osservato nella sua interezza oppure "smontato" selettivamente, mantenendo sempre coerenza tra dati, totali e subtotali.

Dal punto di vista operativo, la costruzione della matrice è estremamente lineare.

Innanzitutto, clicchiamo sull'icona Matrice (da non confondere con la tabella)

Tabella e matrice



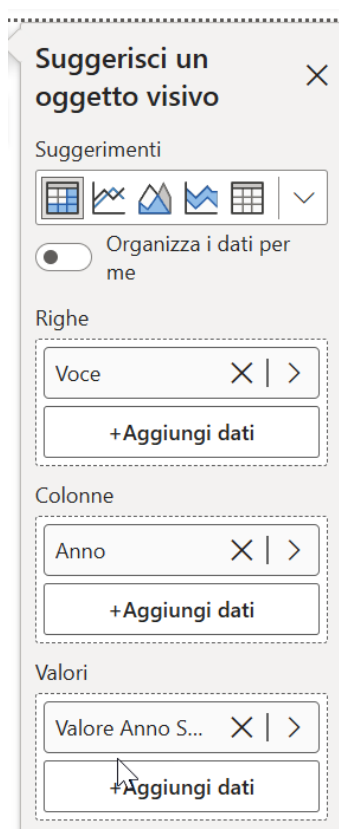
Poi è sufficiente inserire il campo **Voce** della tabella Bilancio nell'area delle righe, il campo **Anno** della tabella Calendario nell'area delle colonne e la misura **Valore Anno Selezionato** nell'area dei valori.

In questo modo otteniamo immediatamente una vista per righe di bilancio e colonne temporali, completamente governata dai filtri del modello.

A questo punto emerge un'esigenza tipica dell'analisi professionale: **distinguere in modo chiaro le righe di dettaglio dai totali e dai subtotali**. Nel bilancio tradizionale questa distinzione è implicita nella struttura del prospetto; in Power BI, invece, va esplicitata, se vogliamo poterla utilizzare come leva di analisi o come filtro.

Per ottenere questo risultato introduciamo una colonna calcolata nella tabella Bilancio, il cui unico scopo è identificare le righe di totale.

Creiamo quindi una colonna, ad esempio **TipoRiga**, che assume valore "Totale" quando la descrizione della voce contiene il termine "Totale" e valore "Dettaglio" in tutti gli altri casi. Per farlo, affidiamoci al metodo S.O.S.: mostriamo a un Chatbot la foto del modello e della tabella in cui vogliamo aggiungere la colonna e chiediamo usando il linguaggio naturale.



crea una colonna calcolata in bilancio che evidenzi i totali

DAX

Copia codice

```
TipoRiga =
VAR v = UPPER ( TRIM ( 'Bilancio'[Voce] ) )
RETURN
IF (
    LEFT ( v, 6 ) = "TOTALE"
    || CONTAINSSTRING ( v, " TOTALE " ),
    "Totale",
    "Dettaglio"
)
```

Copiando il testo in Power Bi otteniamo esattamente quello che abbiamo chiesto.

Voce	Importo 2025	Importo 2024	Importo 2023	Indice	TipoRiga
ATTIVO				1	Totale
A) CREDITI VERSO SOCI				2	Dettaglio
Versamenti ancora dovuti	0	0	0	3	Dettaglio
B) IMMOBILIZZAZIONI				4	Totale
I - Immobilizzazioni immateriali				5	Dettaglio
Software e licenze	45000	45000	52000	6	Dettaglio
Avviamento	120000	120000	140000	7	Dettaglio

Vediamo cosa ci ha suggerito l'AI: la prima parte della formula definisce una **variabile**, nella quale il contenuto del campo Voce viene ripulito e normalizzato: la funzione TRIM() elimina eventuali spazi superflui, mentre UPPER() trasforma il testo in maiuscolo. In questo modo evitiamo che differenze di formattazione o di maiuscole/minuscole compromettano il risultato.

La parte centrale della formula contiene la logica vera e propria. Attraverso una condizione IF, verifichiamo se il testo della voce inizia con la parola "TOTALE" oppure (rappresentato da "||") se la contiene al suo interno. Se una di queste condizioni è soddisfatta, la riga viene classificata come "Totale"; in caso contrario, viene etichettata come "Dettaglio". Il risultato non è solo una classificazione estetica, ma un'informazione strutturale che possiamo usare come filtro, come selettore o come criterio di visualizzazione all'interno del report.

Se abbiamo compreso, anche grazie all'aiuto dell'AI, come si scrive una funzione IF() possiamo adoperare l'arte per costruire facilmente anche la colonna SP-CE.

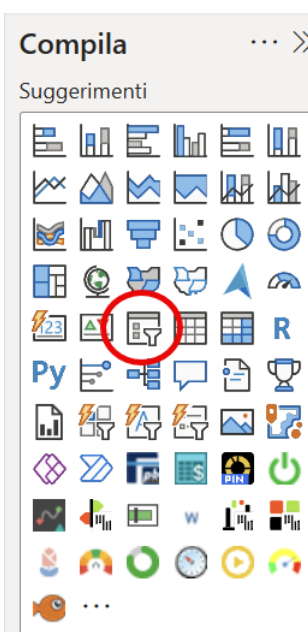
1	SP-CE = IF (Bilancio[Indice]<54, "SP", "CE")						
Voce	Importo 2025	Importo 2024	Importo 2023	Indice	TipoRiga	SP-CE	
C) TRATTAMENTO FINE RAPPORTO	90000	78000	72000	43	Dettaglio	SP	
D) DEBITI				44	Dettaglio	SP	
A) VALORE DELLA PRODUZIONE				54	Dettaglio	CE	
1) Ricavi delle vendite e prestazioni	1750000	1850000	1720000	55	Dettaglio	CE	

La colonna assumerà il valore SP fino a che il campo indice sarà inferiore a 54 poi sarà pari a CE.

Ora possiamo usare le due colonne come filtri semplicemente posizionandoli sulla pagina dopo aver cliccato sulla seguente icona nel riquadro visualizzazioni:



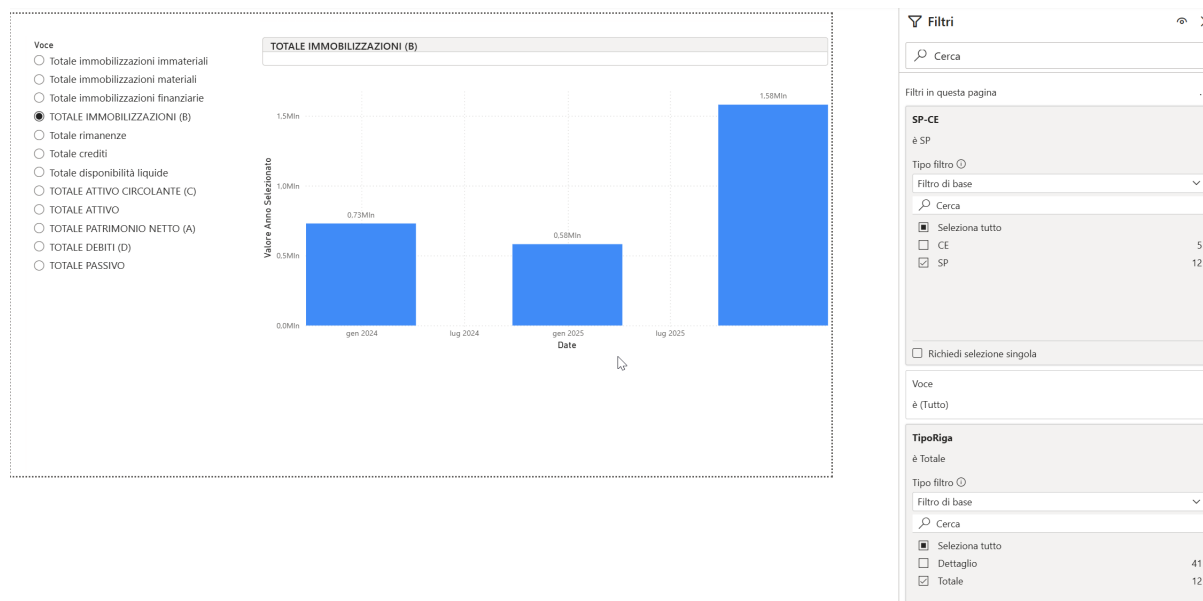
L'effetto complessivo è quello mostrato in figura: una matrice apparentemente semplice, ma in realtà altamente controllabile. I filtri non sono più elementi esterni al bilancio, ma diventano parte integrante della lettura. Il professionista può così passare da una vista di sintesi a una vista di dettaglio senza perdere il contesto, mantenendo sempre la coerenza con il modello dati sottostante. È questo il primo passo concreto verso un cruscotto che non si limita a mostrare numeri, ma consente di interrogarli in modo strutturato.



BOX DI SINTESI

La matrice bilancio filtrabile è il cuore del cruscotto per l'analisi e la diagnosi dinamica dei dati d'impresa. Grazie ai filtri integrati, creati su colonne calcolate è possibile selezionare e visualizzare rapidamente dettagli o totali, Stato Patrimoniale o Conto Economico, adattando la lettura alle necessità del professionista.

3. DALLA TABELLA AL GRAFICO



La figura rappresenta il primo esempio concreto di come un modello dati “ben costruito” diventi immediatamente uno strumento di lettura. L’idea è semplice ma potentissima: partire dalla matrice di bilancio (che restituisce un prospetto completo e controllabile) e affiancarle una vista “di analisi” che consenta, con un solo click, di trasformare una riga di bilancio in una serie storica. In altre parole, la pagina serve a rispondere a una domanda tipica della diagnosi della crisi: **questa grandezza come si sta muovendo nel tempo?** Non interessa il numero isolato; interessa la direzione, la discontinuità, il salto che anticipa un cambiamento di equilibrio.

Per costruirla abbiamo creato (a sinistra) un filtro basato sul campo **Voce** che consente di scegliere la grandezza da analizzare, e un grafico a colonne che mostra il **Valore Anno Selezionato** lungo l’asse temporale.

L’utilità aumenta ulteriormente grazie ai filtri applicati nella pagina, visibili nel riquadro a destra. Il filtro **SP-CE** è impostato su **SP**, quindi stiamo deliberatamente restringendo l’universo alle sole voci patrimoniali; il filtro **TipoRiga** è impostato su Totale, quindi la selezione delle voci è limitata ai soli aggregati e subtotali. Questa scelta non è “grafica”: è metodologica.

Quanto alla costruzione, la pagina nasce in modo lineare a partire dal modello che abbiamo già predisposto.

Si inizia dal **selettore Voce**: si inserisce un oggetto *Filtro dati* e si trascina il campo **Bilancio[Voce]**. La segmentazione è impostata in modalità elenco (con ricerca), così da rendere rapida la selezione anche quando le voci aumentano.

Qui si è optato per la scelta univoca ma avremmo potuto benissimo lasciarlo a scelta multipla per osservare contemporaneamente l’andamento di più grandezze.

Impostazioni filtro dei dati

Opzioni

Stile

Elenco verticale

Selezione

Selezione singola

Si passa poi al **grafico a colonne**: si inserisce un grafico (colonne raggruppate) cliccando l’icona  e si posiziona sull’asse orizzontale la data proveniente dalla tabella calendario, tipicamente **Calendario[Date]**. Nei valori si inserisce la misura **Valore Anno Selezionato** (quella costruita nella parte 2 insieme alle misure temporali). Il grafico, in questo modo, non “somma una colonna”, ma visualizza una misura che rispetta filtri, relazioni e contesto temporale.

A questo punto si imposta la logica della pagina tramite i filtri. Nel pannello filtri (o, se si vuole rendere esplicito anche all'utente, tramite slicer) si trascina **Bilancio[SP-CE]** e si seleziona **SP**. Analogamente si trascina **Bilancio[TipoRiga]** e si seleziona **Totale**. Il risultato è quello che si vede: il selettore Voce propone solo i totali patrimoniali e il grafico mostra la loro evoluzione nel tempo. È un passaggio cruciale perché evita un errore frequente nei report "improvvisati": lasciare all'utente una libertà totale senza una regia informativa, con il rischio di confrontare grandezze non omogenee o di perdere la gerarchia logica del bilancio.



BOX DI SINTESI

Nel monitoraggio della crisi non conta il valore isolato di una voce di bilancio, ma come quella grandezza evolve nel tempo. Trasformare una riga della matrice in una serie storica significa passare dalla fotografia alla traiettoria: è in questa dinamica che possono emergere i primi segnali di squilibrio.

4. DALLE VOCI AGLI INDICI

Se è vero che il bilancio è solo uno dei modi per individuare la crisi, forse il più evidente e più disponibile, è altrettanto vero che la sua comprensione profonda passa necessariamente per gli indici di bilancio. Ma quali scegliere e, soprattutto, come costruirli?

A costo di essere ripetitivi, usiamo, ancora una volta la tecnica SOS e mostrando lo **Screenshot** della tabella Bilancio, che contiene le Voci indicizzate, chiediamo l'**Obiettivo**: le misure per gli indici di bilancio di un'azienda in crisi, indicando che tipo di **Soluzione** cerchiamo: un codice da incollare per ottenere tutte le misure in un colpo solo. Ecco il prompt che consente quanto richiesto.

Crea nella tabella Bilancio tutte le misure per tutti gli indici di bilancio utili a rilevare tempestivamente i segnali una crisi di impresa. Forniscimi una query DAX, da incollare nella Visualizzazione Query DAX di Power Bi.

La sintesi e la genericità del post è compensata dallo screenshot che spiega all'AI come è costruito il modello, come si chiamano le tabelle, che relazioni esistono.

La risposta è sorprendente: non solo vengono fornite tutte le misure per monitorare la liquidità e la solidità patrimoniale ma anche delle misure flag che utilizzeremo per l'ultima pagina del nostro cruscotto.

Tutte le misure sono commentate e ben spiegate e, come richiesto, basterà un copia/incolla per caricarle nel nostro file di Power Bi.

```
DEFINE
// =====
// BASE (tempo da 'Calendario')
// =====
MEASURE 'Bilancio'[Importo] =
    SUM ( 'DatiBilancio'[Valore] )

MEASURE 'Bilancio'[Importo AP] =
    CALCULATE ( [Importo], DATEADD ( 'Calendario'[Date], -1, YEAR ) )

MEASURE 'Bilancio'[Delta Importo] =
    [Importo] - [Importo AP]

MEASURE 'Bilancio'[Delta %] =
    DIVIDE ( [Delta Importo], [Importo AP] )
```

Analizziamo ora alcuni passaggi rilevanti. In assenza di consapevolezza dell'esistenza di misure di base già definite, queste vengono nuovamente presentate ed è indicata la misura corrispondente dell'anno precedente al fine di calcolare le variazioni in aumento o diminuzione.

Si passa poi alla creazione delle grandezze aggregate che serviranno a costruire gli indici. Qui la tecnica utilizzata è piuttosto intuitiva.

L'AI propone di usare la notissima (per chi si è mai cimentato in DAX) funzione CALCULATE() con uno schema ricorrente.

```
// =====
// TOTALI / AGGREGATI (basati su Indice)
// Indici presi dal tuo screenshot:
// 34 Totale Attivo
// 32 Totale Attivo Circolante (C)
// 18 Totale Immobilizzazioni (B)
// 31 Totale disponibilità liquide
// 27 Totale crediti
// 23 Totale rimanenze
// 41 Totale Patrimonio Netto (A)
// 51 Totale Debiti (D)
// =====

MEASURE 'Bilancio'[Totale Attivo] =
    CALCULATE ( [Importo], REMOVEFILTERS ( 'Bilancio' ), 'DatiBilancio'[Indice] = 34 )

MEASURE 'Bilancio'[Attivo Circolante] =
    CALCULATE ( [Importo], REMOVEFILTERS ( 'Bilancio' ), 'DatiBilancio'[Indice] = 32 )

MEASURE 'Bilancio'[Immobilizzazioni] =
    CALCULATE ( [Importo], REMOVEFILTERS ( 'Bilancio' ), 'DatiBilancio'[Indice] = 18 )
```

CALCULATE([Importo], [Codice della voce da isolare])

L'AI aggiunge anche la clausola:

REMOVEFILTERS('Bilancio').

Lasciamo ai più esperti le motivazioni di questa aggiunta, segnalando solo che la misura avrebbe funzionato anche senza ma così è più “robusta” ed è questo un ulteriore segnale del livello raggiunto dall'AI nel coding.

Definite le misure delle grandezze di base, il calcolo degli indici di bilancio si riduce a semplici rapporti scegliendo opportunamente numeratore e denominatore.

```
// =====
// INDICI “early warning”
// =====

// Struttura / Leva
MEASURE 'Bilancio'[Debt Ratio (Debiti/Attivo)] =
    DIVIDE ( [Totale Debiti], [Totale Attivo] )

MEASURE 'Bilancio'[Equity Ratio (PN/Attivo)] =
    DIVIDE ( [Patrimonio Netto], [Totale Attivo] )

MEASURE 'Bilancio'[Debt/Equity (Debiti/PN)] =
    DIVIDE ( [Totale Debiti], [Patrimonio Netto] )

MEASURE 'Bilancio'[Immobilizzazioni/PN] =
    DIVIDE ( [Immobilizzazioni], [Patrimonio Netto] )

// Liquidità (nota: con “Debiti totali” sono proxy; se in futuro aggiungi debiti correnti, sostituisci il denominatore)
MEASURE 'Bilancio'[Capitale Circolante Netto (proxy)] =
    [Attivo Circolante] - [Totale Debiti]
```

Qui accade qualcosa di molto particolare: non solo vengono scelti e calcolati gli indici di bilancio ma, poiché sono disponibili solo i totali e non tutte le voci, l'AI usa un indice “proxy” (ad esempio, calcola il capitale circolante netto

con i debiti totali anziché quelli correnti) e segnala di sostituirli appena possibile.

L'aver visto come si calcolano le grandezze di bilancio ci consente di scrivere, anche in autonomia, la formula delle passività correnti.

D) DEBITI				44	Dettaglio	SP
Debiti verso banche entro	437023	385000	509200	45	Dettaglio	SP
Debiti verso banche oltre	1250000	411523	413300	46	Dettaglio	SP
Debiti verso fornitori	550000	425000	398000	47	Dettaglio	SP
Debiti tributari	250000	52000	48000	48	Dettaglio	SP
Debiti verso istituti previdenziali	128000	28000	26000	49	Dettaglio	SP
Altri debiti	130000	18000	22000	50	Dettaglio	SP
TOTALE DEBITI (D)	2745023	1319523	1416500	51	Totale	SP

Basterà calcolare i debiti oltre l'esercizio (presenti solo per le banche in questo caso) e sottrarli dai debiti totali, creando due nuove misure e aggiornando quelle definite proxy.

```
Modello di aggiornamento: aggiungi nuova misura
MEASURE 'Bilancio'[Totale Debiti a lungo] =
    CALCULATE ( [Importo], REMOVEFILTERS ( 'Bilancio' ), 'DatiBilancio'[Indice] = 46 )

Modello di aggiornamento: aggiungi nuova misura
MEASURE 'Bilancio'[Totale Debiti a breve] =
    [Totale Debiti]-[Totale Debiti a lungo]

// Liquidità (nota: con "Debiti totali" sono proxy; se in futuro aggiungi debiti correnti, sostituisci il denominatore)
Modello di aggiornamento: sovrascrivi misura
MEASURE 'Bilancio'[Capitale Circolante Netto (proxy)] =
    [Attivo Circolante] - [Totale Debiti a breve]
```



BOX DI SINTESI

Le singole voci di bilancio descrivono l'impresa; gli indici ne rivelano gli equilibri. È attraverso le relazioni tra le grandezze e non attraverso i valori assoluti che diventa possibile intercettare per tempo le traiettorie di rischio. La creazione degli indici può essere delegata all'AI, una volta chiariti gli obiettivi di analisi.

Ora che abbiamo le misure, basterà creare tanti grafici a linea quante sono le misure per avere una visione complessiva dell'andamento.

5. LA LETTURA DEL CRUSCOTTO PORTA ALLA DIAGNOSI



La figura restituisce una lettura estremamente chiara e, per certi versi, già sufficiente, dello stato di salute dell'impresa e delle ragioni strutturali della crisi.

Il primo elemento critico emerge dall'**Equity Ratio (PN/Attivo)**. Dopo un leggero miglioramento iniziale, l'indice subisce un crollo netto nell'ultimo periodo, scendendo ben al di sotto della soglia di attenzione (linea tratteggiata). Questo indica un progressivo indebolimento della patrimonializzazione: il capitale proprio non cresce in modo proporzionale agli impieghi e, nell'ultimo esercizio, diventa chiaramente insufficiente a sostenere la struttura dell'attivo. È un segnale tipico delle crisi che maturano "dall'alto", cioè per squilibrio della struttura finanziaria, non per un singolo evento isolato.

Questo segnale viene immediatamente confermato dagli indici di liquidità. Il **Current Ratio** mostra una dinamica inizialmente in crescita, ma poi precipita indicando che l'attivo circolante non è più in grado di coprire i debiti correnti. Il **Quick Ratio**, che esclude le rimanenze, accentua ulteriormente il problema: anche considerando solo liquidità e crediti, la copertura dei debiti è largamente insufficiente.

Infine, l'**indice Immobilizzazioni/Patrimonio Netto** fornisce probabilmente la chiave interpretativa più importante dell'intera figura. L'aumento improvviso e significativo dell'indice indica che le immobilizzazioni superano di molte volte il patrimonio netto, segnalando una copertura degli investimenti strutturali gravemente inadeguata. In termini sostanziali, l'impresa ha immobilizzato risorse senza un adeguato rafforzamento del capitale proprio, scaricando il peso finanziario su debito e liquidità. È una dinamica tipica delle crisi da crescita non sostenuta o da investimenti non accompagnati da capitale.



BOX DI SINTESI

Un singolo indice fuori soglia può essere episodico; la convergenza di più indicatori nella stessa direzione è un segnale strutturale. La diagnosi della crisi non deriva da un numero, ma dalla lettura congiunta e coerente delle dinamiche patrimoniali, finanziarie e di liquidità.

Letti insieme, questi indici raccontano una storia coerente: la crisi non nasce da un improvviso crollo dei risultati economici, ma da un progressivo squilibrio strutturale. Prima si indebolisce la patrimonializzazione, poi si irrigidisce la struttura finanziaria, infine la tensione si manifesta sulla cassa. È esattamente questo tipo di sequenza che un cruscotto di segnali di allerta deve intercettare: non quando la crisi è già conclamata, ma quando le relazioni tra gli indici iniziano a rompersi.

6. DAGLI INDICI ALLO SCORING PER LA DIAGNOSI (PRECOCE)

Come già detto, l'AI ha creato delle misure con uno scoring e alcune "flag" che segnalano quando è necessario prestare attenzione.

```
// SEGNALI (flag) - soglie "da cruscotto" (personalizzabili)
// =====
MEASURE 'Bilancio'[Flag Tensione Liquidita] =
    IF ( [Quick Ratio (proxy)] < 1, 1, 0 )

MEASURE 'Bilancio'[Flag Leva Elevata] =
    IF ( [Debt/Equity (Debiti/PN)] > 2, 1, 0 )

MEASURE 'Bilancio'[Flag PN Debole] =
    IF ( [Equity Ratio (PN/Attivo)] < 0.20, 1, 0 )

MEASURE 'Bilancio'[Flag Debiti in crescita] =
    IF ( [Debiti YoY %] > 0.15, 1, 0 )

MEASURE 'Bilancio'[Flag Liquidita in calo] =
    IF ( [Liquidita YoY %] < -0.15, 1, 0 )

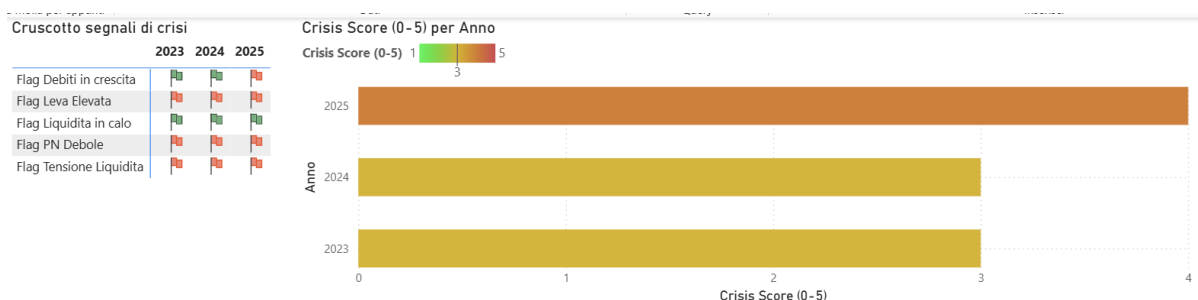
MEASURE 'Bilancio'[Crisis Score (0-5)] =
    [Flag Tensione Liquidita]
    + [Flag Leva Elevata]
    + [Flag PN Debole]
    + [Flag Debiti in crescita]
    + [Flag Liquidita in calo]
```

Si tratta di "misure Dummy" che assumono valore 1 al superamento di determinate soglie, che possono essere personalizzate. Infine, viene anche ipotizzato una sorta di *crisis score* pari alla somma delle 5 "misure flag".

La rappresentazione grafica di queste misure offre uno spunto interessante per parlare di una caratteristica particolare di Power Bi, la formattazione condizionale.

Chi conosce Excel sicuramente ha già sentito parlare e utilizzato tale possibilità, in Power BI il procedimento non è tanto diverso.

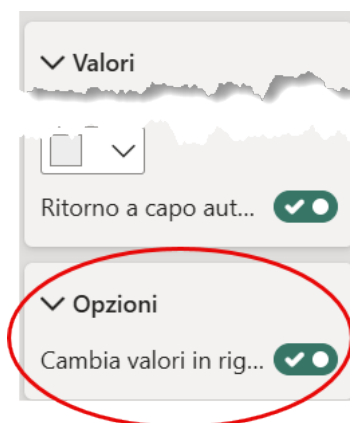
L'obiettivo che ci poniamo è ottenere quanto riportato nella figura che segue.



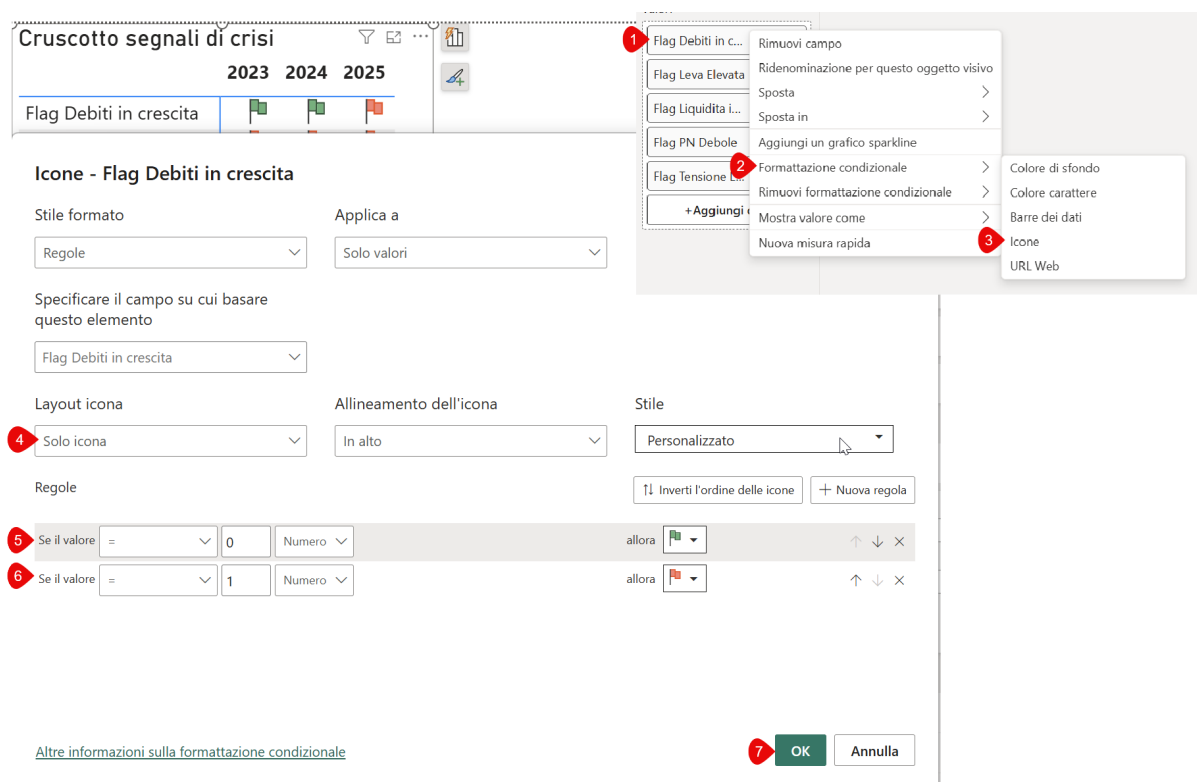
La figura contiene essenzialmente due oggetti visivi: una matrice e un grafico a barre con colorazione condizionale.

Per ottenere la matrice occorre solo un piccolo accorgimento, anzi due.

Il primo è cambiare i valori della matrice in righe utilizzando l'opzione nella scheda Valori.



Il secondo è selezionare la formattazione condizionale per ciascuna delle cinque misure selezionate; basterà scegliere la formattazione a icone e impostare le condizioni come indicato in figura.



Ora non resta che creare un grafico a barre con gli esercizi sull'asse delle y e i valori di Crisis Score (0-5). Per colorare le barre in base al valore possiamo procedere come segue. Clicchiamo due volte sulla barra e dalla scheda barre selezioniamo fx per accedere al pannello di formattazione condizionale che compileremo come di seguito indicato.



BOX DI SINTESI

Gli indici mostrano cosa sta accadendo; lo scoring aiuta a capire dove intervenire prima. Trasformare più segnali in un indicatore sintetico non serve a semplificare la realtà, ma a stabilire un ordine di priorità nell'analisi e nell'azione.

In questo caso una matrice con i valori degli indici nelle righe e un grafico a barre sono degli efficaci segnali visivi di immediata comprensione.

Colore - Categorie

Stile formato
Sfumatura

Specificare il campo su cui basare questo elemento
Crisis Score (0-5)

Specificare il formato dei valori vuoti
Come zero

Minimo
Personalizzato 1

Al centro
Personalizzato 3

Massimo
Personalizzato 5

Aggiungi un colore intermedio

[Altre informazioni sulla formattazione condizionale](#)

Barre

Applicare le impostazioni...

Categorie
Tutte

Colore

Trasparenza (%)

OK Annulla

7. CONCLUSIONE: OGNI PUNTO DI ARRIVO È UNA NUOVA PARTENZA

Se siete arrivati fino a questo punto, potete davvero considerarvi soddisfatti: avete già compiuto un percorso significativo e acquisito una base solida. Naturalmente, più acquisterete dimestichezza con DAX e Power BI, tanto più vi accorgerete di quanto questi strumenti possano diventare potenti alleati nel vostro lavoro quotidiano e come si possa fare ancora di più nella costruzione dei cruscotti di diagnosi. E ricordate, nei momenti di difficoltà, la tecnica “SOS” sarà sempre al vostro fianco: fermatevi, osservate, semplificate. Come dice il famoso detto: quando hai fretta fermati e pensa, arriverai prima...

Il messaggio che deve emergere con maggiore chiarezza è che la diagnosi precoce della crisi non è una questione di formule sofisticate, né di strumenti riservati a pochi specialisti. È, prima di tutto, una questione di metodo. Il cruscotto che abbiamo costruito non nasce da un atto creativo isolato, ma da una sequenza logica di scelte: dati puliti, modello coerente, misure esplicite, indici leggibili e, infine, segnali sintetici. Ogni passaggio poggia sul

precedente e ne eredita la solidità.

L'intelligenza artificiale, utilizzata con criterio, si inserisce in questo processo come fattore abilitante. Power B.AI non sostituisce il giudizio professionale né la comprensione economico-finanziaria dell'impresa, ma riduce drasticamente il tempo necessario per tradurre un'idea di analisi in uno strumento funzionante. Questo consente di spostare l'attenzione dalla scrittura delle formule alla loro interpretazione, dalla tecnica alla sostanza, che resta il vero terreno su cui si gioca il ruolo del professionista.

Il cruscotto di segnali di allerta che emerge da questo lavoro non pretende di fornire risposte definitive né di certificare automaticamente lo stato di crisi. Il suo compito è più sottile e, al tempo stesso, più utile: mettere in evidenza le dinamiche che meritano attenzione, orientare le domande giuste, supportare il dialogo con l'imprenditore e guidare gli approfondimenti successivi. In questo senso, lo scoring e le soglie non sono verdeti, ma strumenti di priorità.



BOX DI SINTESI

Un cruscotto di segnali di allerta non chiude l'analisi, la orienta. Ogni indicatore, ogni score, ogni segnale individuato apre nuove domande e guida gli approfondimenti successivi, trasformando il bilancio da punto di arrivo a strumento permanente di osservazione e decisione.

Un cruscotto di segnali di allerta non chiude l'analisi, la orienta. Ogni indicatore, ogni score, ogni segnale individuato apre nuove domande e guida gli approfondimenti successivi, trasformando il bilancio da punto di arrivo a strumento permanente di osservazione e decisione.

In conclusione, ciò che questo percorso dimostra è che l'analisi preventiva della crisi può essere resa sistematica, replicabile e accessibile senza rinunciare al rigore. Con un modello dati solido, un uso consapevole degli indici e il supporto dell'intelligenza artificiale, **il bilancio smette di essere una fotografia del passato** e diventa parte integrante di un vero sistema di allerta nonché pilastro su cui costruire **l'adeguato assetto**.

È un cambio di prospettiva che non richiede di reinventare il mestiere del commercialista, ma di rafforzarlo, riportando al centro la capacità di leggere per tempo i segnali e di trasformarli in decisioni.

E per cambiare prospettiva al professionista e all'imprenditore temo ci voglia molto più che l'intelligenza artificiale.

Quando il creditore ammesso può intervenire nel giudizio di opposizione



A cura di **Claudia Ferrarese Girardi**

Nel presente contributo si analizzano i contenuti del pronunciamento della Corte di Cassazione Civile, sez. I n. 26630 del 3 ottobre 2025, nel quale la Suprema Corte ribadisce, precisandole, le condizioni necessarie affinché un creditore ammesso allo stato passivo possa intervenire nel giudizio di opposizione promosso contro la procedura da un altro creditore.

1. PREMESSA

Con l'ordinanza in esame, la Corte di Cassazione ha ribadito di quale interesse giuridico un creditore ammesso allo stato passivo deve essere titolare per poter intervenire nel giudizio di opposizione allo stato passivo proposto da un altro creditore.

Il riferimento normativo, risalendo la vicenda al 2018, è all'art. 99 della Legge fall. (in particolare, al comma 8, che disciplina l'intervento di terzi nelle impugnazioni dello stato passivo), oltre che all'art. 105 cod. proc. civ., che disciplina l'intervento volontario del terzo nel processo che si svolge tra altre persone. La formulazione dell'art. 207 CCII, che ha preso il posto dell'art. 99 Legge fall., mantiene sostanzialmente invariata la struttura dei procedimenti di impugnazione contro lo stato passivo, aggiungendo soltanto alcune (opportune) precisazioni sistematiche, e non ha toccato il comma 8 (oggi comma 9 dell'art. 207 CCII), ove è brevemente disciplinato l'intervento volontario; l'istituto, nelle sue caratteristiche generali, è quello disciplinato dalla sopra menzionata disposizione processualcivile.

La pronuncia si pone nel solco di una precedente sentenza (citata anche nell'ordinanza in commento), la n. 8239 del 24 maggio 2012, con la quale la Corte di Cassazione aveva stabilito la necessità di apprezzare in concreto se il creditore già ammesso al passivo fosse titolare di un interesse giuridico, personale, concreto ed attuale alla definizione del giudizio di opposizione promosso da altri. L'affermazione, a sua volta, si collega alla struttura tipica dell'intervento (adesivo dipendente, in questo caso) e al consolidato assunto in virtù del quale, per essere giustificabile la partecipazione in causa di un terzo a sostegno delle ragioni di una delle parti, deve necessariamente sussistere in capo al terzo medesimo un interesse rilevante e, specificamente, un interesse non di mero fatto, bensì giuridicamente qualificato. L'ordinanza del 3 ottobre 2025 approfondisce la tematica e ribadisce il concetto, fornendo ulteriori e interessanti precisazioni.

2. LA VICENDA PROCESSUALE

Il Tribunale di Milano, con decreto del 3 novembre 2018, aveva dichiarato l’inammissibilità degli interventi spiegati da alcuni creditori, con conseguente loro estromissione, nel giudizio di opposizione promosso ex art. 98 e 99 Legge fall. da un altro creditore, escluso dal concorso, contro l’A.S. di una società per azioni, al fine di ottenere l’ammissione al passivo della procedura del proprio (assai ingente) credito, in prededuzione o, in subordine, in privilegio.

Il Tribunale di Milano, a fondamento della propria decisione, aveva considerato che:

- a) la mera condizione di creditore ammesso al passivo non legittima di per sé lo stesso creditore a partecipare al giudizio di opposizione, che si svolge tra un altro creditore e la curatela (nel caso di specie, si trattava del commissario straordinario);
- b) anche nel caso in cui il creditore intervenuto dimostrasse di essere titolare di un interesse personale, concreto e attuale (e, quindi, ulteriore rispetto alla mera posizione di creditore concorrente), egli non potrebbe, comunque, estendere i limiti oggettivi del giudizio di opposizione, ad esempio sollevando eccezioni o producendo documenti diversi e ulteriori rispetto a quelli rassegnati dalla procedura opposta.

Uno dei creditori intervenuti ha proposto ricorso per cassazione contro il predetto provvedimento, ai sensi dell’art. 99, ult. co., Legge fall., argomentando, in sintesi e per quanto qui di rilievo, una violazione e falsa applicazione degli artt. 99, co. 8, Legge fall. e dell’art. 105 c.p.c. nonché un difetto di motivazione del decreto di esclusione, per non essere, *in thesi*, stato idoneamente esaminato il suo concreto interesse a intervenire nel giudizio di opposizione, pur essendo pacifico che la pronuncia sia suscettibile di riflettersi, benché indirettamente, anche su soggetti estranei al giudizio medesimo: ciò, con riferimento sia ai riflessi pregiudizievoli che l’eventuale accoglimento dell’opposizione (e la conseguente ammissione al passivo del consistente credito dell’opponente in prededuzione o in privilegio) avrebbe sui creditori concorrenti, sia alla pendenza di un giudizio di ordinaria cognizione promosso dal creditore opponente contro quello intervenuto e avente ad oggetto questioni di natura risarcitoria strettamente collegate a quelle fondanti la pretesa creditoria dell’opponente verso la procedura (si trattava, in particolare, di un’obbligazione di natura solidale).

Con sentenza resa il 3.10.2025 la prima Sezione Civile della Corte di Cassazione ha rigettato il ricorso, enunciando il seguente principio di diritto: *“Il creditore ammesso allo stato passivo non è, in quanto tale, legittimato a intervenire nel giudizio di opposizione allo stato passivo proposto da altri ma solo se portatore di un interesse giuridico qualificato “aggiuntivo”, che deve essere personale, concreto ed attuale e va valutato caso per caso”.*



BOX DI SINTESI OPERATIVA

La Corte di Cassazione ha rigettato il ricorso promosso dal creditore intervenuto, che era stato estromesso dal giudizio di opposizione promosso da un altro creditore, affermando che di per sé la qualifica di creditore concorrente non comporta un interesse idoneo a legittimare l’intervento adesivo mirato a contrastare la pretesa dell’opponente.

3. IL CONTENUTO DELLA MOTIVAZIONE: CONSIDERAZIONI DI CARATTERE GIURIDICO

La Corte di Cassazione prende le mosse da due precedenti del 2012, ove (seppur al diverso – per certi versi, opposto - fine di valutare la capacità o meno di un creditore ammesso al passivo di testimoniare nel giudizio di opposizione promosso da un altro creditore) si era argomentato nel senso che il creditore già ammesso allo stato passivo può considerarsi legittimato a intervenire nel giudizio di opposizione allo stato passivo promosso da altri solo se titolare di un interesse giuridico, personale, concreto ed attuale alla definizione del predetto giudizio, da apprezzarsi rigorosamente in concreto¹.

La Corte afferma che, in sé e per sé, la condizione di creditore concorsuale, comportante un mero interesse di riflesso alla decisione che sarà assunta in sede di opposizione, non è sufficiente a legittimare l'intervento, essendo necessario dedurre e dimostrare un interesse ulteriore e qualificato. Tale interesse non coincide con il potenziale effetto della decisione sulla posizione del creditore già ammesso e, in particolare, sul suo diritto di partecipazione al concorso (in senso peggiorativo, se in ipotesi l'ammissione dell'opponente incidesse sulla distribuzione dell'attivo, o in senso di condizionamento, se in ipotesi il terzo fosse titolare di una pretesa di ammissione al passivo ancora da accertare o da definire). È, quindi, necessario che l'interveniente rappresenti con precisione *“il reale e immediato pregiudizio aggiuntivo, secondo un giudizio prognostico, che l'eventuale accoglimento dell'opposizione ex art. 98 L.F. può determinare sulla sua sfera giuridica”*, ribadendo che tale pregiudizio *“non coincide con la sola condizione di creditore ammesso allo stato passivo”* e deve avere carattere *“personale e concreto”*; ciò anche in considerazione del fatto che già il curatore (il commissario straordinario, nel caso di specie) partecipa al giudizio di opposizione nell'interesse comune della massa dei creditori. Laddove, al contrario, il ricorrente in cassazione aveva lamentato in primo luogo che l'ammissione in prededuzione dell'ingente credito dell'opponente (oltre tre milioni di euro) avrebbe comportato, per tutti i creditori ammessi, la perdita di ogni speranza di riparto in loro favore.

È stato, inoltre, precisato che l'interesse dell'interveniente correlato alla pendenza di altro giudizio (di cognizione ordinaria) promosso dal creditore opponente contro, appunto, l'interveniente e avente ad oggetto una pretesa risarcitoria per danni ambientali di contenuto analogo a quella svolta nei confronti della società in A.S., coobbligata, è giuridicamente irrilevante, principalmente per il fatto che la decisione resa all'esito dell'opposizione ha efficacia endoconcorsuale. Laddove, invece, il ricorrente in cassazione aveva dedotto il proprio interesse a evitare che, pur in una sede diversa, fosse accertata la responsabilità della coobbligata, temendo i riflessi (in termini, se non tecnico-giuridici, quanto meno *“di persuasione”*) che la eventuale decisione della Corte avrebbe potuto avere sull'esito delle altre cause pendenti.

Per le ragioni che precedono, la Corte di Cassazione ha ritenuto corretta la conclusione del Tribunale di Milano, che aveva stabilito che la ricorrente non avesse titolo per partecipare al giudizio di opposizione allo stato passivo.

Si aggiunge, per completezza, che la Corte non si è espressa in merito alla questione dell'estensione dei limiti oggettivi del giudizio di opposizione ad opera dell'interveniente che, come in questo caso, solleva eccezioni non

¹ *“L'interesse che determina l'incapacità a testimoniare, ai sensi dell'art. 246 cod. proc. civ., è solo l'interesse giuridico, personale, concreto ed attuale, che comporta o una legittimazione principale a proporre l'azione o una legittimazione secondaria a intervenire nel giudizio proposto da altri. Pertanto, attese l'interpretazione restrittiva del divieto di testimoniare, incidente sul diritto di difesa, e la natura dell'opposizione allo stato passivo fallimentare, divenuta giudizio a trattazione singolare con la riforma di cui al d.lgs. n. 169 del 2007, deve escludersi che il creditore ammesso allo stato passivo sia, in quanto tale, incapace di testimoniare nel giudizio di opposizione allo stato passivo promosso da altro creditore, occorrendo viceversa apprezzare in concreto se l'eventuale intervento ex art. 99, comma 8, legge fall., come sostituito dal d.lgs. n. 169 citato, si correli a un interesse giuridico, personale, concreto ed attuale, alla definizione del predetto giudizio”* (Cass. civ., Sez. I, 24.5.2012 n. 8239).

proposte dalla procedura o dimette documenti ulteriori: le relative censure del ricorrente sono state, infatti, ritenute assorbite dalla infondatezza dei primi e principali motivi di ricorso.



BOX DI SINTESI OPERATIVA

Il creditore interveniente deve dedurre e dimostrare un interesse, giuridicamente rilevante, ulteriore e qualificato rispetto alla mera ammissione al passivo nonché personale rispetto a quello di tutti gli altri creditori ammessi.

4. CONCLUSIONI

La pronuncia esaminata non afferma principi innovativi in materia di intervento del terzo nel giudizio tra altre parti ma ha l'indubbio pregio di cristallizzare con chiarezza i presupposti della eventuale legittimazione del creditore, che sia già ammesso al passivo, nel giudizio di opposizione allo stato passivo pendente tra un altro creditore e la procedura, precisando contenuti e perimetro dell'interesse giuridico che la fonda.

Tale legittimazione indubbiamente va apprezzata con cautela e nel caso concreto, sia in considerazione delle regole che presiedono, in generale, la disciplina dell'intervento adesivo dipendente ex art. 105, co. 2, cod. proc. civ., sia per il fatto che le norme concorsuali contemplano, comunque, anche l'impugnazione: ovvero, lo strumento con il quale il creditore può contestare che la domanda di un creditore concorrente sia stata accolta, eventualmente anche all'esito favorevole del giudizio di opposizione da questi proposto.

I principi enunciati dall'ordinanza del 3 ottobre 2025 si devono ritenere validi e applicabili anche alla nuova disciplina prevista dal CCII, in considerazione del fatto che, come anticipato nelle premesse, le norme di riferimento non hanno subito mutamenti sostanziali.

PERIODICITÀ E DISTRIBUZIONE

Rivista on line a cadenza mensile. È prevista la vendita esclusivamente in abbonamento
Eventuali numeri non pervenuti devono essere reclamati via mail al servizio clienti non appena ricevuto il numero successivo.

PREZZO DELL'ABBONAMENTO

Prezzo dell'abbonamento annuale per l'anno 2026: Euro 150 + IVA

DIRETTORE RESPONSABILE

Andrea Meneghello

COMITATO SCIENTIFICO

Federico Alvino

Dottore Commercialista – Professore Università degli Studi di Napoli Parthenope

Franco Baiguera

Dottore Commercialista – Studio F. Baiguera e Peli –
Professore Università degli Studi di Brescia

Luigi Belluzzo

Dottore Commercialista – Belluzzo International Partners –
SDA Bocconi Professor

Claudia Ferrarese Girardi

Avvocato – V. Law Studio Legale

Thomas Ferrari

Dottore Commercialista – Vergallo, Brivio & Associati

Laura Gaburro

Avvocato – Studio Gaburro

Oriana Inserra

Dottore Commercialista – Tron & Associati

Erika Marcianesi

Avvocato – Marcianesi & Associati

Alessandro Mattavelli

Dottore Commercialista – Studio Mattavelli & Associati

Antonio Morello

Avvocato – Legal Capital

Marcello Pollio

Partner Bureau Plattner - Professore Università Magna
Græcia e Università Telematica Pegaso

Cesare Spezia

Dottore Commercialista – Commissione Finanza e Controllo
di Gestione ODCEC Milano

Andrea Vatalaro

Dottore Commercialista – DDP Partners

HANNO COLLABORATO A QUESTO NUMERO

Antonio Capasso, Alfredo Celentano, Claudia Ferrarese Girardi, Laura Gaburro, Oriana Inserra, Erika Marcianesi,
Alessandro Mattavelli, Antonio Morello, Andrea Vatalaro

Chiuso in redazione il 5 marzo 2026

SERVIZIO CLIENTI

Per la redazione/distribuzione/abbonamento/rinnovi:
tel. 02 92872701 - e-mail riviste@professionecommercialista.com

PROGETTO GRAFICA E IMPAGINAZIONE

A Comunicazione Srl – www.acomunicazione.com

Tutti i contenuti della rivista sono soggetti a copyright.

Qualsiasi riproduzione, divulgazione e/o utilizzo anche parziale, non autorizzati espressamente da Namirial S.p.A. sono vietati. Ogni violazione sarà perseguita a norma di legge. Si declina ogni responsabilità per eventuali errori e/o inesattezze relative all'elaborazione dei contenuti presenti nella rivista. Pur garantendo la massima affidabilità dell'opera, Namirial S.p.A. non risponde di danni derivanti dall'uso dei dati e delle informazioni ivi contenute.

© 2026 Namirial S.p.A. - Via Caduti sul Lavoro n. 4, 60019 Senigallia (An) - Italia – Local Business Unit di Trezzano sul Naviglio (MI) - Via Politi 10, Milano, 20090 Trezzano sul Naviglio