

FINANZA AZIENDALE E CORPORATE RESTRUCTURING

1. L'equilibrio economico e finanziario dell'impresa
- 2. Crisi dell'impresa e soluzioni stragiudiziali e giudiziali**
3. Ristrutturazione del debito e piani di risanamento
4. Le operazioni di gestione straordinaria (conferimento, fusione, scissione, affitto d'azienda)
5. La valutazione delle aziende
6. Valutazione e valorizzazione della proprietà industriale
7. Il Project Financing

•M.RUTIGLIANO, Eccessivo squilibrio e ragionevolezza del conferimento nella disciplina dell'art.2467 c.c. La prospettiva della Finanza d'azienda, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n.1/2011

•**M.RUTIGLIANO (a cura di), Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione del debito, Giuffrè, Milano, 2010**

•M.RUTIGLIANO, Equilibri tecnico-finanziari nell'aumento di capitale per conferimenti in natura, parere preventivo del collegio sindacale (o della società di revisione) e controllo successivo delle valutazioni peritali, in “Rivista dei Dottori Commercialisti”, n.5, 2001

•M.RUTIGLIANO, L.FACCINCANI, La stima del “congruo” canone nell'affitto di azienda. Una diversa prospettiva di analisi, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», (in corso di stampa)

•M.RUTIGLIANO, Valutazione della proprietà industriale, costo del capitale e merito di credito, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n. 3/2010

•M.RUTIGLIANO, L.FACCINCANI, Project Finance nel Partenariato Pubblico-Privato e valutazione del Piano Economico-Finanziario, dattiloscritto, 2011

•A.DAMODARAN, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence

CRISI DELL'IMPRESA E SOLUZIONI STRAGIUDIZIALI

OBIETTIVI:

- Analizzare le principali cause delle crisi
- Illustrare le soluzioni stragiudiziali e il ruolo delle banche
- Analizzare gli istituti giuridici della riforma della LF volti a favorire una ristrutturazione finanziaria e un risanamento dell'azienda
- Esaminare un caso concreto di ristrutturazione finanziaria

- Tipologia delle crisi d'impresa
- Soluzioni stragiudiziali e giudiziali alla crisi: un confronto dei pro e dei contro
- Le soluzioni stragiudiziali: ristrutturazione dell'attivo e ristrutturazione del passivo

Tipologia delle crisi aziendali

- ***Gli stadi di incubazione della crisi:***

Squilibri/inefficienze

Emersione di perdite e progressiva
erosione dei capitali propri

Insolvenza

L'effetto finale è la carenza di cassa con la quale far fronte agli impegni

Tipologia delle crisi aziendali

analisi della crisi

- Fattori soggettivi
- Fattori oggettivi

- *I fattori soggettivi:*

Responsabilità della proprietà

.... del management

..... dei finanziatori

Tipologia delle crisi aziendali

Gli approcci all'analisi della crisi

- ***Fattori oggettivi /1***

1. *Crisi da inefficienza* (se l'efficienza è bassa, si ha un differenziale di costo rispetto ai concorrenti)

2. *Crisi da sovracapacità/rigidità*

crollo della domanda per crisi di settore, per perdita di quota di mercato rispetto ai concorrenti, predisposizione di investimenti in previsione (non verificatasi) di crescita della domanda, prezzi amministrati non rivisti

Tipologia delle crisi aziendali

Gli approcci all'analisi della crisi

- *Fattori oggettivi /2*

3. Crisi da decadimento prodotti

(assottigliamento del margine di contribuzione e mancata copertura dei costi fissi)

4. Crisi da mancanza di programmazione/innovazione (impresa non proattiva, mancanza di programmazione degli obiettivi e delle risorse)

Tipologia delle crisi aziendali

Gli approcci all'analisi della crisi

- *Fattori oggettivi /3*

5. Crisi finanziaria (in realtà è un effetto e raramente una causa; è la più visibile di tutte le precedenti)

la dimensione finanziaria (c'è squilibrio tra entrate e uscite monetarie)

la dimensione patrimoniale (le perdite erodono il capitale e consegue l'insolvenza dell'impresa)

QUADRO DI SINTESI

Congiuntura Economica e impatto sulle imprese

La crisi economica, con le attuali dimensioni, **impatta sulle imprese sia direttamente** incidendo sui mercati di approvvigionamento e di vendita delle materie prime e dei prodotti, **sia indirettamente** accentuando i fattori di debolezza già presenti nelle aziende

Impatto Indiretto

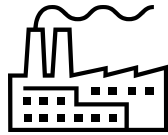
Impatto Diretto

- **Minori Ordini** sia sul Mercato Interno sia sui mercati Internazionali
- **Minore fiducia nel sistema** da parte di Investitori e Consumatori
- **Condizioni più restrittive** nel mercato del Credito e della Finanza

Accentuazione delle possibili debolezze presenti in azienda ed in particolare riguardo:

- **Situazione Finanziaria**
 - ✓ debole capitalizzazione (PMI)
 - ✓ forte leva finanziaria (nel mercato Corporate)
 - ✓ eccessivi bisogni di finanziamento a breve dovuti a ciclo commerciale penalizzante e ad un limitato potere di mercato nei confronti di fornitori e clienti
 - ✓ eccessivo utilizzo della leva finanziaria ora difficoltà a seguito riduzione MOL.
- **Strategie gestionali**
 - ✓ Adozione di scelte strategiche che non trovano concreta realizzazione
 - ✓ Management in molti casi impreparato alla gestione della crisi
- **Prodotto & concorrenza**
 - ✓ Debole innovazione di prodotto
 - ✓ Mancata specializzazione nella qualità e nelle produzioni a maggiore valore aggiunto
 - ✓ Reazione incerta alle nuove condizioni di un mercato più competitivo e aggressivo nelle attribuzione delle risorse, nella qualità e nelle condizioni di vendita del prodotto.

Attività di Restructuring

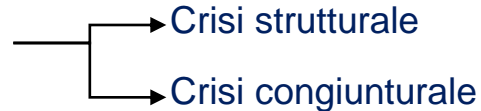


Impresa in fase di criticità economica

Restructuring Activity

■ Identificazione delle cause della crisi

Verifica possibilità di soluzione



■ Comprensione di ipotesi di risoluzione

Restructuring

■ Approccio di accompagnamento/sostegno all'Impresa in termini:

• Finanziari

- Strategici (Riposizionamento sul Mkt)
- Manageriali
- Organizzativi

• Implementazione Piano di Restructuring finanziario attraverso possibili azioni di:

- Moratoria
- Consolidamento debito
- Riscadenzamento
- Nuova Finanza
- Ricerca partner finanziario
- Ricapitalizzazione
- ...
- **Azione di sostegno e consulenza al Cliente.**

• Indirizzo nelle scelte strategiche

La soluzione della crisi

Esistono due soluzioni alla crisi aziendale:

1. La soluzione giudiziale
2. La soluzione stragiudiziale

Il confronto per la scelta dell'alternativa deve basarsi sui costi diretti e indiretti della crisi nella prospettiva dell'impresa/azionisti e dei creditori

La soluzione della crisi: l'ipotesi giudiziale

In questo caso l'impresa è sottoposta a procedura concorsuale con intento liquidatorio.

I pregi della soluzione:

1. Ufficialità della procedura (garanzia di equo trattamento)

La soluzione della crisi: l'ipotesi giudiziale

I difetti della soluzione:

1. Lunghezza temporale della procedura
2. Percentuali di recupero molto basse
3. Distruzione di preziosi fattori immateriali
4. Se applicata indiscriminatamente, può avere forti costi sociali

La soluzione della crisi: l'ipotesi stragiudiziale

Le alternative per risanare l'impresa:

1. Interventi sull'attivo (*asset restructuring*)
2. Interventi sul passivo (*liability restructuring*) o ristrutturazione finanziaria

La soluzione della crisi: l'ipotesi stragiudiziale

L'asset restructuring

- Dovrebbe essere l'elemento di base su cui fondare sempre il piano di risanamento oppure l'unico approccio possibile nei casi più problematici (*se il business non ha prospettive perché ristrutturare il passivo?*)

I tre livelli:

1. La razionalizzazione dell'esistente (interventi sulle componenti del reddito; compressione delle voci di capitale circolante netto)
2. La dismissione di attività (cespiti, immobili e patrimonio immobiliare)
3. Operazioni di finanza straordinaria (*spin off*, fusioni, scissioni ...)

La soluzione della crisi: l'ipotesi stragiudiziale

L'asset restructuring

Cosa dismettere e cosa conservare in un'impresa da risanare?

La risposta si basa su due snodi chiave:

- a. Mappare le aree strategiche in cui è attiva l'impresa (caratteri delle singole aree)
- b. Valutare le sinergie e i legami tra le aree di affari (produttivi, commerciali, tecnologici)

La soluzione della crisi: l'ipotesi stragiudiziale

L'asset restructuring

Per valutare le sinergie e i legami tra le aree di affari (produttivi, commerciali, tecnologici) è possibile utilizzare una classificazione in tre livelli:

- Aree non core business;
- Aree core non strategiche;
- Aree core strategiche.

Situazioni tipiche di Ristrutturazione Finanziaria (1/6)

La struttura Restructuring nelle banche opera sul portafoglio identificato attraverso le seguenti operazioni e l'utilizzo dei seguenti strumenti:

- Concessione di “**Standstill agreement**” ovvero accordo di moratoria
- **Consolidamento**/riscadenzamento dei finanziamenti in essere
- Concessione di **nuova finanza**
- **Conversione** dei crediti in azioni o altri strumenti partecipativi del capitale dell'impresa
- **Ricerca di partner industriali/finanziari** per ricapitalizzazione

Gli interventi riguardano in genere un pool di crediti

Situazioni tipiche di Ristrutturazione Finanziaria (2/6)

“Standstill Agreement”/Accordo Di Moratoria

- Impegno delle banche a non richiedere il pagamento di qualsiasi importo dovuto, anche se scaduto, ed a non intraprendere azioni per il recupero del proprio credito
- La moratoria si associa spesso all’impegno al mantenimento/ripristino della normale operatività delle linee autoliquidanti nei limiti degli utilizzi
- **Intervento di durata contenuta**
- **Finalità:** favorire la continuità aziendale nelle more della negoziazione e della definizione di un piano industriale e finanziario di ristrutturazione del debito ed eventualmente di ricapitalizzazione

Si punta ad una unanimità delle adesioni da parte del sistema bancario interessato. E’ vitale un’attenta gestione dell’eventuale scaduto fornitori

Situazioni tipiche di Ristrutturazione Finanziaria (3/6)

Consolidamento/Riscadenzamento dell'indebitamento

- **Revisione delle condizioni contrattuali** (piano di ammortamento, tasso, covenants ecc.)
- In genere è previsto un periodo di grazia in cui il servizio del debito è limitato al pagamento degli interessi
- **Finalità:** prevedere flussi di rimborso sulla base dei *cash flow* previsti dal Piano Finanziario e, se interviene anche la riduzione nella remunerazione per le banche, favorire l'adempimento del Piano Industriale adeguando l'entità degli oneri finanziari alla capacità della redditività operativa
- Eventuali clausole di ristoro: variazione incrementale della remunerazione sul debito consolidato all'ottenimento di clausole gestionali superiori alle previsioni di budget

E' la forma di intervento di gran lunga più applicata in quanto, da sola, può talvolta soddisfare l'esigenza di evitare/eliminare lo stato di insolvenza

Situazioni tipiche di Ristrutturazione Finanziaria (4/6)

Erogazione di Nuova Finanza

- **Assunzione di un rischio di credito aggiuntivo** allorché, per il rilancio dell'attività d'impresa, non sia sufficiente la riattivazione delle linee autoliquidanti in essere all'atto della manifestazione della crisi
- Concessa in genere dalle banche maggiormente esposte, a tassi di mercato e nelle forme tecniche di credito autoliquidante oppure di *term loan* garantito
- Può essere opportuna, sempreché rientri nelle previsioni del piano, quando è destinata a finanziare:
 - ✓ **investimenti** che contribuiscano al processo di recupero del valore aziendale;
 - ✓ una **espansione del capitale circolante** per far fronte ad esigenze di liquidità momentanee

Rappresenta uno degli aspetti più delicati e controversi della ristrutturazione finanziaria poiché accresce i profili di rischio (di credito e di revocatoria) e di responsabilità (civili e penali) delle banche, mitigabili con il ricorso all'asseverazione del Piano di risanamento ex art. 67 co. 3 lett. d) Legge Fallimentare ("L.F.") o agli Accordi di Ristrutturazione ex art. 182 bis L.F. → **RINVIO**

Situazioni tipiche di Ristrutturazione Finanziaria (5/6)

Conversione in Equity o in strumenti “Semi Equity”

- Per riattivare un canale virtuoso tra credito ed economia va riannodata e potenziata la relazione tra banca e impresa: nel breve periodo, questo **può significare anche che la banca percorra modalità di coinvolgimento diretto a sostegno dell'impresa**, nel rispetto della sua capacità di gestione, per salvaguardarne la continuità ed evitarne il fallimento.
- Si può ricorrere in tali casi a **strumenti di “semi equity” (prestiti convertibili, cum warrant)**, rispettando comunque l'esigenza di:
 - ✓ evitare il rischio puro d'impresa e le conseguenti responsabilità gestionali
 - ✓ mantenere il minor rischio tipico di un fixed claimant combinandolo con l'upside opportunity che compete ad un residual claimant
 - ✓ ridurre il costo del finanziamento a fronte del riconoscimento dell'opzione, con beneficio per l'azienda risananda
 - ✓ monitorare la gestione indirettamente mediante l'introduzione di covenants
- Tali strumenti devono rispettare la normativa Banca d'Italia in materia di vigilanza (assunzione di partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria) → RINVIO

Situazioni tipiche di Ristrutturazione Finanziaria (6/6)

Aumento di Capitale (in denaro) e ricerca Nuovi Partner

- **L'apporto di nuove risorse a titolo di capitale di rischio** favorisce il riequilibrio della struttura patrimoniale e finanziaria
- E' un segnale per le banche di fiducia nel piano industriale da parte degli attuali o di nuovi soci a supporto della ristrutturazione dell'indebitamento
- In assenza di disponibilità da parte degli attuali soci alla ricapitalizzazione, la banca può richiedere che venga incaricato un advisor per la ricerca di investitori terzi:
 - ✓ **Partner industriale:** qualora siano riscontrabili sinergie concrete e gli asset dell'azienda target siano strategici per altri operatori dello stesso settore
 - ✓ **Partner finanziario:** esempio ..fondo di private equity con l'obiettivo di risanamento e rilancio (turnaround financing)
- Apertura di un negoziato tra banche e nuovo investitore circa i termini e le condizioni dell'ingresso nel capitale*

Altre azioni di Restructuring

Il Restructuring di una Controparte non può esaurirsi in esclusive azioni finanziarie sulle aziende ma deve contemplare anche :

- **Revisione della strategia e del modello di impresa**
- **Consulenza sull'adozione di temporary Managers, di fiducia delle banche**
- **Eventuale Cambio di Governance** dell'azienda in particolare per quanto concerne gli assetti proprietari e il management, con la possibilità di aprire gli organi societari a Consiglieri Indipendenti
- **Eventuale Riposizionamento di Mercato**, attraverso un'analisi approfondita sui prodotti e sui competitors dell'impresa.
- **Entrata di nuovi Partners, Finanziari e/o Industriali all'interno dell'azienda.**

FOCUS

**Piani di risanamento e
accordi di ristrutturazione del debito
nella legge fallimentare**

Art. 67. Atti a titolo oneroso, pagamenti, garanzie.

Sono revocati, salvo che l'altra parte provi che non conosceva lo stato d'insolvenza del debitore:

- 1) gli atti a titolo oneroso compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano di oltre un quarto cio' che a lui e' stato dato o promesso;
- 2) gli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danaro o con altri mezzi normali di pagamento, se compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento;
- 3) i pegni, le anticresi e le ipoteche volontarie costituiti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento per debiti preesistenti non scaduti;
- 4) i pegni, le anticresi e le ipoteche giudiziali o volontarie costituiti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento per debiti scaduti.

Sono altresì revocati, **se il curatore prova che l'altra parte conosceva lo stato d'insolvenza del debitore**, i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili, gli atti a titolo oneroso e quelli costitutivi di un diritto di prelazione per debiti, anche di terzi, contestualmente creati, se compiuti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento.

Non sono soggetti all'azione revocatoria:

- a) i pagamenti di beni e servizi effettuati nell'esercizio dell'attività d'impresa nei termini d'uso;
- b) le rimesse effettuate su un conto corrente bancario, purché non abbiano ridotto in maniera consistente e durevole l'esposizione debitoria del fallito nei confronti della banca;
- c) le vendite ed i preliminari di vendita trascritti ai sensi dell'art. 2645-bis del codice civile, i cui effetti non siano cessati ai sensi del comma terzo della suddetta disposizione, conclusi a giusto prezzo ed aventi ad oggetto immobili ad uso abitativo, destinati a costituire l'abitazione principale dell'acquirente o di suoi parenti e affini entro il terzo grado;

d) gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria e la cui ragionevolezza sia attestata da un professionista iscritto nel registro dei revisori contabili e che abbia i requisiti previsti dall'art. 28, lettere a) e b) ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, del codice civile;

e) gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del concordato preventivo, dell'amministrazione controllata, nonché dell'accordo omologato ai sensi dell'art. 182-bis;

- f) i pagamenti dei corrispettivi per prestazioni di lavoro effettuate da dipendenti ed altri collaboratori, anche non subordinati, del fallito;
- g) i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili eseguiti alla scadenza per ottenere la prestazione di servizi strumentali all'accesso alle procedure concorsuali di amministrazione controllata e di concordato preventivo.

Le disposizioni di questo articolo non si applicano all'istituto di emissione, alle operazioni di credito su pegno e di credito fondiario; sono salve le disposizioni delle leggi speciali.

La **legge fallimentare** riformata pone notoriamente grande attenzione al tema del recupero, da parte dell'impresa in crisi, di condizioni di equilibrio economico-finanziario.

art. 67 LF:

*“Non sono soggetti all'azione revocatoria:
omissis –*

*d) gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un **piano** che appaia idoneo a consentire il **risanamento della esposizione debitoria** dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria e la cui ragionevolezza sia attestata da un professionista”*

*e) gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del concordato preventivo, dell'amministrazione controllata, nonché dell' **accordo omologato ai sensi dell'art. 182-bis;***

anche l'art. 182-bis LF

.....enfattizza il ruolo della pianificazione economico-finanziaria:

*“L'imprenditore in stato di crisi può domandare ... l'omologazione di un **accordo di ristrutturazione dei debiti** stipulato con i creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista ... **sull'attuabilità dell'accordo** stesso, con particolare riferimento alla sua **idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei.**”*

L'equilibrio economico e l'equilibrio finanziario

Vi è differenza fra

«piano di risanamento dell' esposizione debitoria» e

.....

.....**«accordo di ristrutturazione del debito» ????**

L'equilibrio economico e l'equilibrio finanziario

- non vi sono sostanziali differenze fra «piano di risanamento dell'esposizione debitoria» e «accordo di ristrutturazione del debito»,
.....posto che alla base dei piani e degli accordi vi sia una autentica prospettiva di continuità aziendale

La pianificazione finanziaria richiesta dagli art. 67 e 182-bis LF

- Il **piano ex art. 67** si propone di confermare che gli interventi posti in essere o programmati consentano il *“risanamento dell’esposizione debitoria dell’impresa e il riequilibrio della sua situazione finanziaria”*.

non è possibile fornire una rigida griglia di parametri di riferimento valida in ogni circostanza per valutare prospetticamente se l’esposizione debitoria possa considerarsi “risanata” e la posizione finanziaria “riequilibrata”.

se pure il PEF viene redatto su un orizzonte temporale di alcuni anni (per lo più 3-5 anni), **la valutazione circa il “risanamento” dovrà spingersi con argomenti quali-quantitativi anche oltre, non limitandosi a considerare un’apparente condizione di equilibrio che emerga da un’analisi che viene interrotta artificialmente a certa data futura**

La pianificazione finanziaria richiesta dagli art. 67 e 182-bis LF

La condizione di riequilibrio è raggiunta se e quando i flussi di cassa prospettici dell'impresa siano in grado di ricondurre la struttura finanziaria ad uno stato (per dimensione del debito e struttura del passivo e netto) in cui:

□ il gravame per oneri finanziari sul debito torna a livelli economicamente sopportabili, per incremento della marginalità e per riduzione della PFN negativa

□ il servizio del debito sia assicurato

□ il rischio percepito dai finanziatori e dai mercati finanziari si riposizioni su classi di *rating* meno problematiche

→ nozione di sostenibilità del debito sotto il profilo interno (sopportabilità economica) ed esterno (accettabilità)

La PF richiesta dagli art. 67 e 182-bis LF

L'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis si propone di rimodulare la struttura finanziaria verso un assetto più sostenibile anche in funzione dei programmi di riposizionamento del *business*.

Il piano economico-finanziario dovrà evidenziare in generale la sostenibilità del complessivo debito ristrutturato e specificamente il regolare pagamento dei creditori estranei all'accordo.

La struttura del PEF presenterà alcune differenze rispetto a quanto annotato a proposito del piano di risanamento ex art. 67.

I flussi di cassa annuali prima del servizio del debito andranno allocati innanzitutto al pagamento dei creditori che non hanno aderito all'accordo e successivamente agli altri creditori. I primi dovranno quindi risultare completamente soddisfatti entro la durata del PEF, sicché **il piano avrà una durata minima coerente con il raggiungimento di questo obiettivo.**

La PF richiesta dagli art. 67 e 182-bis LF

Non necessariamente il PEF dovrà spingersi fino ad abbracciare l'intero piano di rimborso dei debiti ristrutturati

..... tuttavia ciò può essere spesso opportuno, distinguendo però con chiarezza il periodo con riferimento al quale il piano è alimentato da informazioni prospettiche basate su ***best estimate assumptions*** e il successivo periodo per il quale prevalgono, per lo più su basi inerziali, essenzialmente ***hypotetical assumptions***.

«Ragionevolezza del piano di risanamento dell'esposizione debitoria» e valutazione dell'«attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti»

Al professionista indipendente **l'art. 67 LF chiede un'attestazione di “ragionevolezza”** in merito al piano di risanamento dell'esposizione debitoria.

Non si chiedono assicurazioni o accertamenti relativamente ai singoli dati che definiscono il PEF, né tanto meno una capacità divinatoria sulla base della quale possa confidarsi che il piano sarà rispettato.

Si richiede una complessiva valutazione di “ragionevolezza”, vale a dire di **“conformità alla ragione e al buon senso”**

**«Ragionevolezza del piano di risanamento» e
valutazione dell'«attuabilità dell'accordo di
ristrutturazione dei debiti»**

A tal fine il professionista sarà essenzialmente chiamato a una **valutazione della plausibilità delle ipotesi aziendali sottostanti al piano e della loro coerenza con l'ambiente/mercato di riferimento.**

**la condizione di (ri)equilibrio finanziario è però
oggetto di valutazione soggettiva**

**→ sarà necessario ricondurre la verifica
coerentemente con le nozioni di equilibrio finanziario**

«**Ragionevolezza del piano di risanamento**» e valutazione dell'«**attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti**»

Al professionista indipendente l'art.182-bis LF chiede una relazione sull'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei.

* * *

In entrambi i casi, al professionista è richiesta una **valutazione della base-dati di riferimento** del piano, dell'analisi fondamentale che su questi dati è stata svolta dalla società, della plausibilità delle ipotesi su cui le previsioni sono costruite, della corretta mappatura dei rischi che gravano prospetticamente sull'impresa.

(No accertamento circa la veridicità dei dati di bilancio)

Una analisi di sensibilità del piano costituisce un impegno necessario a carico del *management* che elabora il piano e a carico dell'esperto che ne valuta la **ragionevolezza o l'attuabilità**

→ due nozioni che risultano, nella sostanza, essenzialmente sinonimi.

«Ragionevolezza del piano di risanamento» e valutazione dell'«attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti»

- **le attestazioni in oggetto devono concentrarsi sui temi della pianificazione e della programmazione economico-finanziaria e sulle valutazioni prospettiche di «ragionevolezza» e «attuabilità», le quali rappresentano impegni già sufficientemente gravosi per l'esperto**

L'esame specifico di recenti attestazioni ex-art. 67 LF consente alcune osservazioni.

- Si evidenziano notevoli differenze sotto il profilo della qualità, della profondità dell'analisi, del grado di rispondenza dell'elaborato rispetto alla funzione normativamente attribuita all'attestazione.

**«Ragionevolezza del piano di risanamento» e
valutazione dell'«attuabilità dell'accordo di
ristrutturazione dei debiti»**

- Parrebbe che i soggetti più direttamente interessati all'attestazione – l'impresa “in crisi” e le banche – essenzialmente

...si accontentino dell'esistenza dell'attestazione dell'esperto, il quale assume la responsabilità della propria “certificazione”,

apparentemente non dando granché peso alla qualità della relazione.

«Ragionevolezza del piano di risanamento» e valutazione dell'«attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti»

- **In generale si tratta di elaborati sempre relativamente articolati e piuttosto estesi**, che per lo più replicano il piano e le relative ipotesi

→ **tutte le ipotesi (o quelle di maggior rilievo) andrebbero invece singolarmente controllate**, valutate e confermate;

→ le previsioni - ove necessario e possibile - riscontrate, eventualmente anche con fonti alternative a quelle adottate dall'impresa.

- **In taluni casi l'attestazione di ragionevolezza consta di poche e sintetiche affermazioni conclusive**

In non pochi casi risulta del tutto assente un'analisi di sensibilità,

Sorprende la frequente mancanza nelle attestazioni di un articolato commento sui motivi per i quali è da ritenersi conseguito l'obiettivo del «risanamento della esposizione debitoria» dell'impresa e «riequilibrio della sua situazione finanziaria».

Ragionevolezza del piano e attuabilità dell'accordo

scansione temporale del piano di risanamento

piani finanziari che configurino il raggiungimento di una condizione di equilibrio in anni relativamente lontani dalla data di riferimento del piano stesso sono da considerarsi con particolare prudenza e cautela

la scansione temporale del piano risulta necessaria per consentire:

- una precisazione circa **le tappe intermedie del piano**, ad esempio su base annuale;
- una migliore evidenza di quali atti, pagamenti e garanzie concesse su beni del debitore saranno posti in essere in esecuzione del piano e quando ciò potrà avvenire;
- una verifica da parte dell'esperto non soltanto, genericamente, della ragionevolezza del piano rispetto al risultato finale ottenibile dagli interventi prospettati, ma anche della **ragionevolezza del percorso che interesserà la dinamica aziendale lungo l'orizzonte temporale del piano**
- **un monitoraggio periodico** da parte dell'organo amministrativo (e di controllo) della società, per la **verifica delle ipotesi** circa le dinamiche di mercato e aziendali alla base del piano stesso e della realizzazione delle azioni programmatiche nella prospettiva del risanamento.

Nuovi strumenti finanziari a supporto dei processi di risanamento e di ristrutturazione dei debiti

Ai sensi dell'art. 2346 u.c. c.c. “resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte di soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi”

- **Il legislatore della riforma societaria non ha probabilmente considerato gli SFP ex art. 2346 u.c. quale possibile strumento utile nei processi di risanamento/ristrutturazione del debito**
- l'esperienza recente sembra dimostrare che il ricorso agli SFP ha trovato un terreno fertile proprio nelle situazioni di crisi aziendale, con le conseguenti necessità di **rimodulare le strutture finanziarie e graduare i pesi relativi dei finanziatori a vario titolo** (di capitale e di credito) nel quadro di un complessivo accordo che rifletta un nuovo equilibrio nel controllo societario.

***Il punto di vista delle banche:
soluzioni organizzative e gestionali per favorire i
processi di ristrutturazione***

- **le banche da un lato “subiscono”** gli interventi che sono loro richiesti nell’ambito di piani di risanamento e di accordi di ristrutturazione del debito ai sensi della nuova normativa fallimentare
- **d’altro lato identificano evidentemente queste “soluzioni” come meno onerose rispetto alle conseguenze del fallimento della società affidata.**
- **Il tema della “convenienza”** è centrale anche nelle regole di vigilanza.
- **Con specifico riferimento alla conversione di crediti in azioni,**
→ Banca d’Italia, Istruzioni di Vigilanza, Titolo IV, capitolo 9, sezione V, paragrafo 3 (*Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria*)→ RINVIO

FOCUS

**La “conversione” del credito delle banche
in capitale di rischio**

operatività e valutazione di convenienza

Michele Rutigliano

Conversione di crediti in strumenti ibridi, strumenti partecipativi o equity

- Per **strumenti “ibridi”** si intendono generalmente quelli ormai previsti espressamente e descritti all’art.2411 del codice civile (*Diritti degli obbligazionisti*), vale a dire:
 1. Le ***obbligazioni subordinate***, con le quali il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società.
 2. Le ***obbligazioni indicizzate***, con le quali i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società.
 3. ***Altri strumenti finanziari***, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società.

Conversione di crediti in strumenti ibridi, strumenti partecipativi o equity

Strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, ultimo comma).

- Possibilità per le SpA di emettere strumenti finanziari partecipativi che consentono al portatore di partecipare ai risultati della società o di un suo particolare «affare».
- **L'emissione può avvenire a fronte della conversione di crediti vantati dalla banca** e determina nei conti dell'impresa la costituzione di una riserva di patrimonio.
- I diritti di "partecipazione" sono modulabili e possono configurarsi sotto diversi profili, ad esempio come partecipazione agli utili o partecipazione in sede di liquidazione e/o nelle distribuzioni patrimoniali. Possono essere dotati anche di diritti "amministrativi" (es. diritti di veto, di informativa, di nomina di un rappresentante nel CdA), tranne – come precisato dalla norma - il diritto di voto in assemblea.

→ **l'esperienza recente sembra dimostrare che il ricorso agli SFP ha fin qui trovato un terreno particolarmente fertile proprio nelle situazioni di crisi aziendale**

Conversione di crediti in strumenti ibridi, strumenti partecipativi o equity

- La **conversione in azioni (equity)** di crediti verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria può essere uno scenario poco desiderabile per il finanziatore, ma talvolta anche l'unica soluzione.
- Si tratta di un intervento possibile nel rispetto della normativa di vigilanza.
- **Per la banca ciò richiede una pianificazione della futura posizione di socio, in particolare per quanto attiene:**
 - a) a diritti rispetto alla *governance* della partecipata ed eventualmente a diritti di veto rispetto a date decisioni strategiche o comunque straordinarie (“patti parasociali”)
 - b) alla pianificazione dell'uscita (smobilizzo della partecipazione).
 - c) (agli accordi di prestito sulla componente debito);

La decisione in oggetto va attentamente soppesata anche sotto il profilo dei rischi in termini di responsabilità da direzione e coordinamento

La responsabilità della società che esercita attività di direzione e coordinamento

- **Società od enti** che nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento di società agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio od altrui **in violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale delle società medesime** (soggette a direzione e coordinamento) sono **direttamente** responsabili del **pregiudizio** arrecato ai soci ed ai creditori delle società controllate
- Risponde in solido chi abbia preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio

Il pregiudizio

- Nei confronti dei soci delle controllate si fa riferimento al **pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore** della partecipazione sociale
- Nei confronti dei creditori delle controllate si fa riferimento alla lesione cagionata al **patrimonio della società**
- Non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del **risultato complessivo dell'attività di direzione** e coordinamento ovvero integralmente eliminato
- I danneggiati possono agire nei confronti della controllante solo se non soddisfatti dalla controllata

- Si è esclusa quindi la responsabilità della controllante per il danno cagionato alla controllata allorché il danno medesimo risulta mancante alla luce del risultato complessivo che l'attività di direzione e coordinamento ha prodotto sulla controllata (cd. teoria dei "vantaggi compensativi"), riprendendo così un orientamento ormai consolidato della giurisprudenza.

- Non viene preso, invece, in considerazione né legittimato l'interesse di Gruppo nel suo complesso

Conversione di crediti in strumenti ibridi, strumenti partecipativi o equity

- **società quotate**: il mutamento dell'assetto di controllo per l'ingresso dei finanziatori a titolo di equity può implicare problematiche di OPA obbligatoria ai sensi dell'art. 106 TUF
- La normativa OPA prevede una **ipotesi di esenzione** nel caso di un intervento in imprese quotate in crisi *“tramite sottoscrizione di un aumento di capitale in presenza di un piano di ristrutturazione del debito”* comunicato alla Consob e al mercato (art. 49, primo comma, lett. b del Regolamento Emittenti).

- *Possono farsi rientrare nell'ambito delle soluzioni “tipo equity” le conversioni di crediti in obbligazioni convertibili dell'impresa in crisi e in obbligazioni con warrant azionari.*

Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria istruzioni di vigilanza

come già' ricordato

le banche da un lato “subiscono” gli interventi che sono loro richiesti nell'ambito di piani di risanamento e di accordi di ristrutturazione del debito ai sensi della nuova normativa fallimentare

d'altro lato identificano evidentemente queste “soluzioni” come meno onerose rispetto alle conseguenze del fallimento della società affidata.

Il tema della “convenienza” è centrale anche nelle regole di vigilanza.

Con specifico riferimento alla conversione di crediti in azioni

→ art. 4, comma 3, del decreto del Min.Tesoro 22 giugno 1993, n. 242632

→ Banca d'Italia, Istruzioni di Vigilanza, Titolo IV, capitolo 9, sezione V, paragrafo 3 (*Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria*),

Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria

art. 4, comma 3, del decreto del Min.Tesoro 22 giugno 1993, n. 242632

L'articolo 4 - rubricato "Partecipazioni in imprese non creditizie e non finanziarie"- prevede che agli enti creditizi

"è consentita l'acquisizione di partecipazioni nel capitale di imprese diverse da quelle di cui ai paragrafi 2 e 3" (enti creditizi e imprese di assicurazione). "L'assunzione di partecipazioni si realizza nel rispetto dei criteri e dei limiti prudenziali di seguito indicati, la cui attuazione è demandata alla Banca d'Italia. Le imprese in cui acquisire partecipazioni dovranno essere selezionate dagli enti e gruppi creditizi sulla base sia dei vantaggi reddituali ad essi rivenienti dalle relative operazioni sia della necessità di evitare che le nuove opportunità si traducano, per il partecipante, in un grado eccessivo di immobilizzo dell'attivo."

Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria

art. 4, comma 3, del decreto del Min.Tesoro 22 giugno 1993, n. 242632

Il comma 3 dell'articolo 4 sopra citato dispone, inoltre, che “a questi fini la disciplina prevederà che, ***nei confronti di imprese in difficoltà non transitorie, sia inibita la conversione di crediti in partecipazioni e la sottoscrizione di azioni.***”

*Interventi partecipativi in imprese in difficoltà transitorie possono essere effettuati purché nell'ambito di **piani che ne prevedano il riequilibrio economico e finanziario**. Tali operazioni saranno assistite da particolari cautele prevedendo procedure che possano dar luogo anche a verifiche specifiche. Forme di cautela saranno previste anche per le acquisizioni di azioni derivanti da recupero crediti.”*

Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria istruzioni di vigilanza

le banche possono **convertire in azioni crediti verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria:**

«purché l'acquisizione sia finalizzata a consentire il riequilibrio.

*Le banche devono porre estrema cautela nel realizzare interventi della specie per la complessità e l'elevato grado di incertezza che li caratterizzano. Andrà pertanto attentamente verificata la sussistenza di una **convenienza economica** di tali operazioni.*

La conversione di crediti può rivelarsi vantaggiosa a condizione che la crisi dell'impresa affidata sia temporanea, riconducibile essenzialmente ad aspetti finanziari e non di mercato, e perciò esistano ragionevoli prospettive di riequilibrio nel medio periodo.

L'intervento delle banche che intendono acquisire partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria deve inquadrarsi in una procedura basata sui seguenti punti:

*- redazione di un piano di risanamento finalizzato a conseguire l'**equilibrio economico e finanziario** in un **periodo di tempo di norma non superiore a cinque anni**; il piano deve essere predisposto da più banche che rappresentino una **quota elevata** dell'esposizione nei confronti dell'impresa in difficoltà;*

SEGUE

Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria istruzioni di vigilanza

- *acquisizione di **azioni di nuova emissione** e non di quelle già in circolazione;*
- *individuazione di una banca (banca capofila) con la responsabilità di **verificare la corretta esecuzione del piano e il sostanziale conseguimento degli obiettivi intermedi e finali** previsti nel piano stesso.*
- *approvazione del piano da parte del consiglio di amministrazione delle banche interessate.*

*In particolare, il consiglio di amministrazione dovrà valutare la **convenienza economica dell'operazione rispetto a forme alternative di recupero** e verificare la sussistenza delle condizioni stabilite per l'acquisizione di partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria...».*

Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria istruzioni di vigilanza

Attualmente è però ancora in fase di consultazione un *nuovo schema di disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia in merito agli investimenti partecipativi delle banche*, che rivede parzialmente le regole, ma soprattutto, e correttamente, **amplia la nozione di «partecipazione»**.

Secondo il nuovo schema regolamentare non sarebbe più prevista l'informativa alla Banca d'Italia.

Inoltre le partecipazioni in oggetto non sarebbero computate nei limiti di concentrazione e complessivo per le partecipazioni qualificate detenibili in imprese non finanziarie, per un periodo non superiore a [36-48] mesi dall'acquisizione.

Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria

- documento di consultazione -

“Costituiscono altresì partecipazione (in presenza di un legame durevole/se non classificato nel portafoglio di negoziazione a fini di vigilanza):

a) il possesso di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da una società a fronte di apporti non imputati a capitale che, senza dar luogo a un diritto al rimborso, danno diritto a una quota degli utili dell'attività ovvero a una quota del patrimonio netto risultante dalla liquidazione dei beni dell'impresa o del patrimonio destinato a uno specifico affare;

b) la stipula di contratti o il possesso di strumenti finanziari derivati su azioni o su altre forme di equity di cui al precedente punto a., **che comportino per la banca o il gruppo bancario l'impegno incondizionato ad acquistare una partecipazione o che permettano, insieme ad altri possessi, diritti e circostanze, di esercitare il controllo o un'influenza notevole su un'impresa;**

.....

Elementi per la valutazione di convenienza economica

L'attività di *restructuring* posta in essere dalle banche si sviluppa lungo alcune tipiche fasi:

- a) identificazione **delle cause della crisi e valutazione della natura strutturale o congiunturale della stessa**;
- b) analisi delle varie **ipotesi di soluzione** e uscita dalla crisi
- c) modalità di **accompagnamento e sostegno all'impresa** in termini finanziari, strategici, manageriali e organizzativi. Nell'aspetto finanziario, la banca porrà in essere le necessarie azioni per dar corso al Piano di *Restructuring* Finanziario, secondo i casi mediante:
 - moratoria (*Standstill Agreement*)
 - consolidamento del debito, riscadenzamento, concessione di nuova finanza,
 - ricerca di un partner finanziario o industriale e assistenza in un processo di ricapitalizzazione,
 - conversione dei crediti in azioni o altri strumenti partecipativi del capitale dell'impresa, etc.

Elementi per la valutazione di convenienza economica

L'attività di *restructuring* richiede però competenze specialistiche e nuove, non tipicamente diffuse nelle banche

“raramente” le banche arricchiscono il processo decisionale con la stima del «valore» delle controparti affidate

Elementi per la valutazione di convenienza economica

l'iscrizione contabile delle azioni derivanti da conversione

criticità

- il **credito** oggetto di conversione va evidentemente **eliminato per l'intero valore** iscritto nei conti, a fronte dell'iscrizione di azioni da contabilizzare comunque al «*fair value*»
- **Ove il *fair value* fosse inferiore all'importo del credito eliminato, la banca registrerebbe una perdita a conto economico**, e ciò potrebbe evidentemente spingere – anche con qualche ingiustificata forzatura - verso un allineamento del *fair value* stimato con il valore del credito oggetto di conversione.
- Talvolta detto **allineamento** è genericamente argomentato sottolineando che il piano di risanamento, la ristrutturazione del debito e la parziale conversione in una partecipazione non possono che dar luogo ad un miglioramento delle condizioni di equilibrio economico e finanziario prospettico dell'impresa in temporanea difficoltà finanziaria

Elementi per la valutazione di convenienza economica

l'iscrizione contabile delle azioni derivanti da conversione

Anche nel caso di partecipazioni in società le **cui azioni siano quotate in mercati regolamentati** il problema del valore al quale iscrivere la partecipazione nei conti della banca può divenire significativo.

potrebbe farsi riferimento al prezzo di borsa o a una media di prezzi di periodo, ma **il prezzo di borsa in qualche caso viene esplicitamente ritenuto dalle banche non significativo**, in quanto espressione di contrattazioni su titoli flottanti talvolta in quantità molto modeste, rispetto alla rilevanza delle partecipazioni acquisite dalla banca e, meglio ancora, dall'insieme delle diverse banche che hanno partecipato all'accordo.

Queste ultime tendono pertanto a far riferimento, nel processo valutativo, al *business plan* e al piano economico-finanziario.

In tal modo si giustifica talora l'assunzione in carico delle partecipazioni in oggetto a valori anche distanti da quelli che sarebbero il riflesso delle quotazioni di borsa, sempre nella prospettiva di un allineamento, o un avvicinamento, agli importi dei crediti cancellati.

Elementi per la valutazione di convenienza economica

L'articolazione del piano di risanamento e di ristrutturazione del debito si configura come una tipica e complessa **decisione in condizioni di incertezza**, volta ad ottimizzare la posizione dell'insieme degli *stakeholders*

→ «**albero delle decisioni**»

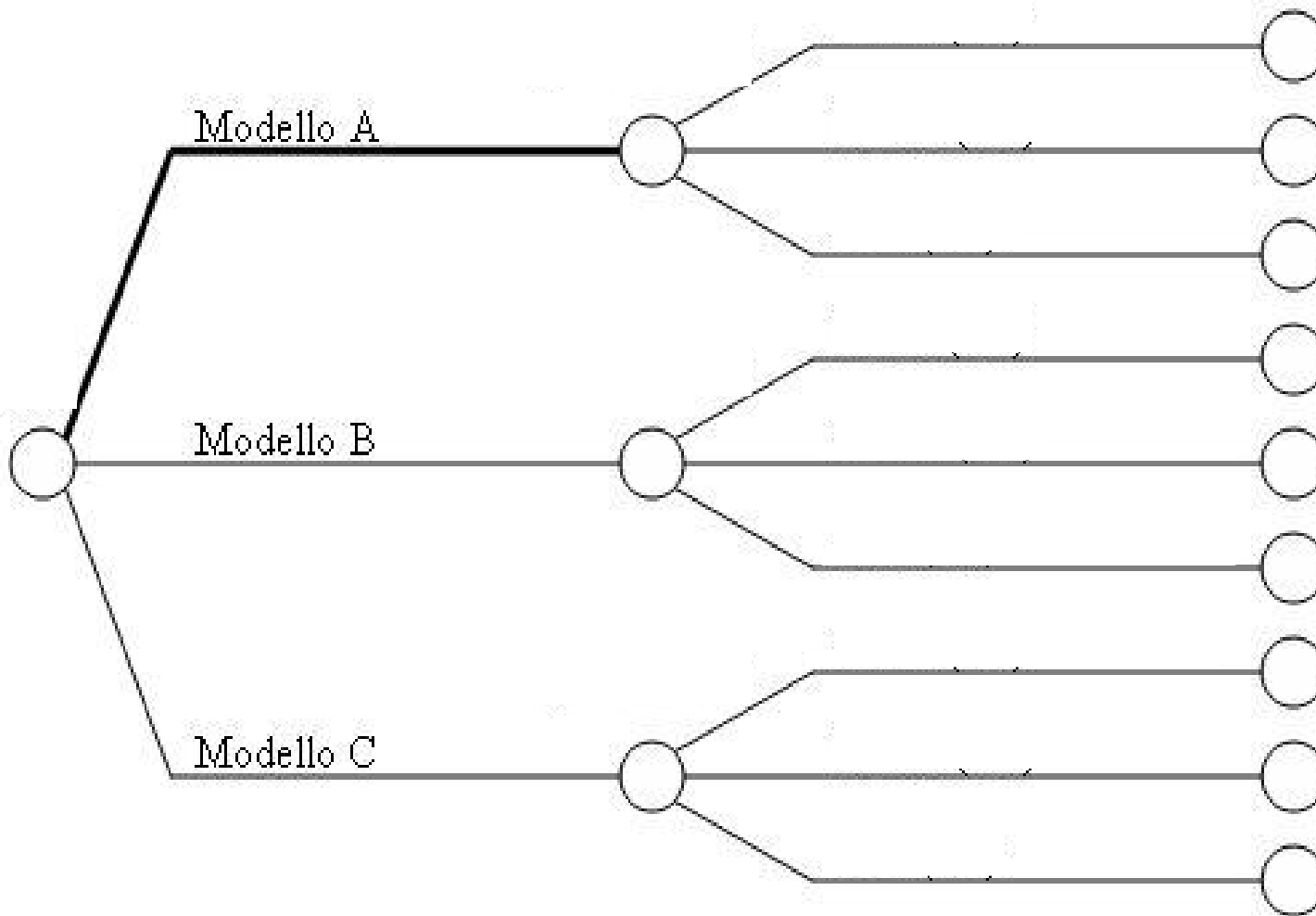
per conseguire l'obiettivo desiderato:

vale a dire il ripristino di una condizione di equilibrio economico-finanziario dell'impresa in crisi, attesa in tempi ragionevoli, con il minor sacrificio possibile sotto il profilo economico per la banca

«ALBERO DELLE DECISIONI» (*diagramma di flusso del processo decisionorio*)

TIPOLOGIA DEGLI INTERVENTI
DI *RESTRUCTURING*

Probabilità di ritorno “*in bonis*”
con i minori oneri per la banca



Elementi per la valutazione di convenienza economica

- Una prima decisione consiste ad esempio nell'erogare o meno nuova finanza;
 - una seconda decisione consiste nella eventuale conversione di crediti in capitale di rischio o altri strumenti finanziari partecipativi, e in che misura e con riferimento a quali crediti;
 - una terza decisione attiene alla composizione della linea ristrutturata per forme tecniche e per scadenze, nel parziale stralcio di crediti, e così via.
-
- Risulta evidente che solo una ***what if analysis***, e quindi un modello di simulazione, consentirà di proiettare gli effetti delle varie decisioni consequenziali lungo i numerosi rami dell'«albero»
..... al fine di identificare il percorso che meglio soddisfa gli obiettivi dichiarati in termini di riequilibrio e, nella prospettiva del finanziatore, di difesa del valore delle esposizioni in essere.

Elementi per la valutazione di convenienza economica

→ la probabilità di ritorno *in bonis* non è indipendente dagli “oneri” che le banche sono disposte a sostenere nel processo di *restructuring*.

→ la decisione finale dovrà “pesare” entrambi gli effetti, risultando infine legata alle priorità che la banca si è data con riferimento ai due profili di risultato (ritorno *in bonis* vs. sacrificio economico).

La diversa posizione delle banche che risultano esposte, e quindi gli interessi non sempre coerenti tra loro che queste esprimono, rendono la decisione soggetta a ulteriori vincoli in relazione al gradimento dei diversi finanziatori

Elementi per la valutazione di convenienza economica

Si ipotizzi che la banca abbia in essere un'esposizione pari a «100 euro» nei confronti di un'impresa in temporanea difficoltà finanziaria e che stia valutando se proporre/accettare una ristrutturazione del debito ed eventualmente con quali modalità fra tre possibili:

- A) NON accordare nuova finanza, ma soltanto un riscadenzamento dei debiti in essere con revisione migliorativa delle condizioni**

- B) accordare nuova finanza ed inoltre un riscadenzamento dei debiti in essere con revisione migliorativa delle condizioni;**

- C) accordare nuova finanza e un riscadenzamento dei debiti in essere con revisione migliorativa delle condizioni, ed inoltre procedere ad una parziale conversione dei debiti in azioni.**

Elementi per la valutazione di convenienza economica

Si ipotizzi che la banca:

- sappia associare, anche se con rilevanti margini di soggettività, un valore di probabilità agli eventi del “default” e del “ritorno *in bonis*” in relazione a ciascuna delle possibili opzioni tattiche di gestione della posizione
- sappia stimare, con riferimento ad entrambi gli eventi, la previsione di perdita con le relative probabilità soggettive.

Elementi per la valutazione di convenienza economica

Ad esempio, nel caso in cui la banca scelga di astenersi da qualsiasi intervento di *restructuring*, si stima che con probabilità 20% l'impresa tornerà in *bonis* consentendo un recupero del 100%.

Con probabilità 80% l'impresa entrerà in stato di insolvenza, con un **possibile recupero** dell'esposizione:

- nella misura del **50%**, tenuto anche conto delle garanzie presenti su una parte dell'esposizione, ma con probabilità 20%,
- nella misura del **25%** con probabilità 80%.

Il valore atteso di questa decisione, vale a dire il recupero atteso tenuto conto delle probabilità associate agli eventi e alle percentuali di recupero, **è pari a «44 euro»**.

Infatti:

$$\underbrace{100 \text{ euro} \times \mathbf{0,20}}_{\text{ritorno in bonis}} + \underbrace{(50 \text{ euro} \times 0,20 + 25 \text{ euro} \times 0,80) \times \mathbf{0,80}}_{\text{insolvenza}} = 44$$

Elementi per la valutazione di convenienza economica

Nelle altre ipotesi operative, sopra precisate alle lettere **A, B, C**, si ipotizzano probabilità crescenti di ritorno *in bonis* quanto più “radicale” è l’intervento di *restructuring* (rispettivamente probabilità del 40%, 60%, 80%), mentre sono mantenute ferme le percentuali di recupero e le relative probabilità:

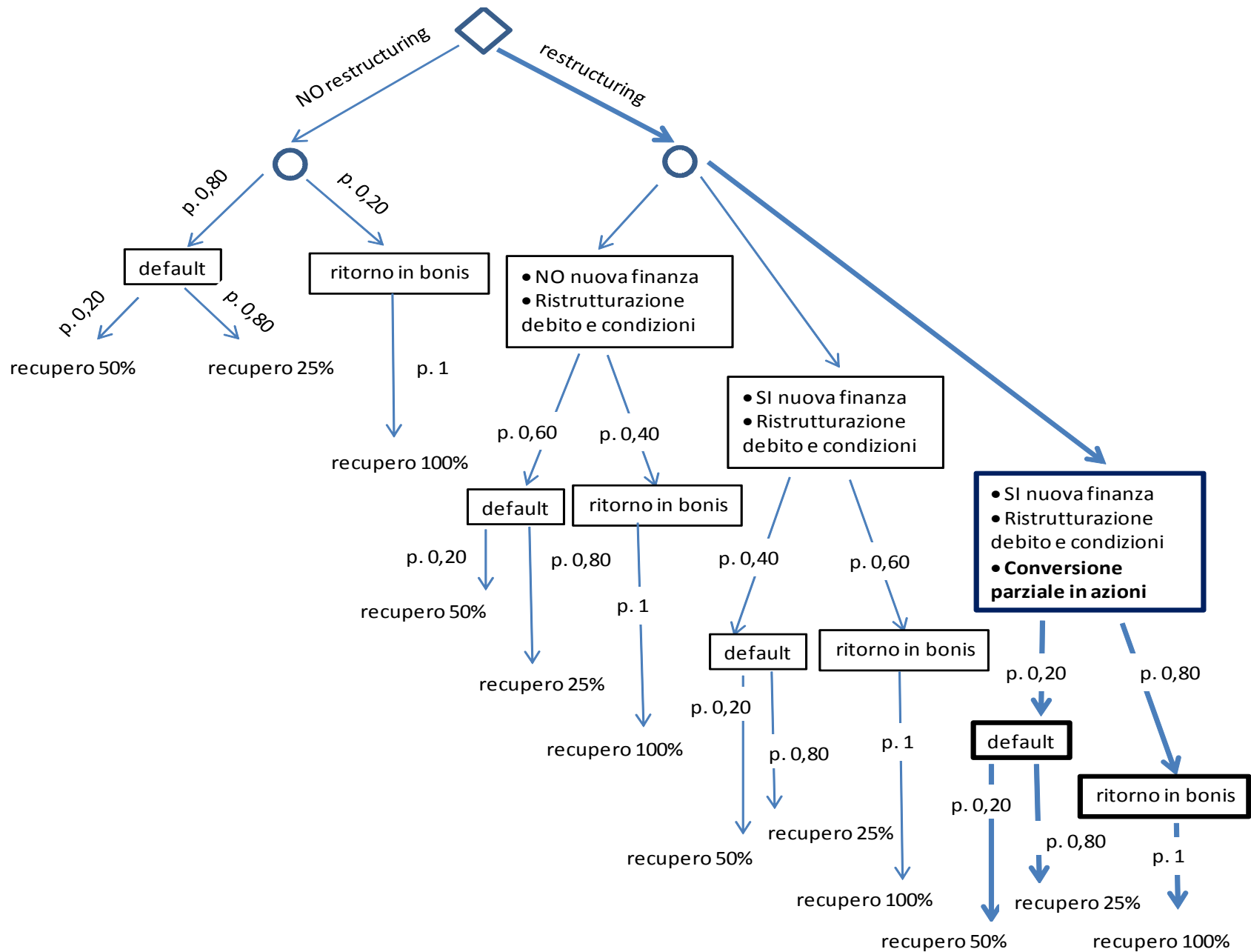
Soltanto in relazione alle “ottimistiche” ipotesi sottostanti, i risultati sono inevitabilmente così ordinati (ovviamente non espressivi di una generale convenienza delle soluzioni di ristrutturazione più radicali).

soluzione A: recupero atteso = euro 58

soluzione B: recupero atteso = euro 72

soluzione C: recupero atteso = euro 86

Restructuring: «Albero delle decisioni»



Elementi per la valutazione di convenienza economica

Affinamenti necessari:

- per tener conto in qualche misura anche dell’**“utilità attesa”** delle diverse ipotesi operative e quindi di una scala di preferenza fra queste, in rapporto alle politiche a monte definite dal *Top Management* in merito alla gestione delle posizioni deteriorate, eventualmente influenzate anche da variabili esterne alla banca ed estranee a criteri di pura razionalità economica (i.e. istanze politico-sociali, territoriali e “ambientali”, etc.)

- per tener conto del «**valore economico**» **implicito (opzioni reali)** in soluzioni che consentano il salvataggio dell’impresa, che va oltre il semplice recupero delle esposizioni in essere.

Vale a dire tener conto – OVE POSSIBILE - della creazione di valore che può derivare dal mantenimento della più ampia base di clientela in una prospettiva temporale di medio-lungo periodo, quindi anche clientela che al momento versi in uno stato di “temporanea” difficoltà finanziaria.

Elementi per la valutazione di convenienza economica

Ulteriori affinamenti per tener conto:

- dei **tempi (e dei costi) di recupero** associati alle diverse decisioni di gestione dell'esposizione, che hanno evidentemente effetto sui valori attuali degli importi recuperabili;
- degli **effetti economici derivanti da eventuali riduzioni degli oneri finanziari** (e altre competenze) posti a carico dell'impresa;
- degli effetti in termini di **assorbimenti patrimoniali** conseguenti alle diverse decisioni e alle diverse ipotesi di *restructuring*;
- delle **conseguenze in termini di creazione/distruzione di valore** (ad esempio, in termini di EVA), considerato quindi anche il costo dell'*equity* sul capitale assorbito;
- dei rischi **residui di revocatoria** nel caso di erogazione di nuova finanza,
- delle eventuali **responsabilità** per revoca ingiustificata dell'affidamento o concessione abusiva del credito, secondo le diverse decisioni adottate;
- delle eventuali **responsabilità** implicite nell'assunzione dello status di socio, nel caso di conversione di parte dei crediti in partecipazioni.

Monitoraggio degli scostamenti dal piano pianificazione della way-out

Il monitoraggio del rispetto del piano di risanamento e la pianificazione della *way out* dalla partecipazione costituiscono due rilevanti impegni per la banca. Il primo impegno è tipico di qualsiasi ristrutturazione del debito

La pianificazione della *way-out* presenta profili di estrema rilevanza e delicatezza, ma anche margini di manovra molto ristretti.

Nell'ipotesi di successo del piano di risanamento, le opzioni sono:

i) la cessione a soggetti terzi

ii) la cessione allo stesso imprenditore o a soggetti ad esso riconducibili.

Del tutto astratta l'ipotesi dell'IPO e quindi della quotazione.

Piuttosto remota la possibilità di vedersi riconoscere un'opzione put da parte dell'imprenditore, come talvolta si osserva nelle operazioni di *private equity*.

La quota di partecipazione condiziona la praticabilità delle diverse soluzioni:

è evidente che nel caso di partecipazioni di minoranza risulterà meno agevole la cessione a soggetti terzi

inoltre il prezzo di cessione rifletterà uno sconto di minoranza.

Monitoraggio degli scostamenti dal piano pianificazione della way-out

In generale **le partecipazioni in imprese in «temporanea» difficoltà finanziaria**, acquisite a seguito di conversione di crediti, **si rivelano spesso e di fatto investimenti a lungo termine e di non facile smobilizzo**, investimenti quindi normalmente poco graditi alle banche, in quanto:

- risultano normalmente **infruttiferi**, trattandosi di imprese in perdita o con una redditività modesta, per lo più in presenza di una indispensabile e rigorosa politica di autofinanziamento, ove possibile;
- presentano **prospettive assai incerte in termini di possibili plusvalenze** da cessione e il concreto rischio per contro che si generino minusvalenze anche significative;
- comportano **rilevanti requisiti patrimoniali** per la banca, con l'effetto di comprimere le *performance* in termini di creazione di valore commisurata al capitale assorbito;
- impongono **una gestione e un monitoraggio inusuali** per le banche, rispetto alla tradizionale gestione delle esposizioni creditizie;
- tendono a dar luogo ad una **violazione di fatto del principio di separatezza**, pur nel rispetto delle formali regole di vigilanza, il che potrebbe comportare conflitti tra la posizione di socio e di creditore e quindi interferenze nelle decisioni della banca in relazione ai due diversi ruoli ricoperti.

Monitoraggio degli scostamenti dal piano pianificazione della way-out

Una vera attività di pianificazione della *way-out* da parte della banca si rivela poco praticabile

→ l'investimento auspicato come «temporaneo» potrebbe risultare in realtà a medio termine e la sua redditività a consuntivo (comprensiva della plus/minusvalenza) del tutto insoddisfacente o negativa, considerata a sé stante.

Di tanto dovrà tenersi conto in sede di “**valutazione della convenienza economica**” nell'assunzione di tali partecipazioni

La convenienza può essere valutata dalla banca soltanto nella più ampia prospettiva della valutazione del piano di risanamento e degli effetti sul valore delle esposizioni creditizie prodotti dalla complessiva ristrutturazione della posizione debitoria

19 fattori critici di successo della strategia di risanamento

Tenuto conto delle peculiarità delle diverse situazioni di crisi dell'impresa, i **fattori critici di successo della strategia di risanamento** non possono essere generalizzati, se non con riferimento a requisiti di carattere generale:

1. tempestivo intervento ai primi sintomi della crisi
2. piena comprensione delle cause della crisi
3. esistenza di valide ragioni che possano far ritenere reversibile la crisi, in particolare esistenza di prospettive industriali e dimensioni aziendali coerenti con le dinamiche di mercato e di settore;

Fattori critici di successo della strategia di risanamento

4. compagine sociale sufficientemente coesa
5. disponibilità della proprietà a fare “un passo indietro” rispetto alla gestione della società a favore di una gestione manageriale
6. disponibilità della proprietà a fornire un sostegno alla capitalizzazione dell'impresa
7. disponibilità della proprietà ad accogliere eventuali partner industriali e/o finanziari nella compagine sociale
8. disponibilità dei lavoratori ad accompagnare l'azione di risanamento con atteggiamento collaborativo

Fattori critici di successo della strategia di risanamento

9. esistenza di margini di riduzione del *cost/income*
10. esistenze di inefficienze organizzative che possano essere rimosse
11. esistenza di asset non strategici che possano essere dismessi
12. non eccessivo frazionamento dei debiti finanziari su un alto numero di soggetti
13. elaborazione di piani industriali credibili e resistenti a condizioni meno favorevoli; assistenza da parte di *advisors* con elevate competenze di analisi strategica e finanziaria, che godono di indiscussa *reputation* sul mercato
14. predisposizione di piani che evidenzino il superamento delle criticità su un orizzonte non superiore a tre-cinque anni

Fattori critici di successo della strategia di risanamento

15. identificazione preventiva delle opzioni strategiche e tattiche da valutare nel corso del periodo di piano

16. selezione di esperti per le attestazioni dei piani di risanamento di elevato standing, con caratteristiche di indipendenza, e che interpretino il proprio ruolo autenticamente secondo la legge

17. rapidità di decisione e azione da parte delle banche

18. disponibilità delle banche ad acquisire partecipazioni di minoranza o a sottoscrivere comunque strumenti partecipativi

19. realizzazione di uno stretto monitoraggio delle azioni e dei risultati dell'impresa nel periodo di piano

Recenti modifiche alla legge fallimentare
D.L. 78/2010 e modificazioni in sede di conversione

Recenti modifiche alla legge fallimentare

art.182-quater (*Disposizioni in tema di prededucibilità dei crediti nel concordato preventivo, negli accordi di ristrutturazione dei debiti*),

*« 1. I crediti derivanti da finanziamenti in qualsiasi forma effettuati da banche e intermediari finanziari iscritti negli elenchi di cui agli articoli 106 e 107 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, **in esecuzione** di un concordato preventivo di cui agli articoli 160 e seguenti ovvero **di un accordo di ristrutturazione dei debiti omologato** ai sensi dell'articolo 182-bis) **sono prededucibili** ai sensi e per gli effetti dell'articolo 111.*

Recenti modifiche alla legge fallimentare

2. Sono parificati ai prededucibili ai sensi e per gli effetti dell'articolo 111, i crediti derivanti da finanziamenti effettuati dai soggetti indicati al precedente comma in funzione della **presentazione** della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo o **della domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti**, qualora i finanziamenti siano previsti dal piano di cui all'articolo 160 o dall'accordo di ristrutturazione e purché la prededuzione sia espressamente disposta nel provvedimento con cui il tribunale accoglie la domanda di ammissione al concordato preventivo ovvero l'accordo sia omologato.

.....

Stranamente, però, le previsioni di cui all'articolo 182 quater non riguardano il piano di risanamento e di riequilibrio di cui all'articolo 67, comma 3, lettera d), istituito particolarmente adatto alla gestione preconcorsuale della crisi d'impresa in quanto impedisce l'azione revocatoria con una procedura più snella di quella prevista per gli accordi di ristrutturazione dei debiti.

Recenti modifiche alla legge fallimentare

ART. 217-bis. - (Esenzione dai reati di bancarotta)

1. Le disposizioni di cui all'articolo 216, terzo comma*, e 217** non si applicano ai pagamenti e alle operazioni compiuti in esecuzione di un concordato preventivo di cui all'articolo 160 o di un accordo di ristrutturazione dei debiti omologato ai sensi dell'articolo 182-bis ovvero del piano di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d).