

Revisione legale e crisi d'impresa: il caso del Gruppo Stefanel

ALESSANDRO BASSO

Estratto della tesi premiata con Borsa di Studio -Premio Marino Grimani dalla Fondazione dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Venezia

L'intercettazione della crisi secondo il Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza

L'emersione tempestiva delle difficoltà dell'impresa, per evitare che la crisi degeneri in insolvenza irreversibile e al fine di tutelare e conservare i valori aziendali, costituisce la ratio del C.C.I., la quale si basa sull'assunto che la gestione di una situazione di crisi nella sua fase embrionale assicuri una più probabile ed efficace risoluzione della stessa. A tale scopo, i meccanismi previsti dal C.C.I. e vigenti già a partire dal 16 marzo 2019, che costituiscono oggetto del presente paragrafo, sono rappresentati dagli adeguati assetti, di cui all'art. 2086, comma 2, c.c. In questo contesto, la rilevanza del revisore è venuta meno a seguito del D.Lgs. 17 giugno 2022, n. 83, in attuazione della Direttiva 2019/1023/UE (c.d. Direttiva *Insolvency*), il quale ha abrogato il sistema delle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi [...]

Gli adeguati assetti e le relative richieste di azioni correttive in capo al solo organo di controllo societario

[...] Il nuovo art. 3, C.C.I. si conclude con il comma 4, il quale, facendo dimenticare il previgente complesso sistema di indicatori e indici della crisi, introduce i cosiddetti "segnali di allarme", la cui identificazione deve essere consentita, appunto, dagli assetti. In particolare, il disposto della norma è il seguente: "Costituiscono segnali per la previsione di cui al comma 3:

- a) l'esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno trenta giorni pari a oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni;
- b) l'esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno novanta giorni di ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti;
- c) l'esistenza di esposizioni nei confronti delle banche e degli altri intermediari finanziari che siano scadute da più di sessanta giorni o che abbiano superato da almeno sessanta giorni il limite degli affidamenti ottenuti in qualunque forma purché rappresentino complessivamente almeno il cinque per cento del totale delle esposizioni;
- d) l'esistenza di una o più delle esposizioni debitorie previste dall'articolo 25-novies, comma 1".

Le circostanze elencate evidenziano, in linea generale, problemi legati alla disponibilità di liquidità. In particolare, la lettera d) si riferisce alle situazioni debitorie dell'impresa nei confronti dei cosiddetti creditori pubblici qualificati, il cui ruolo verrà di seguito soltanto accennato. Però, in merito a questi "segnali di allarme", ciò che veramente va sottolineato è il cambiamento di funzione rispetto agli indicatori di crisi veri e propri, precedentemente dettati dal vecchio art. 13, C.C.I. Infatti, in questo nuovo scenario, il superamento dei termini e delle soglie non è rilevante in sé stesso, ma in rapporto all'idoneità degli assetti e delle misure a rilevarne l'esistenza. Si tratta quindi di fattori che vanno valutati per la loro adeguatezza ad evidenziare le fattispecie sintomo di crisi, sopra già considerate, ovvero: la non sostenibilità del debito e l'eventuale assenza di prospettive di continuità aziendale.

L'inadeguatezza di tali assetti a prevenire in modo tempestivo le difficoltà dell'impresa non costituisce più causa degli obblighi di segnalazione posti, dalla versione originale del C.C.I., a carico degli organi di controllo societari (sindaco unico o collegio sindacale), del revisore contabile e della società di revisione. Le segnalazioni per l'anticipata emersione della crisi, oltre a provenire dal solo organo di controllo interno come anticipato all'inizio del presente paragrafo, hanno cambiato oggetto. Infatti, l'art. 25-octies, comma 1, C.C.I. prevede il solo obbligo di segnalazione endosocietario all'organo amministrativo in merito alla sussistenza dei presupposti per la presentazione dell'istanza di composizione negoziata della crisi. [...] Infine, l'art. 25-octies,

comma 1, C.C.I. si conclude facendo salvo il dovere di vigilanza a capo del collegio sindacale di cui all'art. 2403, c.c. Ciò significa che la valutazione relativa all'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e al suo concreto funzionamento permane, così come le eventuali richieste di azioni correttive in caso di inidoneità, ma questa verrà svolta solamente dall'organo di controllo societario [...]

Nonostante il venir meno del ruolo del revisore in questo contesto, nel prossimo sottoparagrafo si proseguirà ugualmente alla descrizione dei tre assetti e all'analisi dei relativi parametri che il collegio sindacale deve considerare per esprimersi in merito alla loro adeguatezza. Tale scelta si basa su tre ordini di ragioni:

1. i casi, previsti per le S.p.A. dall'art. 2409-bis c.c. e per le S.r.l. dall'art. 2477 c.c., in cui il soggetto preposto alla revisione legale riveste anche la carica di sindaco;
2. per lo scambio tempestivo delle informazioni rilevanti per l'espletamento dei rispettivi compiti tra il collegio sindacale e i soggetti incaricati della revisione legale dei conti ex art. 2409-septies c.c. Infatti, questo confronto, che avviene prima della chiusura delle operazioni di bilancio e della emissione della relazione di revisione contenente il giudizio, permette la condivisione di eventuali "segnali di allarme" identificati dagli assetti, la cui adeguatezza è stata appunto oggetto di valutazione da parte dell'organo di controllo interno, i quali hanno un impatto notevole su quantità e profondità delle procedure svolte dal revisore;
3. la comprensione dei parametri di giudizio degli assetti possa essere buona prassi anche per il revisore, al fine di capire se questi siano adeguati o meno e quindi decidere se fare affidamento sugli indizi di crisi da loro rilevati per definire le attività di revisione aggiuntive da svolgere, ovvero procedere in maniera autonoma all'identificazione di eventuali difficoltà aziendali che possano portare ad un cambio d'approccio del revisore.

Tecniche basate sui metodi di previsione delle insolvenze aziendali: lo Z-Score di Altman

[...] Infatti, costituendo già l'analisi di bilancio per indici una consuetudine adottata durante l'attività di revisione, si ritiene che l'estensione del controllo atto ad intercettare eventuali difficoltà della società¹⁸⁰ attraverso il calcolo dello Z-Score, possa essere molto utile e poco costosa in termini di risorse e tempo.

In merito alla validità del modello di Altman nel cogliere in maniera anticipata la sussistenza di una crisi aziendale, dai risultati presentati, si ritiene opportuno chiudere proponendo due diversi tipi di approccio per lo svolgimento dell'attività di revisione nella realtà italiana:

- per le società di una determinata dimensione¹, l'affiancamento ai controlli previsti dal principio di revisione internazionale (ISA Italia) n. 570 "Continuità aziendale", alla verifica dell'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e all'analisi di bilancio per indici del calcolo dello Z²-Score;
- per le PMI, l'affiancamento ai meccanismi di rilevazione degli squilibri aziendali già elencati al punto sopra della rivisitazione del modello proposta da P. Bottani, L. Cipriani e F. Serao.

I principi di revisione internazionali (ISA Italia) maggiormente impattati da una situazione di crisi d'impresa

[...] La struttura tipica dei principi di revisione internazionali (ISA Italia) caratterizza anche il n. 265 "Comunicazione delle carenze nel controllo interno ai responsabili delle attività di governance ed alla direzione", al cui

¹Ci si riferisce sempre ad imprese aventi più di duecento dipendenti e obbligate alla redazione del bilancio non abbreviato.

paragrafo 5 si può leggere: “L’obiettivo del revisore è di comunicare in modo appropriato ai responsabili delle attività di governance ed alla direzione le carenze nel controllo interno che ha identificato nel corso della revisione contabile e che, secondo il suo giudizio professionale, sono sufficientemente importanti da meritare di essere portate alla loro attenzione”.

L’importanza del tema in un contesto di squilibrio è già stata evidenziata nel corso del paragrafo 2.2. L’intercettazione della crisi secondo il Codice della crisi di impresa e dell’insolvenza, dove si è visto come, a tale scopo, i meccanismi previsti dal C.C.I. siano rappresentati dagli assetti organizzativi, amministrativi e contabili, la cui valutazione in merito all’adeguatezza, però, non costituisce più un obbligo in capo al revisore a seguito del D.Lgs. n. 83/2022. Nonostante questo, considerando il termine assetto amministrativo nella sua accezione più ampia si è arrivati a determinare che esso attenga anche alla configurazione dei sistemi operativi, tra cui riveste un ruolo pervasivo il sistema di controllo interno, le cui carenze, invece, sono oggetto di verifica nell’attività di revisione. Ciò significa che, anche se parziale, la valutazione dell’adeguatezza degli assetti da parte del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, oltre ad essere utile per i tre ordini di ragioni collocati alla fine del sottoparagrafo 2.2.1, è a tutti gli effetti un dovere imposto da delle norme.

Dalla crisi all’amministrazione straordinaria di Stefanel S.p.A.

Stefanel è stata a lungo uno dei colossi della moda italiana. La sua storia inizia nel 1959, quando, a Ponte di Piave, un piccolo comune della provincia di Treviso in Veneto, Carlo Stefanel avvia la sua attività imprenditoriale nel settore della maglieria con l’inaugurazione del Maglificio Piave. [...] Solo nel 1982 Stefanel diviene ragione sociale, fatto che diede origine alla Stefanel S.r.l., prima, e alla Stefanel S.p.A., dopo. Quest’ultima, nel 1987, si quotò in Borsa.

Gli stadi della crisi e le soluzioni adottate dal Gruppo Stefanel

Già a partire dai primi anni 2000, a causa di una concorrenza estera sempre maggiore, legata ad esempio all’affermazione di colossi come Zara e H&M, Stefanel, ma in generale l’intero modello delle catene di moda italiane, ha iniziato a manifestare i primi sintomi di crisi.

L’equilibrio economico e finanziario del Gruppo risultava compromesso, ma è dal 2007 che anche la Business Unit Stefanel comincia a registrare dei risultati negativi. [...]

Il trend continua, anzi peggiora, nel 2009, periodo amministrativo che si chiude con una perdita consolidata pari a 48,6 milioni di euro. Non solo il risultato finale è negativo ma anche quelli intermedi, nello specifico l’EBITDA è di -34,0 milioni di euro, il che fa accendere una luce rossa in merito al rapporto. Il debito non dovrebbe superare l’EBITDA più di tre volte e mezzo, ma in questo caso la situazione è ancora più grave in quanto, dato l’EBITDA negativo, il valore del quoziente è -4,39. Tutto ciò portò, in data 13 novembre 2009, all’approvazione, da parte del CdA della Società, di un piano industriale e finanziario riferito agli anni 2010-2012 e la cui veridicità e fattibilità economica è stata oggetto di attestazione da parte di un professionista indipendente². Sempre durante tale esercizio, al fine di reperire ulteriori risorse finanziarie, la Società avvia un ampio processo di ristrutturazione interna volto principalmente alla riduzione dei costi operativi, nell’ambito del quale si assiste:

- ad un’attività di razionalizzazione, la quale si esplicita nella chiusura o conversione dei punti vendita non più profittevoli al fine di contenere i costi fissi;
- la chiusura dello stabilimento produttivo di Salgareda (TV) con relativo spostamento delle linee di produzione a Ponte di Piave;
- la centralizzazione dei servizi amministrativi presso la sede legale di Ponte di Piave;
- la conseguente riduzione dell’organico, che, dai 2.735 dipendenti del Gruppo di fine 2008, passa ai 2.195 del 31 dicembre 2009.

L’insieme degli effetti derivanti da tutti questi interventi ha portato a registrare nel 2010 un fatturato di circa 2,5 milioni di euro in più rispetto all’esercizio antecedente e una minore perdita che si attesta sui 35,3 milioni di euro. Sempre sulla base del piano industriale per il periodo 2010-2012 sopramenzionato, il 26 aprile dell’anno in questione viene perfezionato, con le varie banche finanziatrici di cui prima, un accordo di ristrutturazione dei

debiti³. Quest’ultimo, oltre ad avere lo scopo principale di cambiare parzialmente i termini e le condizioni che disciplinano i finanziamenti, anche attraverso il riscadenziamento di alcune rate scadute e in scadenza dei prestiti a medio-lungo termine, stabilisce delle clausole risolutive relativamente a qualsiasi contratto di finanziamento originario e all’accordo di ristrutturazione dei debiti stesso. [...]

Nel 2014, più precisamente il 10 giugno, è stato perfezionato un nuovo accordo di ristrutturazione dei debiti, il quale, come condizioni principali, conteneva:

- la moratoria, fino al 30 giugno 2016, dei rimborsi delle quote capitale dei prestiti a medio-lungo termine;
- la conferma, fino al 31 dicembre 2017, delle linee di finanziamento in corso;
- la verifica, sempre su base semestrale, di alcuni parametri finanziari relativi al bilancio consolidato.

Alla base della sua redazione vi era un piano industriale e finanziario relativo al periodo 2013-2017, con il quale il Gruppo Stefanel si poneva gli obiettivi di raggiungere un EBITDA consolidato e dei flussi di cassa operativi positivi a partire dal 2014 e dei risultati netti consolidati positivi, con un conseguente miglioramento della PFN consolidata, a partire dal 2016. [...]

La situazione peggiora nel corso del 2016, il quale vede una forte contrazione del fatturato, un peggioramento del risultato netto, negativo per 25,3 milioni di euro e, a causa del quarto giro di mancato rimborso, un debito con le banche salito fino a 85,5 milioni di euro. Rileva inoltre che, per la prima volta, si è addirittura arrivati ad un patrimonio netto negativo per 23,7 milioni di euro, aspetto che diede il via alla ricerca di un finanziatore esterno, conclusasi, però, negativamente. Per tali ragioni, la Società Stefanel S.p.A., con ricorso depositato in data 3 novembre 2016, ha proposto domanda di ammissione al cosiddetto concordato preventivo “in bianco” o “con riserva”. Questa particolare formula della più generale procedura concorsuale in esame, quest’ultima oggetto di trattazione nel corso del sottoparagrafo 1.2.3. Gli strumenti per la soluzione della crisi d’impresa, permette di presentare al Tribunale una domanda di concordato preventivo incompleta, che verrà integrata, entro un termine concesso dal giudice e compreso fra 60 e 120 giorni (prorogabile di ulteriori 60 giorni in presenza di giustificati motivi), attraverso la presentazione di una proposta definitiva di concordato preventivo o di una domanda per l’omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti. Nel caso di Stefanel, il Tribunale di Treviso, con decreto depositato in data 7 novembre 2016, ha concesso termine alla Società fino al 6 marzo 2017 per il deposito della proposta, del piano e della relativa documentazione. Successivamente, lo stesso ha prorogato tale termine fino al 5 maggio 2017, a seguito dell’istanza motivata depositata da Stefanel S.p.A. il 28 febbraio 2017. Nonostante ciò, però, la Società non presentò né la proposta né la domanda di omologa, costringendo il Tribunale, in data 30 maggio 2017, a dichiarare inammissibile l’iniziale domanda di ammissione. Si aggiunge che, prima dell’azione di tale soluzione, il CdA della Società approvò, il 29 aprile 2016, un piano industriale per gli anni 2016-2019, oggetto d’esame da parte di un primario advisor industriale, KPMG Advisory S.p.A.⁴

[...] Ulteriori aspetti significativi riconducibili all’esercizio in esame sono:

- in data 23 marzo 2017, la sottoscrizione da parte di alcuni investitori con la Società Capogruppo di un accordo quadro avente ad oggetto la ristrutturazione dell’indebitamento, il rafforzamento patrimoniale ed il rilancio del Gruppo (l’“Operazione”), nell’ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti, allora previsto ai sensi dell’art. 182-bis della Legge Fallimentare;
- l’omologazione di quest’ultimo da parte del Tribunale di Treviso, con sua conseguente pubblicazione nel Registro delle Imprese avvenuta il 3 agosto;
- l’elaborazione del “Piano 2016-2022”, posto alla base di tale accordo di ristrutturazione dei debiti, svolta dal primo dei due potenziali investitori, di seguito menzionati, con il supporto della stessa

³ Si ricorda che il secondo strumento stragiudiziale contenuto nel C.C.I., analizzato nel corso del sottoparagrafo 1.2.3. Gli strumenti per la soluzione della crisi d’impresa, è rappresentato proprio dagli accordi di ristrutturazione dei debiti.

⁴ Bilancio consolidato al 31 dicembre 2015 del Gruppo Stefanel, Relazione sulla gestione, p. 18.

² Si rammenta che il primo strumento stragiudiziale contenuto nel C.C.I., analizzato nel corso del sottoparagrafo 1.2.3. Gli strumenti per la soluzione della crisi d’impresa, è costituito proprio dagli accordi in esecuzione di piani attestati di risanamento.

SEGUE DA PAG 23

Stefanel⁵. Piano che fu successivamente approvato dal CdA della Società in data 20 aprile 2017.

Tutto ciò portò all'entrata di nuovi azionisti, che tra l'altro si era resa necessaria visto anche il deficit patrimoniale registrato al 31 dicembre 2016, nello specifico di due fondi (Oxy Capital Italia S.r.l. e Attestor Capital LLP) che, attraverso un aumento di capitale di 10 milioni di euro, acquisirono il controllo del Gruppo, lasciando alla famiglia Stefanel il 16,4% delle quote. [...] L'andamento negativo caratterizzante anche il successivo 2018 ha portato il CdA della Società a deliberare, nel mese di settembre, l'avvio dello studio di un progetto di riorganizzazione aziendale, che consentisse al Gruppo Stefanel di continuare ad operare in continuità anche nel caso in cui le vendite non avessero consentito di perseguire gli obiettivi del piano in corso. Stabilite le sue linee guida, il 13 dicembre 2018, il CdA ha provveduto ad analizzarle e approvarle. Nella stessa sede, inoltre, con lo scopo di ottenere gli effetti protettivi del patrimonio della Società previsti dalla normativa applicabile a tutela di tutti gli interessi coinvolti, esso ha valutato e deliberato di presentare, entro il 14 dicembre 2018, domanda di ammissione al concordato preventivo "in bianco" o "con riserva"⁶, come già accaduto nel 2016. Proposta tale domanda, con ricorso depositato appunto il 14 dicembre 2018, il Tribunale di Treviso, con decreto pronunciato in data 8 gennaio 2019, ha concesso alla società ricorrente termine fino al 14 aprile 2019 per la presentazione di una proposta definitiva di concordato preventivo, comprendente il piano e tutta la documentazione necessaria, o di una domanda di omologa di un accordo di ristrutturazione dei debiti. [...]

Il piano e la proposta concordataria elaborati dal Gruppo, però, non sono stati accettati dalla maggioranza dei creditori. Tale esito negativo, unito all'assenza di altri interlocutori interessati a supportare la Società nella formalizzazione dell'ipotizzata proposta concordataria e all'impercorribilità di ipotesi autonome di rafforzamento patrimoniale e ristrutturazione dell'indebitamento complessivo, costrinse Stefanel S.p.A. a un doppio deposito:

- in data 12 giugno 2019, presso il Tribunale di Treviso, di un'istanza di rinuncia alla procedura di concordato preventivo, che ha portato la domanda iniziale ad essere dichiarata inammissibile;
- in data 13 giugno 2019, presso il Tribunale di Venezia, di un'istanza per la dichiarazione dello stato di insolvenza della Società, prope-deutica alla prospettata ammissione della stessa alla procedura di amministrazione straordinaria⁷ ai sensi e per gli effetti del D.Lgs. n. 270/1999 (c.d. Legge Prodi bis).

[...] Il Tribunale di Venezia, con sentenza n. 85/2019, pubblicata l'8 luglio 2019, ha dichiarato lo stato di insolvenza della Società Stefanel S.p.A., riconoscendo la sussistenza dei presupposti specifici di cui all'art. 2 del D.Lgs. n. 270/1999. In particolare:

- la Società occupava un numero di lavoratori subordinati, compresi quelli ammessi al trattamento di integrazione dei guadagni, non inferiore a duecento da almeno un anno (nello specifico, i dipendenti occupati erano 218);
- la stessa era caratterizzata da un indebitamento complessivo al 30 aprile 2019 pari a 132.248.434,66 euro, un ammontare non inferiore ai due terzi del totale sia dell'attivo dello stato patrimoniale, pari a 100.145.484,34 euro, sia dei ricavi provenienti dalle vendite e dalle prestazioni del periodo, che ammontava a 14.246.624,65 euro.

[...] Il commissario giudiziale, l'Avv. Raffaele Cappiello, in data 8 agosto 2019, depositò la sua relazione in Cancelleria, concludendo sulla sussistenza di concrete prospettive per un esercizio dell'impresa in amministrazione straordinaria volto al recupero dell'equilibrio economico attraverso un programma di cessione, considerati i valori dei principali *asset* della Società e la presenza di precedenti manifestazioni di interesse. Ciò diede il via libera all'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria

della Società Stefanel S.p.A., la quale avvenne con decreto del 12 settembre 2019 del Tribunale di Venezia.

[...] Il contenuto della relazione del commissario straordinario anticipò che egli avrebbe optato per una procedura di cessione del Compendio aziendale Stefanel. Le condizioni e i termini di quest'ultima, insieme alle condizioni per la presentazione delle manifestazioni di interesse, allo svolgimento della *due diligence*, alla presentazione delle offerte vincolanti da parte dei potenziali acquirenti, ai criteri di selezione delle offerte vincolanti, alla conclusione del contratto di cessione e al perfezionamento dell'operazione di trasferimento del Compendio aziendale Stefanel con la stipula del relativo atto definitivo di vendita, costituivano oggetto del Disciplinare della procedura di cessione del Compendio aziendale, il cui contenuto viene di seguito analizzato.

In *primis* definisce la composizione del Compendio aziendale Stefanel, il quale comprende due business unit, trasferibili anche separatamente, che vengono così descritte:

- la Business Unit Stefanel, che rappresenta il nucleo centrale della Società e che possiede quattro *asset* principali:
 - i. i marchi Stefanel;
 - ii. l'immobile, di proprietà, in cui Stefanel ha la propria sede sociale, sita a Ponte di Piave, ove viene esercitata attività di carattere amministrativo, tecnico/organizzativo e commerciale;
 - iii. la rete degli oltre trenta punti vendita locati in Italia;
 - iv. talune partecipazioni in società controllate estere (Stefanel De Portugal Unipessoal LDA, Stefanel Romania S.r.l. e Stefanel Polonia Sp.zo.o);
- la Business Unit Interfashion, i cui *asset* sono costituiti dalle partecipazioni:
 - i. del 100% in Interfashion S.p.A., con sede a Rimini, la quale produce e distribuisce, su licenza, capi di abbigliamento a marchio HIGH e detiene, a sua volta, le quote totalitarie di due omonime società con sede in Germania e in Francia;
 - ii. del 65% in HI - INT S.A., società con sede in Lussemburgo, che detiene il sopraccitato marchio.

In *secundis*, il Disciplinare impone dei requisiti che i soggetti interessati dovevano possedere, stabilendo inoltre che questi potevano far pervenire la propria manifestazione di interesse non vincolante entro il 1° luglio 2020. A coloro che avessero correttamente formulato la manifestazione di interesse, veniva consentito lo svolgimento della *due diligence* tramite l'ingresso a una virtual data room, che poteva avvenire tra il 6 luglio e il 28 agosto 2020. Successivamente, ai soggetti ammessi veniva data la possibilità di formulare un'offerta vincolante, la quale doveva essere presentata entro e non oltre le ore 18.00 del 4 settembre 2020. A questo punto il commissario straordinario, con l'assistenza dell'*advisor*, procedeva alla valutazione delle offerte, portando, previa autorizzazione da parte del MISE e parere del comitato di sorveglianza, all'invio di un'apposita comunicazione scritta all'offerente che fosse risultato aggiudicatario della procedura di cessione.

Di fatto, quindi, il Compendio aziendale Stefanel fu messo all'asta dal commissario straordinario, l'Avv. Raffaele Cappiello, soluzione che portò lo stesso, insieme al Notaio Francesco Balletta, in data 15 settembre 2020, all'apertura delle buste contenenti le offerte vincolanti depositate il giorno precedente. Da questa pervennero due offerte vincolanti, una avente ad oggetto entrambe le business unit e l'altra la sola Business Unit Stefanel. L'esito del loro esame e della loro valutazione, però, portò il commissario straordinario ad annunciare, con comunicato del 27 ottobre 2020, la non conformità ai requisiti previsti nel Disciplinare e l'inidoneità a soddisfare gli obiettivi perseguiti dall'amministrazione straordinaria di ambedue le offerte. Ciò causò l'impossibilità di procedere all'aggiudicazione della procedura competitiva finalizzata alla vendita del Compendio aziendale, costringendo la prosecuzione dell'amministrazione straordinaria di Stefanel con le attività dirette a conseguire l'obiettivo della cessione del Compendio aziendale, mediante trattative con tutti i soggetti potenzialmente interessati. A tal fine, in data 13 novembre 2020, il commissario straordinario pubblicò un nuovo invito a manifestare interesse per gli *asset* della Società, mediante procedura negoziata di rapida definizione tenuto conto della situazione economico-finanziaria in cui essa versava.

Tutto questo portò, in data 16 dicembre 2020, alla presentazione di un'offerta vincolante, volta all'acquisizione di alcuni *asset* appartenenti alla sola Business Unit Stefanel, da parte di OVS S.p.A. Tale offerta non fu l'unica, ma risultava migliore rispetto a quella della cordata composta da Luigi Rossi Luciani, di Carel Industries S.p.A., e Alberto Vacchi, di IMA S.p.A. Nello specifico, stabiliva la volontà di rilevare il marchio Stefanel e 23 punti

⁵ Bilancio consolidato al 31 dicembre 2016 del Gruppo Stefanel, Relazione sulla gestione, p. 34.

⁶ Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Stefanel S.p.A., 13 dicembre 2018, pp. 11-12.

⁷ Si ricorda che il secondo strumento giudiziale, non contenuto nel C.C.I. ma comunque analizzato nel corso del sottoparagrafo 1.2.3. Gli strumenti per la soluzione della crisi d'impresa, è costituito proprio dall'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza.

vendita, dei 27 rimasti, con lo scopo di arricchire il proprio portafoglio con un *brand* caratterizzato da una storia e un posizionamento molto diversi da OVS, raggiungendo così altri consumatori. Inoltre, per la tutela del livello occupazionale richiesta, l'offerta prevedeva l'assorbimento dei dipendenti relativi sia ai negozi rilevati, sia agli uffici di Milano e di Ponte di Piave, per lo più dedicati allo sviluppo del prodotto.

Infine, la procedura negoziata si è conclusa, previa autorizzazione del MISE avvenuta il 7 gennaio 2021, con la cessione della Business Unit Stefanel per 3,2 milioni di euro, perfezionata con contratto sottoscritto in data 1° marzo 2021 dal commissario straordinario e la Società OVS S.p.A. Nel comunicato del 3 marzo 2021, l'Avv. Raffaele Cappiello rese noto che l'amministrazione straordinaria sarebbe proseguita unicamente al fine di liquidare gli *asset* residui ricompresi nel Compendio aziendale, costituiti segnatamente dalla Business Unit Interfashion e dall'immobile sito a Ponte di Piave. Proprio a seguito della cessione della Business Unit Stefanel quale complesso aziendale della Stefanel S.p.A., in data 28 maggio 2021, il Tribunale di Venezia ha dichiarato cessata l'attività d'impresa ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 73 del D.Lgs. n. 270/1999 della società Stefanel S.p.A. in Amministrazione Straordinaria.

Il cambiamento del giudizio contenuto nelle relazioni di revisione all'evolversi della crisi del Gruppo Stefanel

[...] La prima relazione di revisione oggetto d'esame è quella relativa al bilancio chiuso al 31 dicembre 2014. Si ricorda come tale esercizio aveva visto il perfezionamento di un accordo di ristrutturazione dei debiti, alla cui base vi era un piano industriale e finanziario relativo al periodo 2013-2017. Inoltre, a fronte della copertura delle perdite accumulate alla fine dell'anno, il capitale sociale risultava diminuito di oltre un terzo, configurando l'obbligo per gli amministratori di convocare senza indugio l'assemblea straordinaria, che deliberò un aumento di capitale. Oltre a quest'ultimo aspetto, la relazione conteneva un giudizio positivo con richiamo di informativa in merito alla presenza di rilevanti incertezze che avrebbero potuto comportare dubbi significativi sulla continuità aziendale. Queste, anche secondo quanto si può leggere dal paragrafo intitolato "Continuità aziendale" della relazione sulla gestione, erano connesse alla sola capacità del Gruppo di realizzare le previsioni economico-finanziarie del piano, le quali erano caratterizzate da un oggettivo livello di aleatorietà insito nei dati di natura previsionale relativi ad accadimenti futuri.

Il 2015, invece, nonostante si fosse concluso con una perdita dello stesso ammontare dell'esercizio precedente, vide un ulteriore peggioramento della PFN e un'altra riduzione del patrimonio netto, il quale, specifica il Dott. Graziani, rimaneva positivo ma era probabilmente sovrastimato, anche se in maniera contenuta, dall'iscrizione di un *tax asset*⁸, la cui recuperabilità era dubbia dato che trovava fondamento sul nuovo piano industriale relativo al quinquennio 2016-2019 approvato dagli amministratori. Quest'ultimo costituiva l'elemento alla base della richiesta che la Società aveva indirizzato al ceto bancario, volta alla concessione di un periodo di *standstill* e moratoria, oltre che all'erogazione di nuova finanza. Tutto ciò portò la società di revisione a dichiarare l'impossibilità di esprimere un giudizio, conclusione molto rara che, come si è evidenziato nel corso del sottoparagrafo dedicato al principio di revisione internazionale (ISA Italia) n. 570 "Continuità aziendale", si realizza se le incertezze significative sono molteplici. Ciò avviene quando il revisore ritiene fortemente opinabili i presupposti sui quali si sono fondate le valutazioni operate dalla direzione, circostanza che coincide esattamente con quella del Gruppo Stefanel dato che gli stessi amministratori, nella relazione sulla gestione, si esprimono

sulla sussistenza di rilevanti incertezze che avrebbero potuto comportare dubbi significativi sulla continuità aziendale, connesse:

1. alla definizione di un'operazione di rafforzamento patrimoniale, dato che era possibile l'ingresso di un nuovo investitore con cui erano state avviate delle trattative ma non si sapeva se queste si sarebbero perfezionate vista la poca attrattività della Società. Sicuramente, invece, la proprietà non era più in grado di iniettare nuovo capitale;
2. alla risposta alla manovra finanziaria richiesta alle banche nell'ambito di un nuovo accordo di ristrutturazione dell'indebitamento, considerando l'inasprimento dei rapporti con gli istituti di credito causato da tutti gli eventi sopracitati;
3. alla capacità del Gruppo di realizzare le previsioni economico-finanziarie contenute nel business plan.

[...] Invece, in merito alla differenza che, in un contesto di crisi aziendale, porta il revisore a concludere con un giudizio negativo, indipendentemente dall'adeguatezza o meno dell'eventuale informativa fornita in bilancio, anziché con la dichiarazione dell'impossibilità di esprimere un giudizio, come avvenuto per Stefanel, il Dott. Graziani conferma quanto previsto dal principio di revisione internazionale (ISA Italia) n. 570 "Continuità aziendale", dicendo che questa coincide con l'inappropriatezza del principio della continuità aziendale con cui il bilancio è stato predisposto dalla direzione, dato l'impresa non è più in grado di continuare la propria attività come un'entità in funzionamento. Ciò accade, a parere del responsabile della revisione, qualora, oltre a un forte indebitamento e alla poca attrattività dell'azienda nei confronti di nuovi investitori, si aggiunge una situazione di deficit patrimoniale costante e un piano di risanamento completamente fasullo, che si fonda su assunzioni totalmente non coerenti.

[...] in data 28 aprile 2017, la società di revisione dichiarò l'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio chiuso al 31 dicembre 2016 sottolineando che il presupposto della continuità aziendale, e quindi della capacità di realizzare le attività e onorare le passività nel normale corso della gestione, era soggetto a molteplici incertezze significative connesse in particolare alla capacità del Gruppo di realizzare le previsioni economico-finanziarie contenute nel "Piano 2016-2022" e al superamento delle condizioni sospensive che caratterizzavano il perfezionamento dell'"Operazione" di cui all'accordo quadro del 23 marzo 2017, tra cui vi erano:

- i. la definitiva approvazione dell'"Operazione";
- ii. l'attestazione in merito a veridicità dei dati aziendali e fattibilità economica da parte di un professionista indipendente del "Piano 2016-2022" e l'idoneità dello stesso ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei all'accordo;
- iii. l'omologa dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, previo l'effettivo deposito della relativa istanza entro i termini stabiliti dal Tribunale di Treviso che aveva ammesso la Società Capogruppo al concordato preventivo "in bianco" o "con riserva".

Tali incertezze significative, comunque, erano state correttamente descritte dagli amministratori in appositi paragrafi di nota illustrativa e relazione sulla gestione.

Infine, nell'ultima relazione di revisione analizzata nel presente lavoro di tesi, quella riferita al bilancio chiuso il 31 dicembre 2017, la società di revisione torna ad esprimersi con un giudizio positivo, a cui, come per la relazione relativa all'esercizio 2014, aggiunge un richiamo di informativa in merito alla presenza di rilevanti incertezze che avrebbero potuto comportare dubbi significativi sulla continuità aziendale. Tale ripristino è stato possibile grazie al completamento, realizzato dalla Capogruppo Stefanel S.p.A., della complessa operazione di ristrutturazione finanziaria e rafforzamento patrimoniale che, come si è detto nel precedente sottoparagrafo, ha visto concretizzarsi l'ingresso dei due fondi Oxy Capital Italia S.r.l. e Attestor Capital LLP, i quali hanno apportato nuovo capitale. Superate le condizioni sospensive che caratterizzavano il perfezionamento dell'"Operazione" di cui all'accordo quadro del 23 marzo 2017, l'unica incertezza significativa, anche secondo quanto si può leggere dal paragrafo intitolato "Continuità aziendale" della relazione sulla gestione, era connessa alla capacità del Gruppo di realizzare le previsioni economico-finanziarie contenute nel "Piano 2016-2022", le quali erano caratterizzate da un oggettivo livello di aleatorietà insito nei dati di natura previsionale basati su accadimenti futuri.

⁸ Con il termine *tax asset* ci si riferisce alle attività fiscali differite, o attività per imposte anticipate nei principi contabili nazionali dell'OIC, le quali, possono derivare anche dal riporto a nuovo delle perdite fiscali, meccanismo che vede la diminuzione del reddito imponibile di esercizi futuri con le imposte relative alle perdite precedenti in base a quanto previsto dalle norme tributarie. Dato che Stefanel S.p.A. adottava i principi contabili internazionali IFRS (*International Financial Reporting Standards*), emessi dallo IASB, il riferimento è al paragrafo 35 dello IAS n. 12, il quale stabilisce che l'entità rileva un'attività fiscale differita derivante da perdite fiscali solo nella misura in cui esistano evidenze convincenti che sarà disponibile un reddito imponibile sufficiente a fronte del quale potranno essere utilizzate le perdite fiscali. Seguendo tale principio, il bilancio consolidato del Gruppo Stefanel vedeva l'iscrizione tra le attività non correnti di un *tax asset* rilevato in base ai futuri redditi imponibili che, secondo quanto contenuto nei vari piani industriali, si prevedeva di conseguire. Però, dall'incertezza collegata alla loro effettiva realizzazione derivava anche la dubbia recuperabilità della posta attiva di bilancio.

SEGUE DA PAG 25

Gli indicatori di crisi del principio di revisione internazionale (ISA Italia) n. 570 "Continuità aziendale", l'analisi di bilancio per indici e lo Z-Score di Altman

[...] Infine, l'ultimo meccanismo di rilevazione delle difficoltà aziendali applicato coincide con il modello Z-Score di Altman. Nello specifico, data la tipologia di società selezionate, tutte caratterizzate da grandi dimensioni, da un numero elevato di addetti ma soprattutto dalla possibilità di essere sottoposte ad amministrazione straordinaria, è stata utilizzata la seconda rivisitazione del modello, realizzata, nel 1955, dall'autore in collaborazione con gli studiosi Hartzell e Peck: lo "Z"-Score. A supporto di tale scelta si ricordano le evidenze dello studio svolto, nel 2012, da Altman stesso insieme ad A. Danovi e A. Falini, nell'ambito del quale il modello è stato applicato ad una popolazione composta da imprese appartenenti al settore manifatturiero e assoggettate, nel decennio 2000-2010, alla procedura di amministrazione straordinaria. Quindi, dato che si è detto come anche Stefanel S.p.A. sia stata ammessa alla medesima procedura e visti gli incoraggianti risultati ottenuti in tale contesto dalla seconda rivisitazione del modello, si è optato, appunto, per l'applicazione dello "Z"-Score. I punteggi ottenuti vengono di seguito riportati (Tabella 4.14).

Tabella 4.14. Valori dello "Z"-Score di Altman delle società analizzate nel periodo 2012-2017.

Società	Z"-Score di Altman					
	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Gruppo Stefanel	4,78	-1,36	0,69	3,13	1,06	3,26
Benetton Group S.r.l.	4,61	5,83	5,65	6,36	3,95	5,95
Diesel S.p.A.	8,75	9,10	9,77	12,02	11,26	11,46
Gruppo Moncler	8,97	8,18	7,43	6,75	5,86	4,81

Innanzitutto, per una corretta interpretazione dei dati, si rammenta che la *grey area* (o zona di incertezza) di questa versione del modello vede come valore iniziale 4,75, al di sotto del quale l'impresa viene considerata insolvente, e come punto terminale 5,85, al di sopra del quale la società è, invece, giudicata sana (i punteggi blu sono quelli compresi in questo intervallo). [...] Concentrandosi sul Gruppo Stefanel, invece, questo viene collocato, nel 2017, all'interno della *grey area*. È il caso di notare, però, che il punteggio ottenuto è molto vicino a 4,75, valore al di sotto del quale l'impresa viene considerata insolvente, e soprattutto che questo è stato raggiunto in un anno che ha visto un temporaneo miglioramento della situazione grazie all'ingresso di nuovi azionisti. Infatti, si evince come il Gruppo Stefanel venga correttamente classificato insolvente già a partire dal 2012, confermando il percorso evolutivo della sua crisi, sfociata per l'appunto con la dichiarazione di insolvenza, rilasciata nel 2019 dal Tribunale di Venezia.

Alla luce dei risultati ottenuti, ci si può esprimere positivamente in merito alla validità del modello elaborato dal Prof. Edward I. Altman nel cogliere in maniera anticipata la sussistenza di una crisi aziendale. Di conseguenza, l'obiettivo del presente lavoro di tesi di ampliare ulteriormente il suo contesto di applicazione, inserendolo nell'attività di revisione legale dei conti, si può considerare percorribile.

È necessario però ricordare, che le modalità per farlo sono due e coincidono con gli altrettanti approcci per lo svolgimento dell'attività di revisione proposti, alla fine del secondo capitolo, per la realtà italiana:

- per le società di una determinata dimensione⁹, l'affiancamento ai controlli previsti dal principio di revisione internazionale (ISA Italia) n. 570 "Continuità aziendale", alla verifica dell'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e all'analisi di bilancio per indici del calcolo dello "Z"-Score;
- per le PMI, l'affiancamento ai meccanismi di rilevazione degli squilibri aziendali già elencati al punto sopra della rivisitazione del modello proposta da P. Bottani, L. Cipriani e F. Serao.

Infine, si ribadisce che l'utilizzo del modello nelle sue varie versioni, in ottica integrativa e assolutamente non sostitutiva, ha lo scopo finale di favorire una miglior comprensione dell'entità di eventuali difficoltà di un'impresa, con la finalità, per il revisore, di definire al meglio la quantità e la profondità delle procedure da svolgere.

Le simple analytical procedures (APs) e l'M-Score di Beneish

Nel corso del presente lavoro di tesi, si è sottolineato come la capacità accertativa tipica degli indici di bilancio e quella predittiva del modello di Altman, appena verificate, dipenda però, in gran parte, anche dalla "qualità" dei bilanci, la cui alterazione, si è più volte detto, viene incoraggiata soprattutto in situazioni di crisi aziendale. Per tale ragione, in quest'ultimo sottoparagrafo, si testerà anche la validità dei metodi di individuazione delle azioni di *earnings manipulation*.

[...] Il secondo metodo di individuazione delle azioni di *earnings manipulation* è costituito dal modello di Beneish, che si esplicita in una formula di regressione statistica, la quale, grazie ad una combinazione di coefficienti ed indici, fornisce un risultato, il cosiddetto M-Score, il cui valore indica la probabilità di un falso in bilancio. In particolare, la versione che è stata applicata alle società analizzate è quella proposta da F. Giunta, L. Bini e F. Dainelli in un approfondimento pubblicato sul fascicolo n. 2 di marzo-aprile 2014 della rivista bimestrale *Controllo di Gestione*, edito da Wolters Kluwer Italia S.r.l. e intitolato "Verifica della base informativa per l'analisi di bilancio: le azioni di manipolazione contabile", che ben si adatta al contesto italiano. Tale rivisitazione è caratterizzata da cinque variabili, a differenza delle otto previste per il calcolo dell'M-Score originale. Nello specifico, mentre l'indice SGAI non è stato proprio preso in considerazione, durante la definizione dei coefficienti di ponderazione gli autori hanno scartando due indicatori, in particolare SGI e TATA, in quanto hanno notato che era possibile semplificare il modello senza tuttavia indebolirlo. Da questo processo ne derivò la formula del *Manipulation Score* (indicato dagli autori con la sola lettera M) riportata al sottoparagrafo 3.2.2 e applicata ai dati di bilancio delle quattro società analizzate (Tabella 4.18).

Tabella 4.18. Valori del *Manipulation Score* di Giunta, Bini e Dainelli delle società analizzate nel periodo 2013-2017.

Società	Manipulation Score di Giunta, Bini e Dainelli				
	2017	2016	2015	2014	2013
Gruppo Stefanel	-4,84	-4,52	-4,24	-4,43	-4,40
Benetton Group S.r.l.	-4,53	-4,43	-4,48	-4,54	-4,85
Diesel S.p.A.	-4,38	-4,33	-4,33	-4,83	-3,62
Gruppo Moncler	-4,60	-4,63	-4,67	-4,64	-4,75

Innanzitutto, per una corretta interpretazione dei risultati, si rammenta che il punto di *cut-off* di questa versione del modello vede come suo valore -4,14. Ciò implica che è prudente considerare alterati i bilanci delle aziende che ottengono un punteggio superiore alla soglia, in quanto sintomo di elevata probabilità di manipolazione. La buona capacità discriminante dimostrata con il campione costruito dagli autori sembra essere confermata dai punteggi ottenuti dall'analisi empirica realizzata sulle quattro società appartenenti al settore dell'abbigliamento.

Infatti, per quest'ultime non sono mai state denunciate manipolazioni di bilancio, Gruppo Stefanel compreso, nonostante la situazione di crisi in cui versava poteva indurre gli amministratori all'alterazione dei dati. È facilmente intuibile come il -3,62 di Diesel S.p.A. nel 2013 costituisca un falso positivo.

Alla luce dei risultati ottenuti, ci si può esprimere positivamente anche in merito alla validità del modello promosso da Messod D. Beneish, in particolare di quello rivisitato da F. Giunta, L. Bini e F. Dainelli, nell'individuare eventuali falsi in bilancio. Di conseguenza, l'obiettivo dell'elaborato di ampliare ulteriormente il suo contesto di applicazione, inserendolo nell'attività di revisione legale dei conti, si può considerare percorribile, ribadendo che assumerebbe il ruolo di strumento integrativo e non sostitutivo rispetto alle procedure già previste dal principio di revisione internazionale (ISA Italia) n. 240 "Le responsabilità del revisore relativamente alle frodi nella revisione contabile del bilancio", con lo scopo comune di individuare eventuali frodi contabili realizzate dall'azienda revisionata per meglio definire quantità e profondità delle procedure da svolgere.

⁹ Ci si riferisce sempre ad imprese aventi più di duecento dipendenti e obbligate alla redazione del bilancio non abbreviato.