

Dipartimento di Economia Aziendale
Università degli Studi di Verona

**SUPERARE LA CRISI CON I PIANI DI
RISANAMENTO E GLI ACCORDI DI
RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI
*UN PRIMO BILANCIO***

a cura di
Michele Rutigliano

Introduzione di Gianfranco Gilardi
Presidente del Tribunale di Verona

Giuffrè Editore, Milano, 2010

INDICE

Prefazione del prof. Michele Rutigliano.....	VII
Introduzione del dr. Gianfranco Gilardi	IX

EQUILIBRIO ECONOMICO E FINANZIARIO DI IMPRESA, PIANI DI RISANAMENTO E ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI

di Michele Rutigliano

1. Piani di risanamento e accordi di ristrutturazione dei debiti nella nuova legge fallimentare	1
2. L'equilibrio economico e l'equilibrio finanziario.....	2
3. La pianificazione finanziaria richiesta dagli art. 67 e 182- <i>bis</i> L.F.....	6
4. "Ragionevolezza del piano di risanamento" e valutazione dell'"attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti"	9
5. Conversione di crediti in strumenti ibridi, strumenti partecipativi o equity	14
6. Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria	17
7. Articolazione del piano di risanamento, giudizio di reversibilità della crisi, monitoraggio degli scostamenti dal piano, pianificazione della way-out	20
8. Elementi per la valutazione di convenienza economica	24

I PIANI INDUSTRIALI E FINANZIARI NELLE CRISI DI IMPRESA: CASI ED ESPERIENZE

di Luca Penna

1. I piani industriali e finanziari nelle crisi di impresa: contenuti e best practices.....	33
1.1 I contenuti del piano industriale e finanziario	33
1.2 Le best practices nella predisposizione dei piani industriali e finanziari.....	35
1.3 I dati di partenza del piano	35
1.4 La chiarezza e la trasparenza delle assumptions.....	36
1.5 Il dettaglio del piano	36
1.6 Gli scenari di sensitivity	37
1.7 I meccanismi di aggiustamento	38
1.8 Le milestones di verifica del piano	39

IV PIANI DI RISANAMENTO E ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI

2. La proposta di ristrutturazione finanziaria “in continuità”: fattori critici di successo, le fasi ed il processo	39
2.1 La valutazione della strategia di risanamento.....	40
2.2 Percorso di risanamento in continuità	41
2.3 Percorso di “liquidazione guidata”	42
2.4 Le fasi e le tempistiche	43

L’AVVIO DEL PROCESSO, LA DOCUMENTAZIONE NECESSARIA ED IL RUOLO DELL’ESPERTO

di Massimiliano Bonamini

1. Gli attori delle ristrutturazioni ed il ruolo del Perito.....	47
2. La nomina ed i requisiti del perito	49
2.1 La designazione dell’esperto	49
2.2 I requisiti professionali richiesti all’esperto.....	52
3. La situazione di partenza	54
4. I lavori di verifica	57
5. La responsabilità del professionista.....	61

L’ESPERIENZA DI UNICREDIT CORPORATE BANKING NELLE AZIONI DI RISANAMENTO E RESTRUCTURING DELLA PROPRIA CLIENTELA

di Tiziano Piemontesi

1. Congiuntura Economica e impatto sulle imprese	63
2. Restructuring & Monitoraggio Portafoglio Problematico in UniCredit Corporate Banking.....	64
3. Restructuring Activity	66
4. Situazioni tipiche di Ristrutturazione Finanziaria	68
4.1 “Standstill Agreement”/Accordo di Moratoria.....	68
4.2 Consolidamento/Riscadenzamento dell’indebitamento.....	69
4.3 Erogazione di Nuova Finanza.....	69
4.4 Conversione in “Equity” o in strumenti “Semi Equity”	71
4.5 Aumento di Capitale e ricerca Nuovi Partner	72
4.6 Altre azioni di Restructuring	72
5. Prime esperienze di Ristrutturazione	74

PREFAZIONE

Michele Rutigliano

Il presente volume raccoglie gli atti del Convegno “Come superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione del debito: un primo bilancio”, tenutosi a Verona presso la Sala Conferenze di Unicredit Corporate Banking il 19 novembre 2009, con il patrocinio dell’Università degli Studi e del Dipartimento di Economia Aziendale.

I relatori evidenziano i tratti maggiormente rilevanti dei piani di risanamento e degli accordi di ristrutturazione dei debiti, istituti introdotti dalla riforma del diritto fallimentare con la finalità di consentire il salvataggio e il risanamento delle imprese che nel corso della loro vita si trovano a dover affrontare crisi di natura reversibile.

Dapprima esamino i diversi profili legati agli equilibri economici e finanziari dell’impresa, i quali devono rappresentare gli obiettivi di fondo alla base dei *business plan* redatti in occasione di tentativi di risanamento aziendale e la cui fondatezza deve essere oggetto di accurata verifica da parte del professionista chiamato ad accertare la ragionevolezza del piano di risanamento o l’attuabilità dell’accordo di ristrutturazione dei debiti. Inoltre mi concentro sugli aspetti più significativi dell’operazione di conversione dei crediti in strumenti ibridi, strumenti partecipativi o *equity* dell’impresa, analizzando la normativa contenuta nelle disposizioni di vigilanza di Banca d’Italia e gli elementi che devono essere presi in considerazione dall’istituto di credito che, nell’ambito di un piano di salvataggio, stia valutando la convenienza della soluzione in oggetto.

In seguito il dr.Luca Penna analizza da un lato quelli che sono i contenuti e le *best practices* che caratterizzano la predisposizione dei piani industriali e finanziari per il superamento della crisi e d’altro lato le singole strategie di risanamento che possono essere attuate, soffermandosi in particolare sull’esame delle diverse fasi che le contraddistinguono e sui fattori critici di successo la cui presenza si rivela essenziale affinché il *turnaround* vada a buon fine.

Successivamente il dr.Massimiliano Bonamini descrive il ruolo ricoperto dal perito nel processo di risanamento aziendale, individuando il soggetto che deve nominarlo, le verifiche che deve realizzare sui dati di partenza del piano, le analisi da compiere per arrivare a rilasciare un

giudizio corretto e le responsabilità in cui potrebbe incorrere nell'eventualità che non svolgesse l'incarico con la dovuta diligenza.

Conclude il dr. Tiziano Piemontesi, che presenta l'esperienza diretta in materia di ristrutturazioni finanziarie di Unicredit Corporate Banking. Egli approfondisce, dal punto di vista della banca, le tipiche misure di *financial restructuring* poste in essere in presenza di crisi di impresa ritenute reversibili, consistenti nella moratoria dei pagamenti, nel consolidamento del debito, nella concessione di nuova finanza, nella conversione dei crediti in strumenti partecipativi del capitale dell'impresa e nella ricerca di partner industriali o finanziari per la ricapitalizzazione.

Un particolare ringraziamento va al dr. Gianfranco Gilardi, Presidente del Tribunale di Verona, che ci ha onorato introducendo i lavori del Convegno con una relazione nella quale viene dato rilevante risalto ai profili innovativi degli art. 67 e 182-*bis*, ma anche ai limiti che allo stato attuale gli istituti finalizzati a favorire il superamento delle crisi aziendali denotano e che dovrebbero perciò essere urgentemente rimossi per accrescere l'efficacia e la validità dei piani di risanamento e degli accordi di ristrutturazione ai sensi della disciplina in discussione.

Si ringrazia infine lo Studio Bonamini & Partners, per il prezioso supporto organizzativo e finanziario che ha reso possibile la realizzazione dell'evento e la pubblicazione degli atti.

INTRODUZIONE

Gianfranco Gilardi

Presidente del Tribunale di Verona

La trattazione dei temi di cui si parlerà in questo convegno mira ad una verifica intorno alla effettività ed all'efficacia degli strumenti introdotti con la riforma della legge fallimentare nella prospettiva di indurre ad affrontare tempestivamente le situazioni di crisi per salvare le imprese ancora vitali. Questa prospettiva, com'è noto, ha preso l'avvio quando il legislatore – accantonati i numerosi progetti che si erano succeduti negli ultimi anni allo scopo di introdurre un'organica e razionale ricomposizione della *disciplina dell'insolvenza* – in sede di conversione del decreto legge sulla “competitività” ha scelto la strada di lasciare maggiore spazio alla negoziazione delle parti nella gestione della crisi dell'impresa.

Tale finalità, che si è andata precisando con i successivi interventi di cui al d. lgs. n. 5 del 2006 e n. 169 del 2007, si ispira all'esigenza di superare la concezione delle procedure concorsuali come strumenti funzionali esclusivamente alla tutela dei creditori ed all'interesse ad ottenere una somma di denaro, anche se decurtata e/o dilazionata rispetto all'importo del credito vantato, per far posto ad un'altra visione, secondo cui l'impresa, anche se in crisi, costituisce un bene relativamente al quale vi possono essere soggetti interessati ad intervenire, contrattare ed investire, in una prospettiva preordinata ad una pluralità di obiettivi: una miglior tutela dei creditori; la conservazione dell'azienda, nella sua globalità o nelle sue parti più consistenti e significative; un beneficio per lo stesso mercato in cui potrà aversi riallocazione di ricchezza mediante l'investimento in aziende ancora valide da parte di terzi, di creditori o, in ultima ma non impossibile istanza, dello stesso fallito.

Strumenti essenziali dell'intervento riformatore, teso non soltanto ad individuare soluzioni alternative alla liquidazione fallimentare ma, prima ancora, strumenti di governo tempestivo della crisi e di composizione concordata di essa, sono – oltre che la rinnovata disciplina del concordato preventivo – il *piano di risanamento della esposizione debitoria e di riequilibrio della situazione finanziaria dell'impresa*, di cui al novellato art. 67, secondo comma lett. d) della legge fallimentare, e gli *accordi di ristrutturazione dei debiti* di cui al novellato art. 182-bis legge

fallimentare, cui è da aggiungere anche la transazione fiscale di cui al novellato art. 186-ter.

Il tempo trascorso dalla novellazione è forse ancora troppo breve per fare valutazioni intorno ad istituti costituenti il primo tentativo di tipizzazione normativa della figura del concordato stragiudiziale, nell'ambito di una più generale tendenza alla c.d. "privatizzazione dell'insolvenza", la cui configurazione, validità ed efficacia ha impegnato dottrina e giurisprudenza per più di sessant'anni.

La prima e fugace impressione è tuttavia che l'obiettivo di prevenzione delle situazioni di crisi sia ancora lontano dall'essere raggiunto, probabilmente anche perché, essendo la ristrutturazione dell'impresa fondata nella normalità dei casi sui finanziamenti, da cui dipendono sia la possibilità di gestione della fase di emergenza, sia la successiva impostazione del processo di ritorno al valore, in tempi di crisi economica ne diventa più difficile il reperimento. E sarebbe interessante conoscere quante volte non solo gli accordi di ristrutturazione, ma gli stessi piani di risanamento vengano utilizzati con effettive finalità di recupero produttivo dell'impresa anziché in funzione semplicemente liquidatoria dei debiti pendenti.

La disciplina dei piani attestati di cui all'art. 67, secondo comma lett. d) della Legge Fallimentare è del resto assai laconica. La legge, ad esempio, non regola in alcun modo il contenuto del piano e, in particolare, nulla dice in ordine a come il piano debba essere predisposto, alla durata di esso, al contenuto che deve avere per poter essere attestato dal professionista, né vengono fornite indicazioni circa il grado di legittimo affidamento che l'esperto può riporre nei dati fornitigli dall'imprenditore, o circa la necessità che egli certifichi la veridicità dei dati aziendali (come invece è espressamente richiesto al professionista che redige la relazione accompagnatoria della domanda di concordato preventivo) e, più in generale, in ordine al come debba essere redatta l'attestazione affinché produca – nell'eventualità del successivo fallimento dell'impresa – l'effetto protettivo rispetto agli atti contemplati nel piano.

Dalla norma si desume un solo dato certo: i piani attestati, se sono ragionevoli, pongono al riparo gli atti compiuti in loro esecuzione dall'azione revocatoria, ossia da una azione che oggi tuttavia, sia in ragione della limitazione delle ipotesi in cui può essere utilizzata, sia in considerazione dei più ristretti limiti temporali cui può essere riferita, vede assai ridotta la propria portata.

Più articolata appare invece la disciplina degli accordi di ristruttura-

zione, avendo tra l'altro le modifiche introdotte con la legge 169/2007 contribuito a chiarire alcune delle questioni che si ponevano con il testo originario dell'art. 182-*bis*, anche se sono ancora molti i temi aperti, tra cui in particolare quelli relativi alla disciplina fiscale, ma, se si vuole, lo stesso problema della natura dell'istituto, da alcuni considerato come mera variante del concordato preventivo, dalla maggioranza ritenuto invece (e credo a ragione) quale strumento dotato di propria autonomia.

Resta circondato da interrogativi il tema della configurabilità di ipotesi di responsabilità civile e penale in capo ai soggetti che partecipano ai processi di risanamento, e delle banche in particolare, qualora il risanamento auspicato non venga portato a compimento con particolare riferimento all'erogazione di nuova finanza o al mantenimento delle linee di credito già in corso; e vi sono altri aspetti problematici quali, in particolare, quelli riferiti al ritardo dell'imprenditore nella denuncia del proprio stato di crisi; alla ristrettezza del termine di sessanta giorni prevista dall'art. 182-*bis* per il blocco delle azioni esecutive individuali; ai tempi del perfezionamento di un piano attestato, che, come è noto, difficilmente si può realizzare in meno di quattro/sei mesi durante i quali, proprio a causa delle incertezze, le banche sono restie ad erogare la cosiddetta finanza ponte. Ed al riguardo non può non sottolinearsi come resti al di fuori di previsioni legislative il tema pur rilevante del finanziamento interinale o – appunto – del “finanziamento – ponte” quale strumento spesso essenziale al fine di conservare all'impresa in ristrutturazione, durante il periodo necessario per la redazione del piano e per la sua attestazione, prospettive di continuità aziendale, anche in vista di un'eventuale cessione a terzi.

Questi temi ed altri ancora, stanno tutti sullo sfondo del convegno di oggi, che servirà a compiere un primo, importante bilancio sul modo in cui sono stati intesi i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione e, in particolare, se essi abbiano avuto di vista o no un'autentica prospettiva di continuità aziendale e la stretta correlazione che nello spirito della riforma deve sempre esistere tra equilibrio economico ed equilibrio finanziario; in che modo siano stati intesi nell'esperienza pratica i concetti di “ragionevolezza del piano di risanamento” e la valutazione circa l'“attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti”; quale sia il grado di rispondenza delle analisi e delle attestazioni del professionista rispetto alla funzione che per esse è stata immaginata dalla legge; quali sia stato il ruolo delle banche e quali le soluzioni organizzative e gestionali elaborate per favorire i processi di ristrutturazione e, in definitiva, se piani ed accordi abbiano davvero funzionato nel senso che il le-

gislatore auspicava o se, al contrario, non possano esservi stati effetti di distorsione e di allentamento nella valutazione del merito del credito, con ricadute non tanto e non solo sul settore finanziario e bancario in sé, quanto insieme e soprattutto sul sistema produttivo complessivamente considerato, incrinando in qualche modo quella prospettiva di solidarietà e di sostegno che appare tanto più forte proprio nei momenti di grave crisi economica e finanziaria come quelli che stiamo vivendo a livello planetario.

EQUILIBRIO ECONOMICO E FINANZIARIO DI IMPRESA, PIANI DI RISANAMENTO E ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI

Michele Rutigliano

Università degli Studi di Verona, Dipartimento di Economia Aziendale

1. Piani di risanamento e accordi di ristrutturazione dei debiti nella nuova legge fallimentare

La legge fallimentare riformata pone notoriamente grande attenzione al tema del recupero, da parte dell'impresa in crisi, di condizioni di equilibrio economico-finanziario (1). Quindi un equilibrio prospettico, la cui valutazione richiede notevole esperienza e robuste competenze di tipo aziendalistico.

È evidente il riferimento all'art. 67 L.F., ove la norma recita che:

“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”

Ma anche il nuovo art. 182-bis L.F. enfatizza 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.”

(1) Cfr. RUTIGLIANO M., *Equilibrio economico e finanziario di impresa, piani di risanamento e accordi di ristrutturazione dei debiti, ruolo della banca*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n.1, 2010; RUTIGLIANO M., *La “conversione” dei crediti delle banche in capitale di rischio. Spunti per una valutazione della convenienza economica*, in «Banche e banchieri» (di prossima pubblicazione). In argomento, anche FACCINCANI L., *Banche, imprese in crisi e accordi stragiudiziali di risanamento*, Giuffrè, Milano, 2007.

Il piano di risanamento e l'accordo di ristrutturazione dei debiti meritano quindi una particolare attenzione anche in una prospettiva di interesse per la Finanza aziendale. Entrambi infatti, sia pure diversamente regolati e – si deve ritenere – formalmente riferibili a momenti diversi, e di diversa gravità, dello stato di difficoltà in cui versa l'impresa, presentano tratti comuni, in quanto sempre proiettati verso il raggiungimento di condizioni di maggiore stabilità e quindi verso il ritorno ad una situazione capace di scongiurare il rischio che la crisi divenga irreversibile e conduca al fallimento dell'impresa stessa.

Si deve peraltro ritenere che, quanto meno negli obiettivi di fondo, se non proprio nella architettura e nei contenuti, non vi siano 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 e non, negli accordi *ex-art.182-bis*, una mera prospettiva liquidatoria. Ciò in quanto non possono non coesistere, su un orizzonte non breve, sia gli equilibri economici, sia quelli finanziari, necessari per fornire credibilità al piano di risanamento, ovvero al piano di ristrutturazione dei debiti (2). Meritano a tal proposito di essere richiamati i concetti di equilibrio economico e finanziario.

2. *L'equilibrio economico e l'equilibrio finanziario*

L'equilibrio economico attiene alla capacità dell'impresa di generare sistematicamente un risultato economico positivo in una prospettiva temporale di medio periodo; un risultato, quindi, non derivante da circostanze favorevoli, ma occasionali e straordinarie, o condizionate dalle regole contabili adottate. Si tratta evidentemente di una condizione che va ricercata mediante idonee scelte strategiche e di posizionamento, con un continuo adattamento ai mutevoli scenari di ambiente e di mercato.

Il termine ‘risultato economico’ va qui inteso in senso ampio, non solo con riferimento al risultato netto di esercizio. Rilevano infatti la composizione e la struttura del risultato, quindi la marginalità che emerge dalle combinazioni produttive e commerciali, ai vari livelli del conto

(2) Relativamente ai contenuti, va invece evidenziato che il piano di risanamento potrebbe, ma solo astrattamente, non comportare una ristrutturazione del debito, bensì fondarsi su altri interventi: ricapitalizzazione, cessione di asset, allargamento della compagine sociale a partner finanziari o industriali, etc.

economico nella sua tipica configurazione scalare. Né può generalizzarsi in merito alla gerarchia della significatività dei 'margini' in termini segnaletici (valore aggiunto, margine operativo lordo e netto, utile ante gestione finanziaria, etc.), dovendosi necessariamente apprezzarli in relazione alle caratteristiche strutturali e funzionali dell'impresa, al settore di appartenenza e alle congiunture di mercato.

La presenza di un 'risultato' prospetticamente positivo è tuttavia condizione necessaria ma non sufficiente perché possa ritenersi soddisfatta, sia pure su basi previsionali, la condizione di equilibrio economico. Quest'ultima è infatti definita da una pluralità di ulteriori profili che la qualificano e precisano, apprezzabili alla luce di indicatori di natura contabile, in quanto desumibili dai bilanci di esercizio previsionali, o di natura gestionale. Si pensi alla redditività netta sui mezzi propri, alla redditività operativa sul capitale investito (attivo netto), agli indicatori sintetici di marginalità (sulle vendite, sul valore aggiunto, etc.), agli indicatori di produttività e di efficienza. Ma si pensi anche agli indicatori gestionali volti a far emergere la potenzialità di creazione di valore per gli azionisti mediante l'esplicita considerazione del parametro extra-contabile rappresentato dal costo dell'*equity*, quale ad esempio l'EVA (*Economic Value Added*).

Va peraltro considerato che, nelle imprese operanti su diversi segmenti di mercato con una certa diversificazione di prodotto, l'apprezzamento delle complessive condizioni di equilibrio economico non potrà prescindere dall'analisi degli equilibri nell'ambito delle singole *Strategic Business Unit* o *Cash Generating Unit*, nel linguaggio dei principi contabili internazionali. Ciò all'evidente fine di far emergere gli eventuali effetti di compensazione fra risultati di diversa entità o anche di diverso segno, i quali a certe condizioni possono pure essere consapevolmente accettati dall'impresa, ove siano presenti sinergie di produzione o commercializzazione, obiettivi di gamma e *mix* di prodotto oppure esigenze di contrasto rispetto a *competitors*, etc. Certamente è difficile però ritenere che possano sostenersi indefinitamente ambiti di operatività che distruggono valore per gli azionisti.

Va poi considerata la relazione che sussiste fra equilibrio economico ed equilibrio finanziario, ove si colga che, per il tramite dell'autofinanziamento e quindi della politica di distribuzione degli utili, viene a configurarsi il livello di "sviluppo sostenibile" da parte dell'impresa a parità di rapporto di indebitamento, tenutosi anche conto delle possibili operazioni sul capitale da realizzarsi per allentare il vincolo finanziario alla crescita.

Anche l'equilibrio finanziario costituisce una condizione caratterizzata da varie tonalità, apprezzabile secondo diverse prospettive di analisi.

Alcuni aspetti dell'equilibrio sono identificabili mediante caratteristiche grandezze di bilancio, quali il margine di struttura e il margine di tesoreria. Il primo notoriamente pone a confronto il patrimonio netto (al netto anche delle distribuzioni di dividendi deliberate) e le immobilizzazioni. Il secondo confronta le attività correnti (al netto delle rimanenze) e le passività a breve termine. Più in generale, sono parte di questo approccio alla valutazione dell'equilibrio finanziario tutti gli indicatori di bilancio (correnti e prospettici) che definiscono: a) la struttura su base comparativa delle fonti e degli impieghi; b) la composizione del passivo e del netto; c) il grado di sostenibilità degli oneri finanziari, quindi il peso degli stessi sul MOL o sull'utile ante gestione finanziaria. La posizione finanziaria netta integra l'analisi dell'equilibrio finanziario, evidenziando (se negativa) il peso dei debiti finanziari al netto delle disponibilità finanziarie; in alcuni casi è considerato conveniente rapportare la PFN a margini reddituali di conto economico, ad esempio l'EBITDA (MOL). È solo il caso di ricordare che a nessuno di questi indicatori di equilibrio finanziario può essere associato un livello "critico" in assoluto, anche se talune "soglie" sono di frequente utilizzate nei contratti di finanziamento a medio termine – o più in generale proprio nell'ambito di accordi di ristrutturazione o piani di risanamento – quali livelli di sicurezza il cui rispetto è richiesto dai finanziatori medesimi a "garanzia" del perseguimento di obiettivi di equilibrio economico-finanziario (*covenant*) (3).

In una prospettiva più dinamica è ancora evidente l'interdipendenza fra l'equilibrio economico e l'equilibrio finanziario. Basti considerare la rilevanza dei ritmi di crescita prospettica del fatturato e delle conseguenze attese in termini di necessario dimensionamento del capitale investito (fisso e circolante), in presenza di un relativamente stabile indicatore di intensità di capitale. Infatti la variazione del fabbisogno finanziario complessivo (sviluppo del capitale investito) e del fabbisogno finanziario esterno, vale a dire al netto dell'autofinanziamento, riflettono rispettivamente la dinamica della crescita attesa dell'impresa, come misurabile dai fatturati previsti, la redditività prospettica e le politiche di distribuzione degli utili (*payout*). Certamente il grado di rigidità delle

(3) Quali *covenant*, ad esempio il MOL, spesso secondo una griglia di valori crescenti lungo la durata del piano, e i rapporti PFN/MOL e PFN/Patrimonio netto perlopiù secondo una griglia di rapporti decrescenti.

caratteristiche di intensità di capitale con le quali opera l'impresa, piuttosto che l'esistenza di margini di manovra per la riduzione dell'intensità di capitale (margini di ottimizzazione della gestione del circolante ed esistenza di capacità produttiva inutilizzata) precisano le implicazioni finanziarie delle dinamiche dei fatturati nelle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa.

Secondo una prospettiva limitata agli equilibri di tesoreria, l'equilibrio finanziario è inteso come la capacità di far fronte alle uscite di cassa con sufficienti entrate, su un orizzonte di relativamente breve periodo. Indicatori di bilancio, ma, più convenientemente, puntuali budget di cassa, consentono di supportare la valutazione circa l'esistenza di idonee condizioni di equilibrio nella prospettiva accennata. Per contro, in una visione di medio termine, quella certamente più rilevante perché possa confermarsi una condizione di "risanamento" e di riequilibrio della situazione finanziaria, i preventivi finanziari su base pluriennale consentono di accertare la dinamica finanziaria prospettica, anticipando la formazione di *surplus* o *deficit* finanziari lungo il periodo di programmazione. La struttura dei preventivi finanziari non è peraltro univoca, dipendendo strettamente dagli obiettivi dello sforzo previsionale. Certamente devono risultare completi, non trascurando alcun possibile canale di alimentazione o assorbimento delle risorse finanziarie. In questa prospettiva di medio termine, quindi, l'equilibrio finanziario non si configura secondo un'accezione predefinita, bensì come la condizione di compatibilità con vincoli finanziari esterni o interni, ad esempio la capacità di soddisfare il servizio del debito, o di ridurre la PFN secondo un predefinito percorso richiamato da specifici *covenant*, o di accompagnare la crescita dell'impresa senza alterare significativamente (o migliorando) il profilo strutturale della composizione delle fonti di risorse finanziarie a disposizione dell'impresa, oppure proprio la capacità di assicurare il pagamento dei creditori estranei agli accordi per la ristrutturazione dei debiti *ex-art. 182-bis L.F.*, etc.

Alla luce delle considerazioni fin qui svolte ritengo davvero evidente quanto affermato in premessa, vale a dire che sia il "*piano di risanamento della esposizione debitoria*" *ex-art. 67 L.F.*, sia "*l'accordo di ristrutturazione del debito*" *ex-art. 182-bis L.F.* costituiscono uno speciale momento di programmazione economica e finanziaria, destinata ad accertare, ben oltre la letteralità della norma ed il richiamo al solo profilo finanziario, le prospettive complessive dinamiche reddituali, patrimoniali e finanziarie dell'impresa sull'orizzonte di pianificazione. E ciò significa non soltanto recepire consapevolmente i richiamati intrecci tra

profili economici e finanziari della gestione, bensì ammettere che un piano di risanamento o un accordo di ristrutturazione del debito presuppongono una positiva valutazione prospettica circa la dinamica degli equilibri economici, oltreché di quelli finanziari.

Risulta infatti scarsamente plausibile il conseguimento di un obiettivo di risanamento sotto il profilo finanziario in presenza di un perdurante squilibrio di natura economica. Il profilo economico andrà quindi analizzato congiuntamente a quello finanziario, e ciò è necessario anche tenuto conto che la redditività operativa attesa costituisce una importante componente proprio del preventivo finanziario. Ma considerazioni analoghe possono svolgersi anche relativamente agli accordi per la ristrutturazione del debito, non potendosi configurare una valutazione circa la tenuta dell'accordo, con riferimento al rispetto delle condizioni concordate con le banche e/o i fornitori, nonché una valutazione circa l'idoneità dell'accordo medesimo ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei, in assenza di una programmazione economica che alimenti le previsioni finanziarie e contribuisca alle stesse.

La pianificazione finanziaria richiesta dagli art. 67 e 182-bis L.F. si inquadra quindi necessariamente nell'ambito di un *business plan* all'interno del quale il piano economico-finanziario (PEF) risulterà particolarmente analitico sotto il profilo dei contenuti e solido per quanto concerne le ipotesi sottostanti. Il PEF consta, appunto, di una parte dedicata proprio all'esplicitazione delle ipotesi con riferimento allo sviluppo atteso dei ricavi e dei costi, alle dinamiche del circolante, ai nuovi investimenti e a quelli di rinnovo, alle operazioni di acquisizione di nuove risorse finanziarie e al servizio del debito, alle proiezioni dei tassi di interesse e dei tassi di inflazione, e via enumerando. Sulla base delle ipotesi formulate sono costruiti i bilanci proforma (stati patrimoniali e conti economici, secondo le regole di bilancio adottate dall'impresa), nonché i preventivi finanziari cui anche più sopra si è accennato. Un'analisi di sensibilità, che consenta di apprezzare i riflessi sui risultati economici e sui flussi di cassa di diverse ipotesi relativamente a variabili chiave, costituisce un necessario completamento del *business plan*.

3. La pianificazione finanziaria richiesta dagli art. 67 e 182-bis L.F.

Se la pianificazione finanziaria richiesta dagli articoli in oggetto presuppone la costruzione di un piano industriale che consideri sia il profilo economico, sia quello patrimoniale-finanziario, la struttura del PEF non

necessariamente deve ritenersi omogenea nei due casi.

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*”. Le precedenti considerazioni sul tema dell'equilibrio finanziario suggeriscono però che 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”. Si aggiunga che 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 emerge da un'analisi che viene interrotta artificialmente a certa data futura.

Posto che le situazioni di “risanamento” e di “riequilibrio” non costituiscono due diversi profili dello stato e della dinamica finanziaria dell'impresa, bensì riflettono una medesima condizione finale, dove il risanamento è il processo che conduce al riequilibrio finanziario, in linea di principio si può ritenere che detta condizione sia 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 torni a livelli economicamente sopportabili, per incremento della marginalità e per riduzione della PFN negativa, il servizio del debito sia assicurato, nonché il rischio percepito dai finanziatori e dai mercati finanziari si ripositioni su classi di *rating* meno problematiche.

Le considerazioni di cui sopra richiamano quindi una nozione di sostenibilità del debito sotto il profilo interno (sopportabilità economica) ed esterno (accettabilità) e spingono comunque verso la ricerca di indicatori di sintesi, che si aggiungano a quelli tipici dell'analisi di bilancio tradizionale. A questo proposito potrebbe valutarsi nel concreto l'eventuale utilità di mutuare almeno un indicatore dall'esperienza valutativa tipica del *project financing*, adattato agli scopi di cui si discute e con funzione complementare. Ad esempio il c.d.: ADSCR: *Annual Debt Service Cover Ratio*.

Nelle analisi per le valutazioni tipiche del *project financing*, esso misura, per ciascun anno del periodo di rimborso del debito necessario per il finanziamento del progetto, il rapporto fra il flusso di cassa generato dal progetto stesso e disponibile per il servizio del debito (numeratore) e il servizio del debito (denominatore). L'indicatore preferibilmente do-

vrebbe essere sempre superiore all'unità; quanto più elevato è l'indicatore, tanto più "bancabile", vale a dire di interesse per le potenziali banche finanziatrici sotto il profilo del rischio di mancato rimborso, è da ritenersi il progetto.

Per adattare l'indicatore allo specifico obiettivo di valutare la condizione di risanamento e riequilibrio finanziario dell'impresa, soprattutto nel caso di piani economico-finanziari particolarmente estesi temporalmente, si può così semplicemente procedere. L'ADSCR (*Annual Debt Service Cover Ratio*) andrebbe sempre computato, per ciascun anno del periodo di programmazione, come rapporto fra il flusso di cassa generato dall'impresa e disponibile per il servizio del debito (numeratore) e lo stesso servizio del debito (denominatore). La peculiarità derivante dall'eventuale uso di questo indicatore ai fini in discussione consiste nel considerare come "servizio del debito" sia quello relativo a eventuali finanziamenti a medio termine caratterizzati da un ben definito piano di ammortamento, sia gli oneri finanziari sulle altre esposizioni, sia le contrazioni programmate delle esposizioni finanziarie a breve termine e a vista secondo quanto previsto dal piano di risanamento dell'esposizione debitoria. È peraltro evidente che questo indicatore non aggiunge informazioni rispetto a quelle direttamente desumibili dal PEF, bensì sintetizza un profilo di equilibrio.

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 qui evidenziare in generale la sostenibilità del complessivo debito ristrutturato e specificamente il regolare pagamento dei creditori estranei all'accordo.

La struttura del PEF presenterà opportunamente 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. Gli altri creditori dovranno poter trarre convincimento che l'accordo raggiunto consentirà al debitore di rispettare i propri impegni finanziari, così come si configurano dopo la ristrutturazione del debito; non necessariamente il PEF dovrà però spingersi fino ad abbracciare l'intero piano di rimborso dei debiti ristrutturati.

Poiché le previsioni finanziarie non possono prescindere da proiezioni

reddituale, l'analisi economica, finanziaria e patrimoniale potrà essere effettuata secondo quanto già esposto in precedenza.

4. *“Ragionevolezza del piano di risanamento” e valutazione dell’“attuabilità dell’accordo di ristrutturazione dei debiti”*

Al professionista indipendente l'art. 67 L.F. 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. Bensì una complessiva valutazione di “ragionevolezza”, vale a dire di “conformità alla ragione e al buon senso” (Zingarelli, 2009).

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. Ciò non costituisce impegno di poco conto, ma pressoché esaurisce in normali circostanze l'attività richiesta all'esperto indipendente. In altri termini si deve in linea di principio ritenere che il PEF sottoposto dall'impresa al professionista di regola già si presenti come apparentemente in grado di conseguire lo scopo del risanamento dell'esposizione debitoria e che quindi non evidenzii limiti sotto il profilo della sua capacità di assicurare un riequilibrio della situazione finanziaria. Va però ricordato che la condizione di equilibrio finanziario è a sua volta oggetto di valutazione soggettiva e non il risultato dell'applicazione di una formula matematica, sicché l'esperto indipendente sarà chiamato a valutare se il percorso verso il riequilibrio, rappresentato nello sviluppo del PEF che gli viene sottoposto, possa davvero essere considerato tale alla luce delle proprie competenze ed esperienze o se non richieda più incisive azioni da parte dell'impresa. A tal fine, sarà necessario ricondurre la verifica coerentemente con le nozioni di equilibrio finanziario in precedenza enunciate.

Va in ogni caso evidenziato che in pratica lo sviluppo del PEF è di regola effettuato dall'impresa in diretto contatto con il professionista che sarà chiamato a rilasciare l'attestazione di ragionevolezza, il quale tenderà a far valere il peso della propria professionalità ed autorevolezza al fine di positivamente orientare il piano affinché si configuri come idoneo allo scopo di cui alla citata norma. Tale approccio “collaborativo” tra società ed esperto, apparentemente ottimale rispetto al fine di conseguire l'attestazione, non deve però far venir meno l'impegno diretto e

responsabile del *management* rispetto alla struttura e ai contenuti del piano: soltanto un piano che nasca all'interno della società e che sia elaborato dai suoi *manager* può comportare un forte *commitment* a perseguire gli obiettivi indicati mediante gli strumenti precisati nel *business plan*.

Al professionista indipendente l'art.182-*bis* L.F. chiede una relazione sull'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei. Anche in questo caso, se il PEF risulta correttamente impostato e strutturato rispetto agli obiettivi normativi, l'esperto potrebbe limitarsi ad una valutazione della plausibilità delle ipotesi su cui il piano, che di fatto integra e giustifica l'accordo di ristrutturazione dei debiti, è costruito. Anche in questo caso è però realistico che l'esperto sia chiamato dai soggetti interessati a partecipare fin dalle fasi iniziali al processo che condurrà alla ristrutturazione dei debiti, il che dovrebbe dar luogo ragionevolmente ad una relazione favorevole sull'attuabilità dell'accordo. Ferme le considerazioni sopra svolte in merito al ruolo primario del *management* e al relativo impegno ad azionare le necessarie leve al fine di conseguire gli obiettivi programmati.

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. Una analisi di sensibilità del piano rispetto a dinamiche meno favorevole per talune variabili chiave 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.

Al professionista non è invece richiesta un'attestazione in ordine alla veridicità dei dati aziendali che diversamente caratterizza, ai sensi dell'art. 161 L.F., la rinnovata procedura di concordato preventivo. Sul punto le opinioni non sono univoche. Da un lato vi è chi ritiene che, per quanto detto accertamento non sia espressamente previsto dalla norma, esso sia doveroso, quanto meno con riferimento ai valori sui quali poggiano le previsioni di piano. D'altro lato si sostiene che l'esclusione di tale impegno, con riferimento alle relazioni dell'esperto sui "piani attestati" e sugli "accordi", non possa considerarsi una mera "svista" del legislatore. Questi avrebbe in tal modo rimarcato la natura essenzialmente stragiudiziale sia dei piani di risanamento, sia degli accordi, ove per questi ultimi il Tribunale interviene solo per l'omologa in funzione di

controllo. Nel disegno della riforma parrebbe infatti evidente che il legislatore abbia voluto “graduare” le procedure in funzione della gravità della crisi, in qualche modo graduando anche i compiti e le responsabilità dell'esperto.

Io ritengo più convincente la tesi che esclude questo onere in capo all'esperto. Accordi e Piani (non liquidatori) attengono a società ancora attive e investite da una crisi superabile con buona probabilità, società soggette al controllo contabile indipendente ed esterno del collegio sindacale o del revisore contabile/società di revisione, i quali assumono la responsabilità su di sé rispetto alla eventuale falsità o irregolarità dei dati contabili e di bilancio. E non si vede per quale ragione debba *ex-lege* “dubitarsi” della competenza o della correttezza professionale dei soggetti incaricati del controllo contabile, imponendo all'“esperto” una *due diligence* ed una non prevista “certificazione” – per quanto mirata e parziale – su dati contabili che hanno già ricevuto una attestazione professionale e indipendente. Il che non esclude che i terzi maggiormente esposti e interessati alla ragionevolezza del piano e all'attuabilità dell'accordo, tipicamente le banche, possano in taluni e più delicati casi condizionare la propria disponibilità a fornire il richiesto sostegno finanziario, e ad accollarsi talvolta pesanti oneri della ristrutturazione del debito, all'esito di una verifica su base volontaria in ordine alla veridicità dei dati aziendali, o all'attendibilità di alcune specifiche appostazioni, affidata ad altri periti o eventualmente allo stesso “esperto”.

Ritengo, conclusivamente, che le attestazioni in oggetto debbano concentrarsi proprio 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. È peraltro evidente che ciò non può costituire un “alibi” assoluto per il professionista che non si avveda di grossolane e ben poco plausibili appostazioni contabili, in qualche modo rilevanti anche ai fini delle suddette valutazioni prospettiche.

L'esame specifico di recenti attestazioni *ex-art. 67 L.F.* consente alcune osservazioni. Si evidenziano notevoli differenze non solo sotto il profilo della qualità e della profondità dell'analisi, che inevitabilmente riflettono il profilo professionale dell'esperto e l'impegno profuso nello svolgimento dell'incarico, bensì anche relativamente al grado di rispondenza dell'elaborato rispetto alla funzione normativamente attribuita alla stessa attestazione. 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.

In generale si tratta di elaborati sempre relativamente articolati e piuttosto estesi. In alcuni casi, tuttavia, la relazione dell’esperto si limita a riassumere le assunzioni alla base del piano industriale, le conseguenze finanziarie del piano medesimo e l’evidenza della non sostenibilità del piano in assenza di una robusta ristrutturazione finanziaria. Con gli interventi ipotizzati nel piano finanziario si ottiene il desiderato effetto del risanamento della esposizione debitoria dell’impresa e del riequilibrio della sua situazione finanziaria. L’esperto, dopo aver riassunto i termini del piano industriale con le relative ipotesi di riposizionamento strategico, nonché i contenuti del PEF, ne attesta la ragionevolezza, non senza aver precisato che sia il piano industriale, sia il PEF si reggono su alcune ipotesi di sviluppo e su un insieme di altre assunzioni rispetto alle quali non si intende assumere alcuna responsabilità. Al più si evidenziano talune criticità, punti di attenzione e tipologia dei rischi che qualificano il giudizio di ragionevolezza. A mio parere, invece, tutte le ipotesi (o quelle di maggior rilievo) andrebbero 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; non riporta quindi il percorso analitico e le dettagliate motivazioni che giustificano l’attestazione medesima, i quali potrebbero essere contenuti in un separato documento conservato dall’esperto. Si tratta di una modalità di redazione dell’attestazione a mio parere non condivisibile, ritenendosi per contro che i soggetti terzi interessati al piano, e principalmente le banche, debbano poter trovare anche nell’attestazione dell’esperto sufficienti ragioni che giustifichino i considerevoli oneri che le banche stesse sono chiamate a sopportare.

In non pochi casi risulta del tutto assente un’analisi di sensibilità, nel PEF e quindi nei commenti dell’esperto. Questo non è a mio parere accettabile. Nella previsione finanziaria, diversamente rispetto alle analisi per le valutazioni di capitale economico, l’incertezza non può che essere trattata mediante un’analisi di sensibilità, riformulando il piano finanziario secondo diverse ipotesi relative a variabili significative per l’equilibrio economico-finanziario.

Ma ciò che più sorprende è 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*”. Si riscontra invece, di regola, il miglioramento di alcuni parametri strutturali, soprattutto con riferimento ai rapporti di indebitamento, e il ritorno alla redditività e a *cash flow* positivi dalla gestione caratteristica, ma di rado risulta sufficientemente chiaro che la condizione finale evidenziata dal PEF è qualificabile in termini di “risanamento” e di “riequilibrio” strutturale, e per quali motivi possa così concludersi. Per quanto possa risultare impegnativa questa valutazione, a fronte di realtà talvolta molto complesse e in presenza di significative aree di incertezza, questo è quanto precisamente si attende dal piano e dall’attestazione richiesta all’esperto.

Un’altra lacuna che spesso a mio parere si riscontra attiene alla mancanza, nei piani e per conseguenza nelle attestazioni, di una scansione temporale del piano di risanamento. Premesso che 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 suddetta scansione temporale risulta necessaria per consentire:

- a) una precisazione circa le tappe intermedie del piano, ad esempio su base annuale;
- b) 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;
- c) 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;
- d) 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.

Con attinenza a quanto sopra, ci si è domandati quali siano le misure da applicare nel caso in cui le previsioni e le assunzioni, precisate nel piano quali “condizioni” esterne ed interne ai fini del risanamento, non trovino riscontro e siano largamente disattese dal concreto manifestarsi degli eventi. Risulta evidente che, sotto il profilo gestionale, l’organo amministrativo ed il *management* dovranno attivarsi per una rivisitazione e attualizzazione del piano, come avviene nell’ambito della ordinaria attività di pianificazione e controllo di qualsiasi impresa. Nel caso del piano

attestato di risanamento, d'altra parte, l'aggiornamento o l'elaborazione di un nuovo piano, e direi il rinnovo dell'attestazione da parte dell'esperto (lo stesso o altro professionista), risultano necessari affinché siano mantenute le protezioni previste dalla legge in termini di non assoggettamento all'azione revocatoria (di atti, pagamenti e garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano di risanamento). Ciò a tutela sia dei terzi che ancora non siano stati interessati da quegli "atti" originariamente previsti a piano e quindi atti eventualmente ipotizzabili in un contesto che contraddice in modo evidente le assunzioni del piano stesso, sia dei terzi che potranno in essere atti non previsti nel piano originario, ma da ipotizzarsi nell'ambito delle azioni alla base della revisione e attualizzazione del piano (nuovo piano attestato).

5. *Conversione di crediti in strumenti ibridi, strumenti partecipativi o equity*

Sia i piani di risanamento, sia gli accordi di ristrutturazione dei debiti comportano di regola un significativo intervento delle banche, impegnate a condividere le azioni volte a ridefinire la struttura del passivo dell'impresa in crisi, per scadenze e onerosità del debito. In quest'ambito si collocano soluzioni che comportano per le banche la conversione di parte dei crediti in strumenti finanziari "ibridi", strumenti partecipativi, oppure *equity*, o eventualmente l'immissione di nuove risorse finanziarie avvalendosi se necessario anche dei citati strumenti.

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.

Si tratta di strumenti già ben conosciuti, che hanno alimentato l'esperienza internazionale e nazionale in materia di articolazione degli strumenti di debito per il finanziamento dell'impresa. Quanto all'esperienza nazionale va precisato che soprattutto le banche hanno proceduto all'emissione di passività subordinate e altri strumenti ibridi, con un vincolo di coerenza delle caratteristiche delle emissioni rispetto alle vigenti norme di vigilanza e con l'obiettivo di aumentare il capitale regolamentare (patrimonio di vigilanza).

Al momento non sembra però che il ricorso a questi strumenti sia visto con favore – in quanto preferibile ad altre soluzioni – nei processi di ristrutturazione del debito, né al fine di procedere per questa via a concessioni di “nuova finanza”, né tanto meno al fine di riconfigurare il debito in essere. Trattandosi pur sempre di obbligazioni, quindi di strumenti di debito, subiscono la “concorrenza” di modalità di intervento fondate sul debito ben più consolidate e flessibili.

Non vi sono peraltro ostacoli codicistici all'emissione di questi strumenti finanziari *ex-art.* 2411 sotto il profilo strettamente quantitativo. Com'è noto, l'art. 2412 (*Limiti all'emissione*), secondo comma, stabilisce infatti che il limite del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali, quindi certamente da parte delle banche.

Alcune innovazioni apportate dalla riforma del diritto societario supportano la predisposizione di piani di risanamento e accordi di ristrutturazione del debito. In particolare, meritano di essere ricordate la possibilità di assegnazione di azioni in misura non proporzionale ai conferimenti effettuati e soprattutto l'introduzione degli “strumenti finanziari partecipativi” (SFP).

Con la prima innovazione si consente una ricomposizione della compagine sociale, con l'eventuale ingresso di alcune istituzioni finanziarie, secondo “pesi” non necessariamente in linea con la misura degli interventi finanziari sotto forma di nuova finanza oppure di trasformazione di crediti in capitale. Ciò aumenta i margini di flessibilità utili per giungere ad accordi che soddisfino adeguatamente i soggetti coinvolti nel processo di risanamento/ristrutturazione, ammettendo, ad esempio, un ingresso delle banche con un peso – secondo i casi e nella prospettiva di un equilibrio complessivo del piano – superiore o anche inferiore al contributo finanziario offerto.

Con la seconda innovazione citata notoriamente si offre “*la possibilità che la società, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione*” (art. 2346, ultimo comma).

La citata norma prevede quindi la 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.

Il legislatore della riforma societaria non ha probabilmente considerato gli SFP quale possibile strumento utile nei processi di risanamento/ristrutturazione del debito, forse prevedendo soprattutto eventuali emissioni nel corso della vita dell’impresa in fasi di crescita e sviluppo, al fine di attrarre all’impresa ogni “utilità” nell’interesse della stessa, anche ove si tratti di “valori” non conferibili e quindi non idonei a consentire un aumento del capitale sociale. Per contro, l’esperienza recente sembra dimostrare che il ricorso agli SFP ha fin qui trovato un terreno particolarmente 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.

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. Può trattarsi di azioni ordinarie o anche di azioni “speciali” (a voto limitato, con diritti patrimoniali speciali, azioni riscattabili, *tracking shares*, etc.). Si tratta di un intervento possibile nel rispetto della normativa di vigilanza, che definisce limiti regolamentari e talune procedure operative. Per la banca ciò richiede una pianificazione della futura posizione di socio, in parti-

colare per quanto attiene: a) ai “patti parasociali” e agli accordi di prestito sulla componente debito; b) a diritti rispetto alla *governance* della partecipata ed eventualmente a diritti di veto rispetto a date decisioni strategiche o comunque straordinarie; c) alla pianificazione dell’uscita (smobilizzo della partecipazione). La decisione in oggetto va attentamente soppesata anche sotto il profilo dei rischi in termini di responsabilità da direzione e coordinamento e di “*deep subordination*” (4).

Il mutamento dell’assetto di controllo per l’ingresso dei finanziatori può implicare problematiche di OPA obbligatoria. 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). Tale ipotesi di cambio del controllo in “esenzione” di società quotata in crisi può quindi riguardare non solo le banche creditrici, ma anche l’intervento di un terzo interessato ad acquisire il controllo rendendosi protagonista di un piano di ristrutturazione. Come la norma precisa, deve comunque sempre trattarsi di ipotesi che passano attraverso la sottoscrizione, non l’acquisto, di azioni della società quotata.

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. Una separata trattazione meriterebbero interventi, sempre della specie, che comportino la stipula di un contratto di “finanziamento convertendo”, quale quello triennale ben noto concesso a Fiat Spa nel luglio del 2002 da un pool di banche, erogato prevalentemente mediante sostituzione di linee di credito già in essere a breve termine (5).

6. Partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria

La Banca d’Italia, nelle sue Istruzioni di Vigilanza, Titolo IV, capitolo

(4) Cfr. anche «*Le nuove frontiere del debt restructuring*», Clifford Chance, *The Corporate Finance Seminars*, 28/10/2009 (disponibile nel sito www.cliffordchance.com/expertise/publications).

(5) Alla scadenza del “convertendo” le banche hanno sottoscritto un aumento di capitale di FIAT di complessivi 3 miliardi di euro, liberato mediante compensazione dei loro crediti verso la stessa FIAT. Le azioni sono state contabilizzate dalle banche ad un valore commisurato alla quotazione ufficiale del titolo alla data in cui è stata sottoscritta la quota partecipativa (settembre 2005), registrando una significativa differenza negativa rispetto al valore al quale risultava iscritto a bilancio il credito compensato.

9, sezione V, paragrafi 2 e 3, alle quali si rinvia, regola l'acquisizione da parte delle banche di partecipazioni (6) in imprese in temporanea difficoltà finanziaria e di partecipazioni per recupero crediti (7). Relativamente alle prime, le previste regole organizzative e procedurali precedono la riforma del diritto fallimentare e quindi prescindono dai piani attestati *ex-art. 67* e dagli accordi *ex-art.182-bis L.F.*: il riferimento era invece agli accordi stragiudiziali di ristrutturazione del debito che anche prima della riforma, sia pure in un contesto di maggiori incertezze normative e rischi per gli intermediari, vedevano talvolta la luce. Si tratta d'altra parte di "buone regole" utili sia nel processo decisionale, sia in fase di gestione della partecipazione, da seguire senz'altro anche nel caso dei piani e degli accordi in oggetto. Si osservi peraltro che mentre i citati articoli della legge fallimentare richiamano esclusivamente il riequilibrio "finanziario" quale obiettivo esplicito, la Banca d'Italia richiama invece, più correttamente, i temi dell'equilibrio economico e finanziario, inscindibilmente legati in una prospettiva temporale non breve.

Forse meno condivisibile è il passaggio delle "istruzioni" nel quale viene fissata la 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. La crisi dell'impresa difficilmente risulta slegata da difficoltà di natura "commerciale" in senso lato, vale a dire di collocamento dei prodotti/servizi sul mercato, difficoltà notoriamente riconducibili peraltro ad una varietà di possibili cause che non è necessario riassumere in questa sede. Ma non sembra il caso di soffermarsi eccessivamente sul contenuto letterale delle istruzioni dell'Organo di Vigilanza. A mio parere il senso delle prescrizioni della Banca d'Italia è abbastanza chiaro e coerente con la valutazione di convenienza comparativa, rispetto ad altre forme di possibile recupero, imposta alla banca: quest'ultima interviene

(6) Ai fini delle disposizioni in argomento la definizione di «partecipazione» è quella di cui all'art. 4, comma 1, del D.Lgs. 87/92, che recita: "*Ai fini del presente decreto per partecipazioni si intendono i diritti, rappresentati o meno da titoli, nel capitale di altre imprese i quali, realizzando una situazione di legame durevole con esse, sono destinati a sviluppare l'attività del partecipante. Si ha partecipazione quando un soggetto è titolare di almeno un decimo dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria*". Si noti che il medesimo concetto di "partecipazione" è contenuto sia nella Circolare n. 263 relativa alle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche" sia nella Circolare n. 272 relativa alla "Matrice dei Conti".

(7) In attuazione del decreto del Ministro del Tesoro del 22 giugno 1993, n. 242632 (art. 4, comma 3).

accettando il cambiamento dello status di “creditore” in quello di “azionista” a condizione che l’impresa non versi in una condizione di decozione irreversibile, la difficoltà sia quindi temporanea e non legata ad una definitiva espulsione dal mercato per strutturali ragioni insuperabili; la partecipazione quindi – sia pure su un orizzonte non breve – possa essere infine smobilizzata.

Relativamente agli strumenti che danno luogo a diritti partecipativi (obbligazioni convertibili, warrant azionari, prestiti convertendi, strumenti finanziari partecipativi), la conversione in crediti verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria non risulta oggi soggetta ai limiti regolamentari sopra richiamati, né ai vincoli procedurali di vigilanza. Il processo decisionale nelle banche di regola segue, d’altra parte, quello previsto per la conversione in azioni, con particolare riferimento al test di convenienza per la banca confermato con delibera consiliare.

Attualmente (dicembre 2009) è però in fase di consultazione il documento “*Disposizioni di vigilanza sulle partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari*” (8), che propone una significativa revisione delle complessive regole in argomento, e tra l’altro, correttamente, amplia la nozione di “partecipazione” ai fini disposizioni in discussione. Prevede infatti che:

“Costituiscono altresì partecipazione (in presenza di un legame durevole/se non classificato nel portafoglio di negoziazione a fini di vigilanza) (9):

- 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;*

(8) Disposizioni in attuazione della Delibera del CICR del 29 luglio 2008.

(9) La definizione base di “partecipazione” ai fini in oggetto risulta ancora in discussione. Due sono le ipotesi formulate dalla Banca d’Italia: una prima fondata sulla nozione di “legame durevole” ed una seconda ipotesi fondata sulla nozione di “portafoglio bancario” (p.17).

- c. *la stipula di contratti o il possesso di strumenti finanziari derivati che, realizzando la dissociazione tra titolarità formale e proprietà sostanziale di azioni o quote di capitale, comportino per la banca o per il gruppo bancario l'assunzione del rischio economico proprio di una interessenza partecipativa. Non si considerano partecipazione le azioni o quote di capitale di cui una banca, per effetto dei medesimi contratti, abbia acquisito la titolarità senza assumere il relativo rischio economico o i cui diritti di voto possano essere esercitati, a propria discrezione, dalla controparte*".

Secondo il nuovo schema (in consultazione) di "*Disposizioni di vigilanza sulle partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari*", inoltre, non sarebbe più prevista l'informativa alla Banca d'Italia. Le partecipazioni in oggetto non sarebbero infine computate nei limiti di concentrazione e complessivo per le partecipazioni "qualificate" (10) detenibili in imprese non finanziarie, per un periodo corrispondente alla durata del piano e di norma non superiore a cinque anni.

7. Articolazione del piano di risanamento, giudizio di reversibilità della crisi, monitoraggio degli scostamenti dal piano, pianificazione della way-out

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 non la posizione del singolo creditore, piuttosto che del ceto bancario complessivamente inteso, né la posizione della sola impresa in crisi, bensì congiuntamente quella dell'insieme degli *stakeholders*, compresi dipendenti, fornitori e clienti. Ciò al fine di conseguire il necessario consenso perché le leve da azionare per ottenere il successo del piano possano esplicare l'efficacia attesa.

Sotto il profilo strettamente finanziario, vale a dire della configurazione di un accordo per la ristrutturazione del debito, entro il perimetro dell'art. 67 o dell'art. 182-*bis* L.F., le combinazioni degli interventi possibili per realizzare detta ristrutturazione sono molto numerose e pongono i soggetti interessati, *in primis* le banche e la stessa impresa, di fronte ad un "albero delle decisioni" (metodo della c.d. "*analisi reticolare del-*

(10) Anche la definizione di "partecipazione qualificata" viene evidentemente proposta in discussione dalla Banca d'Italia secondo due ipotesi, in relazione alle due diverse possibili definizioni di "partecipazione" (v.note 9).

le decisioni”) utili per conseguire l’obiettivo a mio parere realmente 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 (in termini di “condizioni economiche” previste per i crediti ristrutturati ed eventuali rinunce in linea capitale).

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. Potrebbe rappresentarsi graficamente la forma semplificata di un albero delle decisioni, che conduca – attraverso alcuni livelli di decisione – dalla struttura finanziaria attuale alla condizione desiderata di riequilibrio economico-finanziario.

Sulla base di un’analisi impostata mediante l’approccio sopra accennato, la decisione non risulta peraltro univoca, poiché – come suona subito evidente – la probabilità di ritorno *in bonis* non è indipendente dagli “oneri” che le banche sono disposte a sostenere nel processo di *restructuring*. Sicché 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.

Come si è già accennato, la valutazione di reversibilità della crisi non è quindi indipendente dall’articolazione degli accordi di ristrutturazione del debito, ovviamente con riferimento ai soli profili finanziari della crisi stessa. Quanto più “generosi” per l’impresa risultano detti accordi, tanto più elevata – *ceteris paribus* – è la probabilità che la tensione finanziaria si attenui in una prospettiva di più stabile equilibrio.

In sede di valutazione della conversione di crediti in azioni, o altri strumenti della specie, diviene significativa la decisione in merito a

“quali” crediti convertire, una decisione peraltro che non può considerarsi del tutto indipendente da quella relativa alla quantità di crediti da destinarsi alla conversione. Sotto il profilo della selezione qualitativa dei crediti da convertire in azioni, ritengo che debba senz’altro farsi riferimento a: i) crediti a medio termine, per lo più chirografari, caratterizzati da definiti piani di rimborso, oppure ii) eventuali obbligazioni emesse dall’impresa in crisi e nel portafoglio della banca. In entrambi i casi si tratterebbe di esposizioni che, in mancanza di un riscadenzamento, porrebbero l’impresa nell’impossibilità di far fronte ai previsti flussi di cassa negativi. Ben poco appropriata sarebbe una trasformazione di crediti a breve termine in strumenti azionari: il finanziamento a breve termine, infatti, ha di regola la funzione di finanziare il capitale circolante mediante forme tecniche di credito autoliquidante. In sede di ristrutturazione del debito le banche sono piuttosto chiamate a confermare, e forse ampliare, il sostegno finanziario dei cicli produttivi e commerciali, piuttosto che consolidare queste esposizioni o trasformarle in capitale di rischio.

Il monitoraggio del rispetto del piano di risanamento, da un lato, e la pianificazione della *way out* dalla partecipazione, d’altro lato, costituiscono due rilevanti impegni per la banca. Il primo impegno è tipico di qualsiasi ristrutturazione del debito, evidentemente anche in assenza di conversione in azioni; si può anche ragionevolmente ritenere che costituisca un’attività necessaria anche quando la banca non sia stata interessata da una ristrutturazione della propria specifica posizione creditoria. Il monitoraggio della posizione costituisce infatti una componente ordinaria dei processi del credito bancario, che certamente diviene più cruciale in presenza di un’impresa in crisi e di un piano di risanamento, ove la posizione creditoria sia stata interessata da una significativa ristrutturazione, con un’eventuale conversione di parte del debito in azioni. Un articolato sistema di indicatori, contrattuali (*covenant*) o selezionati a soli fini interni, consentirà di comparare i risultati attesi alle diverse tappe del piano con i consuntivi dell’impresa negli aspetti economici, finanziari e patrimoniali.

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. Deve infine ritenersi 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.

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 di regola ben 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 separazione, 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. Talvolta potrebbe suggerirsi per conseguenza la costituzione di veicoli *ad hoc*, ad esempio una SGR, partecipata in via minoritaria o comunque caratterizzata da una *governance* che garantisca indipendenza gestionale, la quale promuova dei fondi chiusi sottoscritti dalla banca e che accolgano le partecipazioni derivanti da conversione di crediti.

Sul punto può forse concludersi che una vera attività di pianificazione della *way-out* da parte della banca si rivela ben 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, una convenienza economica la cui sussistenza costituisce un requisito essenziale, anche in base alle istruzioni di vigilanza, affinché la banca possa dar

corso ad operazioni della specie. Una convenienza, d'altra parte, che 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.

8. Elementi per la valutazione di convenienza economica

Suona evidente che 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 spesso identificano queste “soluzioni” come meno onerose – quanto meno in una valutazione *ex-ante* – rispetto alle conseguenze del fallimento della società affidata o di altre procedure essenzialmente liquidatorie.

A fronte del crescente flusso di imprese che alimentano il c.d. “portafoglio problematico”, le banche più reattive hanno comunque di recente costituito al proprio interno unità organizzative specializzate nell'attività di *restructuring*, con il compito di intercettare le imprese in difficoltà, anticipare così le ipotesi di ristrutturazione economico-finanziaria e quindi se possibile giungere precocemente allo stadio del piano di risanamento, auspicabilmente contrastando l'evoluzione negativa della crisi. Si è infatti osservato che, nella prima fase della crisi finanziaria e dell'economia reale, le grandi banche si sono trovate impreparate di fronte ad un considerevole flusso di “ristrutturazioni” finanziarie, giunte in un tempo relativamente breve e soprattutto relative ad imprese spesso ad uno stadio troppo avanzato della crisi.

A questo proposito è utile sottolineare quella che, a mio parere, sembra costituire al momento una diffusa carenza nell'approccio degli istituti di credito alle ristrutturazioni dei debiti volte a garantire la continuità aziendale delle imprese in crisi. Infatti ben di rado le banche arricchiscono il processo decisionale con la stima del “valore” delle controparti affidate, nelle due configurazioni che nella fattispecie potrebbero eventualmente risultare di loro interesse: a) “valore del capitale economico”, in senso stretto (We); b) “valore potenziale controllabile” (Wpc) (11).

(11) We è notoriamente riferibile al valore delle attività in essere, vale a dire stimato con riferimento a risultati reddituali attesi sulla base di capacità già acquisite e perciò risultati di probabile raggiungimento nel breve termine, quindi dimostrati e dimostrabili. Wpc invece, riflette anche le “potenzialità”, purchè alimentino la valutazione in modo

Alla base della decisione della banca di sottoscrivere gli accordi di ristrutturazione del debito vi è senza dubbio una valutazione economica comparativa da un lato del valore attuale dell'esposizione creditizia in ipotesi di (futura e forse lontana) liquidazione giudiziale della società, tenuto conto (per quanto è dato di sapere) di eventuali garanzie e privilegi a favore dei vari soggetti che si insinuerebbero al passivo fallimentare, e d'altro lato dell'analogo valore in ipotesi (o meglio secondo più ipotesi) di ristrutturazione dell'esposizione debitoria nella prospettiva del risanamento, tenuto conto delle varie concessioni (stralci, revisione delle condizioni e del piano di ammortamento dei prestiti in essere, nuova finanza, parziale conversione in azioni o strumenti partecipativi, etc.) che la banca sarebbe chiamata o disposta a negoziare.

È evidente che soltanto se il valore post-ristrutturazione è superiore al valore di liquidazione, come sopra definiti, la banca vorrà aderire al piano con le modalità ipotizzate. Una componente del valore post-ristrutturazione potrebbe quindi essere data, a seguito di aumento di capitale, dalla partecipazione azionaria della banca nella società in crisi, o potrebbe essere data da strumenti finanziari partecipativi (SFP) di nuova emissione, sempre a fronte della conversione di parte dei crediti in essere. Il valore di questa partecipazione, come pure degli SFP, non potrà che essere stimato applicando i tipici criteri per le valutazioni di capitale economico di generale accettazione e accreditati in dottrina e nella più qualificata pratica professionale. E ciò su un orizzonte temporale certamente non vincolato dalla durata del piano economico-finanziario. Il confronto poi tra W_e e W_c permetterà di tentare un apprezzamento su basi sufficientemente prudenziali del valore delle potenzialità conseguenti proprio al riequilibrio auspicato della situazione economica e finanziaria.

Si consideri inoltre che la presenza nel piano di risanamento (o nell'accordo di ristrutturazione dei debiti) anche di una valutazione della partecipazione acquisita per conversione di crediti di imprese in temporanea difficoltà finanziaria consente alla banca di avvalersi di un punto di riferimento utile per iscrivere detta partecipazione ad un valore che dovrebbe risultare coerente con il piano stesso, il quale risulta a sua volta oggetto dell'attestazione dell'esperto. Ed è evidente che ciò è di particolare interesse soprattutto nel caso, necessariamente il più frequente, di partecipazioni in società non quotate.

razionale, affidabile, verificabile e coerente con un'analisi fondamentale di azienda e di settore. Sembra meno rilevante nella fattispecie l'utilità di configurazioni di valore in termini di W_p (valore potenziale) e W_a (valore di acquisizione).

Il tema dell'iscrizione nei conti della banca delle azioni in oggetto presenta talune 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*" nei portafogli che accolgono "titoli disponibili per la vendita" o nelle "partecipazioni" (12), secondo i casi. È chiaro che, 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, sicché poco si giustificherebbero rilevazioni di perdite significative a seguito della conversione. Sul punto non credo che possa concludersi in termini generali con una risposta univoca, dovendosi invece valutare caso per caso le condizioni che eventualmente giustifichino l'allineamento di cui si discute.

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. È pur vero che 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. Così argomentando, si giustifica talora l'assunzione in carico delle partecipazioni in oggetto a valori anche distanti da quelli che sarebbero il riflesso delle

(12) Ai fini del bilancio bancario il concetto di "partecipazione" differisce da quello di cui alle Istruzioni di Vigilanza oggetto di precedente commento: la Circolare n. 262 contenente gli schemi e le regole di compilazione del bilancio delle banche prevede infatti che nella voce 100 "Partecipazioni" dell'attivo di stato patrimoniale siano iscritte "le partecipazioni in società controllate, controllate in modo congiunto e sottoposte ad influenza notevole, diverse da quelle ricondotte nelle voci 20 'Attività finanziarie detenute per la negoziazione' e 30 'Attività finanziarie valutate al fair value' ai sensi dello IAS 28, paragrafo 1, e IAS 31, paragrafo 1". Valgono quindi le definizioni e le regole proprie dei principi contabili internazionali IAS-IFRS.

quotazioni di borsa, sempre nella prospettiva di un allineamento, o un avvicinamento, agli importi dei crediti cancellati.

Da ultimo si ricorda nuovamente che la conversione dei crediti potrebbe dar luogo all'acquisizione di titoli azionari diversi da quelli ordinari, ad esempio azioni a voto limitato, con diritti patrimoniali speciali, azioni riscattabili, *tracking shares*, etc.; per non dire della conversione in strumenti finanziari partecipativi. È chiaro che in questi casi l'applicazione della regola generale, imposta dai principi contabili internazionali, di iscrizione al *fair value* degli "strumenti finanziari" oggetto di conversione può comportare difficoltà valutative ancora più rilevanti.

Tornando al tema più generale dell'utilità di poter riscontrare nei piani di risanamento una valutazione di capitale economico dell'impresa in crisi, anche quando non fosse prevista la conversione di crediti bancari in strumenti di natura azionaria, in senso lato, detta valutazione risulterebbe comunque di interesse per le banche, imponendo l'esplicita identificazione delle fonti di creazione di valore in una prospettiva ancora non vincolata alla durata del piano economico-finanziario e la valutazione comparativa fra i valori di liquidazione e i valori di capitale economico We e Wpc , eventualmente secondo diverse configurazioni del piano di risanamento.

Qualora fossero insistenti e non del tutto contrastabili le pressioni politiche e sociali nei confronti di approcci bancari al *restructuring* relativamente generosi e per certi versi anti-economici, mediante le valutazioni in discussione le banche avrebbero sufficienti informazioni per selezionare le diverse istanze provenienti dalle imprese in crisi, gestendo in modo ottimale la perdita di valore che le decisioni sospinte dalla suddette pressioni tenderebbero inevitabilmente a generare.

Sulla base delle precedenti considerazioni possono ora proporsi semplici indicazioni utili per la valutazione della convenienza economica di operazioni di conversione di crediti (verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria) in azioni o "partecipazioni", e più in generale di operazioni di ristrutturazione del debito, nella prospettiva valutativa della banca. Si prenderà spunto dal metodo dell'"*analisi reticolare delle decisioni*", che si avvale di un diagramma di flusso del processo decisionario, o "albero delle decisioni".

L'esempio è certamente più che semplificato, ma utile allo scopo di rappresentare la struttura del processo decisionale. 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.

Si ipotizzi inoltre 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 e che analogamente sappia stimare, con riferimento ad entrambi gli eventi, la previsione di perdita con le relative probabilità soggettive. Ed è evidente che le banche che dispongono di modelli di *rating* evoluti, anche se eventualmente non utilizzabili per la misurazione dei requisiti patrimoniali, troveranno meno “fantastico” lo sforzo di attribuire una PD (*Probability of Default*) e una LGD (*Loss Given Default*) agli esiti dei diversi approcci al *restructuring*.

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: a) nella misura del 50%, tenuto anche conto delle garanzie presenti su una parte dell'esposizione, ma con probabilità 20%, oppure b) 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: $100 \text{ euro} \times 1 \times 0,20 + (50 \text{ euro} \times 0,20 + 25 \text{ euro} \times 0,80) \times 0,80 = 44$

Nelle altre ipotesi operative, sopra precisate alle lettere A, B, C, si ipotizzano, a puro titolo esemplificativo, 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 nient'affatto 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.

Risulta evidente che l'approccio proposto (al solo fine di fornire una semplice traccia nella decisione) debba essere significativamente affinato sotto il profilo concettuale, quanto meno:

- A. 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.);
- B. 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 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.

Anche sotto il profilo applicativo e procedurale l'approccio può e deve essere affinato e precisato, quanto meno per tener conto esplicitamente:

1. 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;
2. degli effetti economici derivanti da eventuali riduzioni degli oneri finanziari (e altre competenze) posti a carico dell'impresa;
3. degli effetti in termini di assorbimenti patrimoniali conseguenti alle diverse decisioni e alle diverse ipotesi di *restructuring*;
4. 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;
5. dei rischi residui di revocatoria nel caso di erogazione di nuova finanza, pur eventualmente in presenza di piani attestati o accordi di ristrutturazione del debito *ex-artt. 67 e 182-bis L.F.*;
6. delle eventuali responsabilità per revoca ingiustificata dell'affidamento o concessione abusiva del credito, secondo le diverse decisioni adottate;
7. delle eventuali responsabilità implicite nell'assunzione dello status di socio, nel caso di conversione di parte dei crediti in partecipazioni.

Secondo una recente ricerca condotta da *KPMG Advisory* su un campione di 21 gruppi bancari quotati e non quotati, rappresentativi dell'86% del totale dell'attivo consolidato del sistema, nel primo semestre del 2009 i *Non Performing Loans* (NPL) sono aumentati da 53 a 71 miliardi di euro, con un incremento pari a quello dell'intero esercizio 2008. Gli incagli sono cresciuti del 40% a 29,4 md., le sofferenze del 12% a 26,4 md., i *past due* del 26% a 8,8 md., i crediti ristrutturati del 197% a 6,8 md. (13) Per il secondo semestre 2009 non sono attesi dati meno preoccupanti.

In questo scenario la conversione di crediti *non performing* delle banche in capitale di rischio in senso lato (*equity* o *quasi equity*), nell'ambito di "piani di risanamento" o di "accordi di ristrutturazione del debito", è divenuta una fattispecie operativa non più così infrequente. Si tratta di interventi che mirano a contenere il processo di degrado degli attivi bancari, nell'aspettativa che i piani industriali e i piani economico-finanziari possano costituire un effettivo percorso programmatico verso più solidi equilibri dell'impresa affidata.

La conversione in partecipazioni di crediti verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria costituisce un'operativa regolata da disposizioni di vigilanza. Tutta la disciplina relativa alle partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari è peraltro in corso di revisione in senso meno restrittivo. A regime dovremo quindi attenderci portafogli bancari caratterizzati, *ceteris paribus*, da un più elevato immobilizzo e, per la parte *equity*, capaci di generare una redditività soltanto su orizzonti non brevi. Anche sotto questo profilo, i livelli di capitalizzazione delle banche dovranno essere irrobustiti, piuttosto che attenuati come in taluni ambienti auspicato (14).

Gli effetti reddituali prodotti dall'impennata dei NPL sono già drammaticamente evidenti nei conti delle banche relativi al primo semestre 2009 e nelle prechiusure di fine anno. I margini di interesse sono insufficienti alla luce dell'entità delle rettifiche su crediti. L'attività di puro *lending* ha distrutto valore, le banche non sono state in grado di salvaguardare la complessiva marginalità mediante un adeguato *re-pricing* del credito. Hanno nel migliore dei casi riarticolato la griglia dei tassi per meglio riflettere il *rating* di controparte, ma non hanno sufficientemente alzato l'intera struttura dei tassi medesimi, sotto le pressioni

(13) Cfr. Plus 24-II Sole 24 Ore, 28 novembre 2009.

(14) Cfr. RUTIGLIANO M., *Se le banche prestano poco alle imprese non prendeteve-la con Basilea 2*, in "MF-Quotidiano dei Mercati Finanziari", 14 ottobre 2009.

competitive e “ambientali” in senso lato. Le componenti commissionali legate alle erogazioni creditizie sono fortemente diminuite; l’abolizione della commissione di massimo scoperto si è riflessa solo in parte in recuperi sotto altre forme. L’equilibrio economico della banca parrebbe al momento spesso fondato su componenti di ricavo derivanti da “servizi” in senso ampio e dalla gestione di portafogli finanziari, nonché sulla capacità di controllo dei costi, quindi dell’efficienza operativa.

Ci si domanda se tutto ciò costituisca un fenomeno di relativamente breve periodo, conseguenza dello stato di crisi in cui versa l’economia reale. Oppure rappresenti la spia di un fenomeno destinato a perdurare, a modificare le strategie e le tattiche gestionali sull’orizzonte di pianificazione e ad influenzare perfino le scelte organizzative di gruppi complessi. Sembra comunque evidente che le banche di più piccole dimensioni e meno diversificate, sotto i profili geografico e delle linee di *business*, sono caratterizzate da un equilibrio economico prospetticamente più fragile. A queste si richiede una attenzione estrema alla qualità delle concessioni creditizie, al corretto *pricing* del rischio e dei servizi, alle strutture di costo.

Nelle note sopra riportate si è cercato di fornire qualche elemento di riflessione affinché le eventuali decisioni delle banche di convertire in partecipazioni crediti verso imprese in temporanea difficoltà finanziaria siano assunte avendo sempre chiaro il vincolo della “convenienza economica”, fondato sui principi generali della sana e prudente gestione, ma riflesso esplicitamente nella normativa di vigilanza. Il rispetto di questo vincolo impone valutazioni complesse e delicate decisioni in condizioni di incertezza, influenzate da variabili strettamente economiche e da “stimoli” esterni. L’operatività in oggetto richiede comunque robuste competenze trasversali tradizionalmente poco diffuse nel sistema bancario e più tipiche dell’*investment banking*, la capacità di simulare scenari alternativi per l’impresa *target* e di valutarne le implicazioni economico-finanziarie, richiede inoltre soluzioni organizzative che premiano la relativa specializzazione.

I PIANI INDUSTRIALI E FINANZIARI NELLE CRISI DI IMPRESA: CASI ED ESPERIENZE

Luca Penna
Bain & Co.

1. *I piani industriali e finanziari nelle crisi di impresa: contenuti e best practices*

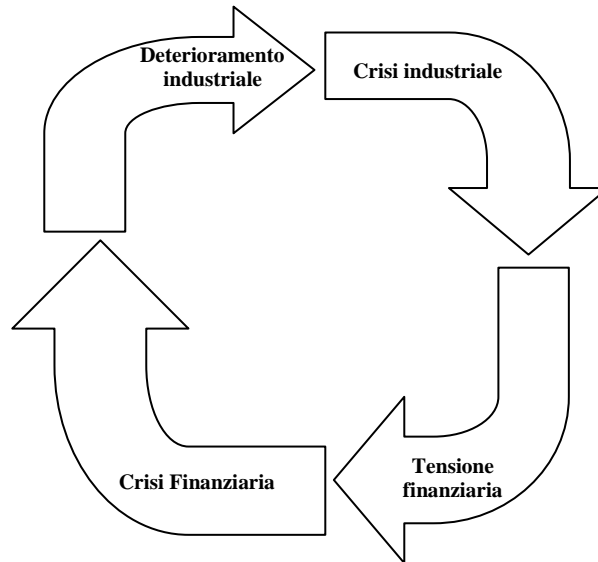
1.1 *I contenuti del piano industriale e finanziario*

Per prima cosa è utile chiarire che i contenuti e le best practices contenute in questo paragrafo sono parimenti applicabili sia ai piani oggetto di attestazione *ex-art. 67*, sia ai piani alla base dell'accordo di ristrutturazione ove questo preveda una proiezione futura dell'attività e non si limiti a definire il passivo in vista di un'ordinata liquidazione.

Il piano industriale e finanziario dovrà essere costruito utilizzando le note prassi professionali per la redazione dei business plan, che qui non vengono ripercorse, ma sulla base delle quali è possibile configurare i seguenti contenuti chiave:

- il profilo della Società;
- il mercato di riferimento e il posizionamento competitivo;
- l'analisi dei risultati storici e le ragioni della crisi;
- il piano industriale:
 - la strategia di risanamento;
 - il piano operativo di turnaround;
 - il management e gli incentivi al risanamento.
- il piano finanziario

Trattandosi di un'impresa in crisi, particolare attenzione dovrà essere dedicata alla comprensione e all'illustrazione della fenomenologia della crisi (da dove origina la crisi?). Per rispondere a questa domanda prima è fondamentale capire in quale "fase della crisi" la Società in oggetto si trova: Deterioramento Industriale, Crisi Industriale, Tensione Finanziaria e Crisi Finanziaria. Tali fasi – descritte di seguito – sono tra loro strettamente collegate ed hanno un impatto diretto l'una sull'altra.



I fattori che impattano la “Crisi Industriale” possono essere endogeni ed esogeni al perimetro aziendale, quali:

- la trasformazione/trasferimento del mercato di riferimento ed il mutamento del contesto competitivo (es. consolidamento di settore);
- il deterioramento della sostenibilità del modello di business;
- una discontinuità tecnologica che potrebbe andare ad impattare in maniera sostanziale il core-business proprio della Società;
- debolezza dell’assetto manageriale/di governo dell’impresa.

La “Crisi Finanziaria”, che può essere sia la causa che la conseguenza di quella industriale, è invece dovuta principalmente a:

- un eccesso degli investimenti non collegato ad una dinamica razionale dei flussi di cassa generati dalla Società;
- acquisizioni sbagliate con un dispendio di risorse finanziarie e mancato raggiungimento delle sinergie attese;
- eccessivo ricorso al debito (sotto le più disparate forme tecniche);
- temporanea difficoltà di accesso al credito, esasperata negli ultimi anni dalla crisi economica globale.

Una chiara comprensione delle ragioni della crisi e dello stato di deterioramento dell’impresa consentiranno di definire le più opportune strategie di risanamento (che verranno dettagliate nel paragrafo succes-

sivo), da cui derivare il piano operativo di turnaround, sulla base del quale dovrà essere definiti i più idonei strumenti di incentivazione del management per il superamento della crisi.

1.2 *Le best practices nella predisposizione dei piani industriali e finanziari*

Le *best practices* qui di seguito indicate sono il frutto dell'esperienza pluriennale maturata nell'assistenza ad imprese in crisi (e conseguentemente nella predisposizione di piani industriali e finanziari di risanamento) e della partecipazione a seminari di ricerca con esponenti del mondo accademico, bancario, professionale ed imprenditoriale (si vedano in particolare le "Linee Guida per il finanziamento delle imprese in crisi" predisposte dall'Università di Firenze, CNDCEC e Assonime).

Il redattore del piano industriale e finanziario che sarà oggetto di attestazione o che sarà alla base dell'accordo di ristrutturazione dei debiti dovrebbe pertanto tenere conto delle "seguenti raccomandazioni":

1. i dati chiave di partenza alla base del piano dovrebbero essere verificati da un soggetto terzo e indipendente;
2. il piano deve esplicitare chiaramente e trasparentemente le ipotesi qualitative e quantitative su cui si fondano le proiezioni economiche;
3. il piano dovrà essere dettagliato nell'illustrazione di quegli atti che potrebbero risultare oggetto di revocatoria;
4. il piano dovrà prevedere *stress test* e scenari di *sensitivity*;
5. è opportuno che il piano finanziario (e conseguentemente la proposta di ristrutturazione dei debiti) abbia adeguati meccanismi di aggiustamento definiti sulla base dei scenari di *sensitivity*;
6. il piano dovrà prevedere adeguate milestones di verifica dell'implementazione della strategia di risanamento.

1.3 *I dati di partenza del piano*

La legge, con riferimento al piano attestato, non dà alcuna indicazione circa il ruolo dell'esperto nella verifica e attestazione nei dati forniti dall'impresa e che sono alla base del piano di risanamento. Dottrina e giurisprudenza si sono lungamente confrontati su questo punto (non senza differenze di vedute), ma ciò che rileva in questa sede è che, a prescindere da quanto previsto dalla norma per il perito, sia buona norma che i dati di partenza del piano vengano validati da un soggetto terzo

e indipendente rispetto all'impresa. Tale verifica non dovrebbe essere effettuata in logica di revisione contabile o certificazione, bensì dovrebbe essere finalizzata alla verifica sostanziale degli elementi sulla base del quale il redattore del piano ha predisposto le proprie proiezioni economico-finanziarie. È evidente che nel caso in cui il redattore sia un advisor industriale e finanziario è di suo stesso interesse ricevere un conforto terzo ed indipendente relativamente ai dati alla base del proprio lavoro.

1.4 La chiarezza e la trasparenza delle assumptions

La chiara e dettagliata esplicitazione delle assumptions di piano consente di ridurre il grado di incertezza e rischiosità attribuita al piano stesso nella valutazione da parte dell'attestatore prima, e dei creditori poi, permettendo di meglio comprendere la relazione tra ragioni della crisi le azioni di risanamento e i risultati attesi.

La trasparenza nelle modalità di costruzione del piano facilita il lavoro dell'attestatore e consente che lo stesso possa esprimere un giudizio sul piano non inquinato dal timore di opacità. Quanto più il piano è "opaco", tanto più difficile sarà ottenere l'attestazione; quanto più saranno chiare e trasparenti le analisi dei risultati storici e le simulazioni relative ai risultati prospettici, tanto sarà più facile per i lettori del piano (attestatore e creditori) concentrarsi sulla valutazione sostanziale del piano, depurata da ogni timore di "asimmetria informativa".

1.5 Il dettaglio del piano

Nella predisposizione del piano, il redattore dovrà tenere a mente che tanto maggiore è il rigore e il dettaglio nell'illustrazione degli atti previsti a piano che risulterebbero astrattamente revocabili, tanto maggiori sono le possibilità, qualora il piano fallisca, di dimostrare in un eventuale giudizio la relazione sussistente fra il piano e l'atto, il pagamento e la garanzia posta in essere in sua esecuzione. Da ciò ne deriva che:

- è opportuno che vengano chiaramente esplicitati che sono funzionali al risanamento aziendale;
- il grado di dettaglio della descrizione delle singole operazioni dovrà essere direttamente proporzionale all'importanza dell'atto, del pagamento o della garanzia.

È pertanto fondamentale che il redattore del Piano ponga particolare rigore e accuratezza nell'esplicitare chiaramente le singole ipotesi poste a fondamento del Piano stesso in modo da rendere quando più "razionale ed analitica" l'evoluzione delle singole poste economico-patrimoniali e finanziarie previste nell'arco del Piano. Allo stesso modo è assolutamente necessario che tutte le ipotesi in qualche modo "collegate/riconducibili" a fattori esogeni (quali l'evoluzione attesa del mercato di riferimento, il tasso di crescita dei principali costi, l'evoluzione dei tassi di cambio, ...) siano chiaramente messe in riferimento con l'evoluzione attesa delle stesse e che tali fonti informative "esterne" siano chiaramente identificate ed esplicitate nella redazione del Piano. Tale condizione, oltre ad essere indubbiamente una norma di buon comportamento professionale per chi è incarico di redigere il Piano stesso, allo stesso tempo è riconosciuta dalla dottrina di riferimento come "condizione necessaria al fine di consentire all'attestatore e ai terzi di valutare compiutamente l'autorevolezza, l'eshaustività e in termini più generali la fondatezza delle informazioni da cui scaturiscono ipotesi e previsioni".

Infine, è opportuno spendere qualche parola sull'orizzonte temporale ritenuto nella prassi più "congruo" per l'esplicitazione del Piano stesso. È ovvio che un Piano troppo "breve" potrebbe non essere sufficiente per consentire all'impresa in crisi di raggiungere l'equilibrio economico-finanziario posto a fondamento del risanamento stesso ma, allo stesso tempo, un Piano troppo "lungo" riduce sensibilmente l'affidabilità delle previsioni alla base del Piano e quindi ne riduce la sua attendibilità. L'esperienza degli ultimi anni insegna che occorre trovare un *trade-off* tra orizzonte temporale e affidabilità delle previsioni di lungo periodo: ritengo che tale "punto di equilibrio" possa posizionarsi tra i 3 ed i 5 anni, periodo considerato (anche nella più comune prassi aziendale per la predisposizione dei *Business Plan*) quale orizzonte temporale che meglio interpola da un lato l'esigenza di consentire l'effettiva implementazione delle manovre più "strutturali" previste dal Piano e, dall'altro, consente di fondare le previsioni alla base del Piano stesso su stime considerate affidabili.

1.6 *Gli scenari di sensitivity*

Il piano industriale e finanziario incorpora per sua natura, in quanto basato su proiezioni future, un proprio grado di aleatorietà. Tale livello di alea è normalmente più elevato nei casi in cui il risanamento azienda-

le preveda un consistente incremento dei ricavi (ancor di più se sulla base di politiche di incremento dei prezzi) e minore nei casi in cui il piano sia fortemente orientato alla riduzione dei costi. Da ciò deriva che il redattore del piano dovrebbe:

- identificare e illustrare chiaramente quanto il recupero di redditività e la generazione di flussi di cassa sia riconducibile a (i) interventi sui costi, (ii) interventi sui ricavi, (iii) interventi di natura straordinaria (es. cessione di business);
- identificare le assumptions che condizionano maggiormente la redditività e la generazione di cassa;
- predisporre adeguati esercizi di *stress test* e conseguenti scenari di *sensitivity* al variare di tali *assumptions*.

Tali simulazioni saranno fondamentali all'imprenditore per valutare il livello di rischio connesso all'implementazione del piano, all'attestatore per esprimere il proprio giudizio, ai creditori per valutare l'accettabilità del piano proposto. In principio, le simulazioni di sensitività dovrebbero interessare le principali poste economico-finanziarie "sensibili" (cioè tali da influenzare in modo significativo il raggiungimento degli obiettivi di risanamento previsti dal Piano) e i risultati delle stesse dovrebbero essere tali da consentire il raggiungimento degli obiettivi di Piano anche in situazioni di stress/meno ottimistiche di quelle previste.

1.7 I meccanismi di aggiustamento

Il passo successivo e sequenzialmente logico rispetto alla simulazione di scenari di *sensitivity* è quello della definizione di adeguati meccanismi di "aggiustamento" del piano in funzione del variare di alcune *assumptions* alla base del piano stesso.

È evidente che tali meccanismi di aggiustamento non dovranno essere attivabili sulla base di scelte soggettive da parte dell'azienda di scostamenti rispetto al piano attestato, e men che meno in caso di incapacità di implementazione, ma esistono numerosi casi dove la possibilità di attestazione del piano è fortemente legata all'esistenza di tali meccanismi di aggiustamento. Si consideri, a titolo di esempio, un piano di risanamento di un'azienda di trading di commodities; normalmente la profitabilità, il livello di capitale circolante e conseguentemente la generazione di flussi di cassa al servizio del debito di questo tipo di aziende è fortemente connesso all'andamento del prezzo delle commodities stesse.

In assenza di meccanismi di aggiustamento, e partendo dal presupposto che nessuno disponga della sfera di cristallo per prevedere i prezzi di una certa commodity nei prossimi 5 anni, il piano non risulterebbe asseverabile; sarà pertanto necessario prevedere, nell'ambito della proposta di ristrutturazione dei debiti, che i covenants, la disponibilità di linee per il finanziamento del circolante e le rate di rimborso dei debiti possano essere automaticamente modificate in caso di forti e persistenti variazioni dei prezzi delle materie prime rispetto a quanto previsto nel piano originario.

1.8 *Le milestones di verifica del piano*

Al fine di rendere il monitoraggio del piano quanto più semplice ed immediato possibile durante la fase di esecuzione, è opportuno che il piano contenga l'indicazione sistematica ed esplicita delle "milestones" (risultati parziali misurabili e temporalmente collocati) che dovranno essere raggiunte durante l'esecuzione del piano stesso.

Tali "milestones", confrontate con i risultati raggiunti, costituiranno la base per una verifica periodica sull'andamento del piano, facilitandone il monitoraggio e consentendo, ove necessario, tempestivi aggiustamenti.

L'indicazione nel piano di specifici e precisi intervalli di verifica consente inoltre ai terzi di valutare la perdurante fattibilità del piano e idoneità ad assicurare il risanamento dell'impresa.

2. *La proposta di ristrutturazione finanziaria "in continuità": fattori critici di successo, le fasi ed il processo*

Come già precedentemente descritto, il legislatore lascia ampia libertà di manovra nella definizione delle più adeguate strategie di risanamento sulla base dei quali definire il piano attestato o l'accordo di ristrutturazione dei debiti.

L'analisi delle principali operazioni di ristrutturazione (che abbiano fatto ricorso ad uno dei due strumenti normativi) degli ultimi anni mi ha portato ad identificare due macro categorie di strategie di risanamento ed un albero logico sulla base del quale definire quale possa essere la strategia ottimale.

In questo paragrafo analizzeremo le fasi del processo di valutazione

della strategia di risanamento i fattori critici di successo per ciascuno dei cluster identificati e le fasi della strategia stessa.

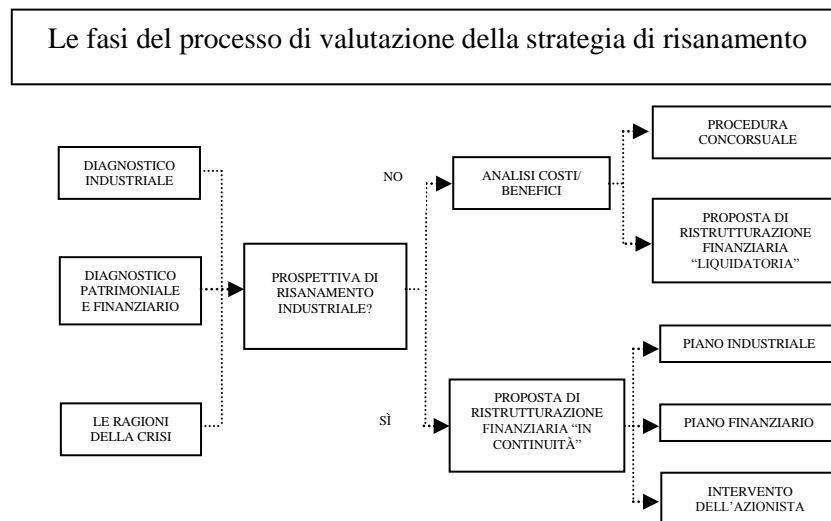
2.1 La valutazione della strategia di risanamento

La valutazione della strategia di risanamento è strettamente connessa rispetto a quanto descritto nel paragrafo precedente ed in particolare alla comprensione della fenomenologia della crisi.

In estrema sintesi l’algoritmo della valutazione della strategia di risanamento può essere sintetizzato nelle seguenti domande:

- qual è la fenomenologia della crisi?
- ci sono, e quali sono, gli asset (materiali o immateriali, evidenti o sommersi) su cui basare il rilancio aziendale?
- ci sono concrete possibilità di risanamento industriale?
- quali sono i costi (impliciti ed espliciti) di una procedura concorsuale?

L’incrocio disposto delle risposte a queste domande porta alla definizione dell’albero logico indicato nella slide qui di seguito rappresentata.



Tale albero logico pone quale suo perno la prospettiva di risanamento industriale (per tutto o parte della società oggetto di ristrutturazione) ed in via secondaria l’analisi dei costi/benefici di una procedura concorsuale rispetto ad un percorso di “liquidazione guidata”.

Nel caso in cui sussista un serio e concreto presupposto di risanamento industriale dovrebbe essere fortemente perseguita la strada del risanamento “in continuità aziendale” e, per quanto possibile, senza ricorso ad alcun tipo di procedura concorsuale. Sulla base della nostra esperienza la procedura concorsuale, pur in caso di prospettiva di rilancio industriale, dovrebbe essere perseguita solo nei casi di insostenibile tensione finanziaria di breve termine (o di illeciti).

In linea generale sono pertanto identificabili le seguenti due macro strategie di risanamento.

2.2 Percorso di risanamento in continuità

È perseguibile nei casi in cui:

- sussiste un concreto presupposto di risanamento industriale;
- l'eventuale tensione finanziaria di breve termine è gestibile, eventualmente attraverso il ricorso ad un “finanziamento ponte”.

Tale strategia di risanamento comporta la predisposizione di un piano industriale e finanziario e di una proposta di ristrutturazione del debito e il perseguimento di un processo che verrà discusso (nei tempi e nelle fasi) nel prossimo paragrafo.

I fattori critici di tale strategia sono:

- la credibilità del piano industriale e finanziario;
- la discontinuità manageriale;
- i meccanismi alla base dell'esecuzione e del monitoraggio del piano.

Il piano predisposto dalla Società con il supporto del proprio advisor industriale/finanziario, oltre a dover rispettare alcuni basilari standard legati alla struttura stessa del piano, deve rispettare anche dei principi (che possono sembrar ovvi e banali, ma che in molti casi non sono rispettati) di etica, veridicità e di razionalità; non sempre la situazione nella quale la Società si trova può essere effettivamente sanata e risolta, anche con enormi sacrifici dal lato dei creditori: in questo caso – purtroppo – tale *status* deve essere reso noto in maniera trasparente, senza cercare di “architettare” strani *make-up* della documentazione elaborata in modo tale che venga rappresentata una situazione non veritiera.

In questo capitolo più volte si è evidenziata la necessità di farsi coadiuvare da un team di advisor per la gestione dello “stato di crisi”. Ma mentre gli advisor sono un supporto nella gestione di questa fase “*ad inte-*

rim” è invece compito del management team della Società l’esecuzione ed il monitoraggio del Piano di Risanamento, oltre alla gestione “ordinaria” del periodo post-crisi “a regime”. È quindi necessario che si capisca sin da subito la capacità (o meno) del management nel traghettare la Società una volta superata la crisi, considerando anche che molte volte sono proprio le scelte compiute da un management “poco capace” le cause della situazione di dissesto che ha poi innescato tutto il processo di risanamento. In termini generali è possibile affermare che un piano di risanamento di successo richiede una discontinuità manageriale forte, da intendersi come sostituzione o rafforzamento del management, e che questo sia un elemento essenziale sia agli occhi dell’attestatore che dei creditori.

Nel caso in cui i creditori di un’impresa siano disponibili, a vario titolo ed in varie forme, a fare dei sacrifici per il rilancio dell’impresa stessa, è comprensibile che i meccanismi alla base dell’esecuzione del piano diventino uno degli elementi essenziali della valutazione stessa. O forse sarebbe meglio dire che sarebbe comprensibile, perché la verità dei fatti è che in Italia i creditori principali (le banche) stanno lentamente acquisendo tale consapevolezza. Resta comunque evidente che la probabilità di effettivo risanamento è strettamente correlata alla capacità di monitoraggio del piano e alla possibilità di intervento in caso di scostamenti rilevanti.

2.3 Percorso di “liquidazione guidata”

È perseguibile nei casi in cui:

- non vi è presupposto industriale (es. holding finanziarie di partecipazioni);
- non sussiste un concreto presupposto di risanamento industriale;
- il costo di una procedura concorsuale è più elevato rispetto ad una liquidazione guidata.

In tale strategia, assumono particolare rilievo:

- i meccanismi di governance volti a garantire un regolare ed ottimale svolgimento del percorso di liquidazione;
- i meccanismi legali volti a garantire che nel caso in cui la liquidazione venga gestita al meglio, qualora sussistessero debiti residui, non possa essere richiesto il fallimento dell’impresa.

2.4 Le fasi e le tempistiche

Cercando di razionalizzare e strutturare quello che è il “Processo di Risanamento” è possibile individuare 4 fasi di tale processo:

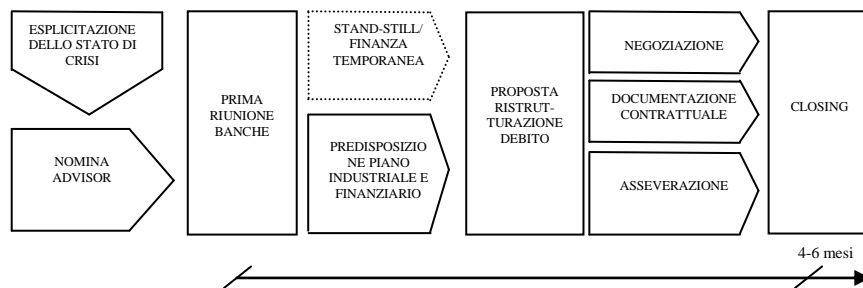


1. analisi della Crisi: l'avvio dell'intero processo non può che partire dalla comprensione del trend storico dei principali *economics*, cercando di analizzare cosa è accaduto e soprattutto il perché in un orizzonte di tempo non inferiore agli ultimi 2-3 anni della storia della Società. Nella maggior parte dei casi è proprio l'analisi del passato e della storia recente della società lo *step* fondamentale per ridefinire la nuova strategia per il futuro;
2. definizione del Piano di Turnaround Industriale:
 - a. analisi dettagliata del Mercato ed evoluzione attesa dello scenario competitivo;
 - b. definizione sulla Strategia di Portafoglio e della eventuale strategia di focalizzazione sul core business e potenziali disinvestimenti;
 - c. definizione di un “Business Plan” pluriennale e definizioni di azioni immediate da intraprendere, piano tattico, obiettivi e piano di lungo periodo;
3. definizione e Negoziazione di un Piano di Ristrutturazione Finanziaria: per supportare la strategia di Business è necessario sviluppare una “Strategia Finanziaria” (tramite uno studio del “Cash Flow a Servizio del Debito” e dei Fabbisogni Finanziari) che si concretizzi in una Proposta di Ristrutturazione del Debito da presentare ai propri creditori;
4. effettiva implementazione del Piano di Turnaround Industriale:
 - a. utilizzo di un “Tableau de board” per un monitoraggio costante dell'effettiva implementazione delle azioni di turnaround definite;
 - b. monitoraggio del raggiungimento dei principali obiettivi;
 - c. misure di “Backup” che siano pronte da essere poste in essere in

caso di mancato raggiungimento dei risultati pianificati.

Ma quali sono – in media – le tempistiche del processo di risanamento? Logicamente non è un processo la cui durata può essere identificata a priori, ma basandosi su un campione statistico la durata media è definibile in circa 4-6 mesi.

Andando ad un livello di dettaglio superiore rispetto alle fasi del “Processo di Risanamento” definite in precedenza è infatti possibile definire dei sub-processi, intervallati da 3 milestone comuni a tutti i processi di risanamento:



1. prima Riunione Banche: a valle dell'explicitazione dello stato di crisi e della nomina del team di advisor, attività questa che richiede tempi non superiori ad 1 settimana lavorativa, viene in genere “convocata” una prima riunione banche (che in genere rappresentano la percentuale più importante dei creditori della Società) per delineare una prima *overview* della Società, della storia degli ultimi mesi e della “situazione” dello stato di crisi.
2. proposta di Ristrutturazione del Debito: a valle della prima riunione banche la Società ed il suo team di advisor, per circa 1/2 mesi, lavorano insieme nella predisposizione del piano industriale e finanziario. È importante sottolineare che laddove la situazione societaria dovesse essere particolarmente critica è necessario prevedere anche una manovra di finanza temporanea o eventualmente una richiesta di uno *stand-still* (moratoria sul rimborso di quote capitali e/o interessi)
3. closing: per *closing* si intende la “chiusura” del processo di risanamento. Tale milestone coincide con la stipula della documentazione contrattuale che formalizza la proposta di ristrutturazione del debito effettuata dalla Società adeguatamente negoziata tra la Società stessa e le controparti (gli istituti di credito). In genere a tali attività si af-

fianca anche quella dell'“Asseverazione” del piano industriale e finanziario (attività in genere richiesta dagli istituti di credito) da parte di un professionista terzo – il “Perito” – che ha il compito di valutare la ragionevolezza del piano presentato dalla Società. L'insieme di tal attività ha in genere una durata che varia dai 3 ai 4 mesi, ma è anche quella che è soggetta ad una ampia variabilità, in genere direttamente proporzionale al numero degli attori coinvolti (Società, Perito, Banche (il cui numero arrivare anche a svariate decine, Advisor (Industriali, Finanziari, Legali, ...)).

L'AVVIO DEL PROCESSO, LA DOCUMENTAZIONE NECESSARIA ED IL RUOLO DELL'ESPERTO

Massimiliano Bonamini

Dottore commercialista in Verona, Studio Bonamini & Partners

1. Gli attori delle ristrutturazioni ed il ruolo del Perito

Gli attori principali che prendono parte in una operazione di ristrutturazione del debito sono i seguenti:

1. l'imprenditore;
2. l'advisor;
3. i legali delle controparti responsabili della convenzione;
4. le banche coinvolte nell'operazione;
5. il perito.

Al fine di garantire il successo dei piani di risanamento economico finanziari è necessario che ogni protagonista svolga il suo ruolo nel modo corretto.

Per quanto concerne l'imprenditore è importante che abbia la sensibilità di capire quando la sua azienda sta affrontando un periodo di crisi dal quale non sarà in grado di uscire con le proprie forze. La tempistica dell'intervento è l'aspetto più cruciale di una ristrutturazione. Troppo spesso l'organo amministrativo di un'impresa tende a sottostimare la situazione di crisi aziendale inseguendo incrementi di fatturati a ridotta marginalità che comportano un annullamento di redditività con conseguente indebitamento sproporzionato rispetto alle capacità dell'azienda stessa. Questa attitudine rende di difficile applicazione gli strumenti di ristrutturazione del debito che per loro natura possono essere utilizzati solo laddove la crisi non sia irreversibile.

L'advisor deve avere una competenza comprovata sia nella creazione di piani industriali che nelle ristrutturazioni delle posizioni finanziarie. L'incremento esponenziale di operazioni di ristrutturazione causato dalla crisi economico finanziaria globale ha fatto sì che si siano proposti operatori nel settore privi della preparazione necessaria a creare dei piani credibili e realizzabili, si ritiene pertanto prerequisito necessario una rigida selezione sugli advisors sulla base del track record e delle competenze specifiche di settore.

Il fulcro sui cui ruotano la maggioranza delle operazioni di ristrutturazione è la convenzione siglata tra banche ed imprenditore ad oggetto gli accordi che consentiranno la ristrutturazione finanziaria dell'azienda. In tutto il corso che porta alla stipula del documento i legali delle controparti è necessario che dimostrino sia competenza tecnica sul tema che una spiccata sensibilità di business in quanto l'obiettivo finale deve sempre essere la continuità aziendale e la soddisfazione dei creditori, non come alle volte accade il virtuosismo accademico.

Le banche sono i soggetti creditori maggiormente coinvolti nel processo di risanamento in quanto in molti casi viene richiesta loro nuova finanza per l'implementazione del piano industriale, inoltre, ai fini della sostenibilità dell'indebitamento, può venire richiesto lo stralcio di parte della posizione debitoria o la conversione della stessa in strumenti finanziari partecipativi. Affinché l'intera operazione di risanamento aziendale vada a buon fine è necessario che l'interlocutore bancario sia esperto in materia, a tal proposito il fatto che le maggiori banche italiane abbiano provveduto recentemente a strutturare dipartimenti ad hoc dove operano preparati tecnici del risanamento aziendale ha portato grande giovamento alle aziende italiane in crisi. Il piano attestato di risanamento è uno strumento che veniva già utilizzato dal settore bancario in passato, la novità offerta dalla legge fallimentare ha introdotto è quella di aver creato un meccanismo di tutela del risanamento permettendo di inserire una garanzia per creditori ed imprenditore dai rischi civili e penali di insolvenza, tale garanzia viene offerta dal ruolo del perito.

Tra gli attori della ristrutturazione il perito svolge il ruolo di garante per tutti gli stakeholders coinvolti, in particolare si assume una responsabilità contrattuale ed extracontrattuale (e secondo alcuni penale) offrendo una tutela sia per l'imprenditore che vede attenuata la propria responsabilità; sia nei confronti delle banche che controllano il rischio di revocatoria fallimentare e la responsabilità di concessione abusiva del credito; sia nei confronti dell'organo di controllo aziendale che dovesse trovarsi in dubbio sulla relazione al bilancio in continuità aziendale; sia nei confronti di tutti i portatori di interesse nei confronti dell'azienda che ovviamente vogliono essere rassicurati sulla ragionevolezza del piano e la sua idoneità a condurre l'impresa al risanamento.

A differenza di quanto previsto dagli artt. 160 e 182-*bis*, nel caso di accordi stragiudiziali puri il legislatore ha specificato che il piano debba assicurare il riequilibrio finanziario, dunque, il risanamento aziendale finalizzato alla prosecuzione dell'attività aziendale.

Il ruolo dell'esperto in questa valutazione è fondamentale, in quanto

non si limita ad una mera dichiarazione in ordine alla ragionevolezza del piano, bensì anche all'esplicazione delle ragioni alla base del proprio giudizio, in modo tale da consentire ai terzi di comprendere e valutare autonomamente le caratteristiche del piano.

Per i piani attestati di risanamento l'attestazione del perito è l'unica forma di controllo prevista.

Vista l'importanza del ruolo che riveste il perito è assolutamente necessario che la perizia attestata venga fatta da professionisti o studi associati che oltre ad avere i requisiti richiesti dalla legge garantiscano una competenza specifica in vari ambiti non da ultimo quello finanziario e particolarmente nelle operazioni di ristrutturazione in quanto le potenziali conseguenze di un errato giudizio causerebbero un danno grave per tutti gli attori coinvolti.

Il fatto che dagli ultimi orientamenti giurisprudenziali sia previsto che l'atto di nomina del perito non debba essere fatta dal tribunale ma direttamente dall'imprenditore ha favorito la specializzazione dei professionisti che operano nell'ambito a garanzia degli standard qualitativi delle perizie da questi ultimi elaborate, la speranza è quella che venga sempre più spinta la creazione di una classe di professionisti specializzati nel risanamento e che venga favorito il dialogo tra i diversi attori.

2. La nomina ed i requisiti del perito

2.1 La designazione dell'esperto

Nel silenzio della norma, gli orientamenti giurisprudenziali su chi sia il responsabile del conferimento dell'incarico al perito che redige la relazione al piano di risanamento si sono andati consolidando dall'introduzione dei piani di risanamento (anno 2005).

Di seguito viene analizzato il percorso di orientamenti in tema di designazione con lo scopo di capire con chiarezza chi debba procedere oggi alla nomina del perito chiamato a dare un giudizio di ragionevolezza sul piano di risanamento e quali debbano essere i requisiti professionali di quest'ultimo.

Nella sua prima formulazione (2005) l'art. 67, lett d) prevedeva l'esenzione da revocatoria fallimentare per:

“... 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 ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, del codice civile”

L'articolo del codice civile, richiamato dalla norma, disciplina la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento ed a sua volta richiama la disciplina della relazione sulla congruità del rapporto di cambio specificamente nel contenuto e nella modalità di nomina dell'esperto (2501-*sexies*). A tal riguardo viene previsto che se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni, l'esperto sia designato dal tribunale del luogo in cui ha sede la società.

Visto il doppio rinvio agli artt. 2501-*bis* e 2501-*sexies* inizialmente la dottrina prevalente ha interpretato la norma in termini restrittivi prevedendo che ove oggetto del risanamento fosse stata una società per azioni la designazione dell'esperto spettava al tribunale del luogo in cui la società aveva sede. Tale tesi aveva generato dissensi vista la natura privatistica dei piani di risanamento che chiaramente contrasta con l'intervento di designazione da parte dell'autorità giudiziaria.

Da un punto di vista pratico sono stati registrati casi in cui il professionista designato dal tribunale non è stato all'altezza del ruolo che era chiamato a svolgere in quanto non competente in materia di ristrutturazione.

In anticipo rispetto agli interventi legislativi correttivi e conseguenti interpretazioni, con decreto datato 3.08.2007, il tribunale di Brescia dispone che anche nel caso di società per azioni o in accomandita per azioni la nomina dell'esperto spetta esclusivamente all'imprenditore. Le motivazioni del giudice bresciano sono state ispirate in maggioranza dalle varie tesi contrastanti riconducibili sostanzialmente in primo luogo alla natura squisitamente privatistica del piano di risanamento per il quale non è prevista alcuna registrazione od omologazione e pertanto in coerenza a tale natura la designazione doveva essere fatta dall'imprenditore; in secondo luogo veniva richiamata la specificità dell'articolo citato che non poteva “assegnare” in via generalizzata il potere di designazione al tribunale.

Nel settembre 2007 è stato emanato il decreto “correttivo” che è andato a modificare, tra l'altro, il testo dell'art. 67, il quale prevede ora;

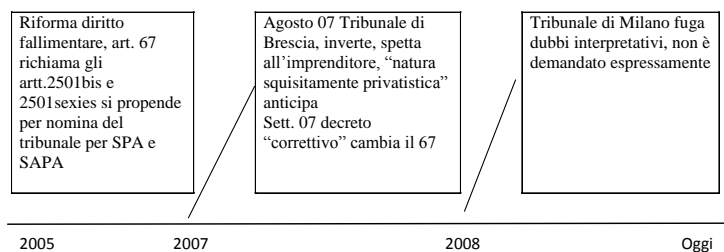
“... la cui ragionevolezza sia attestata da un professionista iscritto nel registro dei revisori contabili e che abbia i requisiti previsti nell'art. 28, lettere a) e b) ai sensi dell'articolo 2501-bis, quarto comma, del codice civile”.

Le modifiche introdotte sono relative alla chiara individuazione dei requisiti del perito. I primi orientamenti, successivi al correttivo, si sono mossi nella direzione che la chiara definizione dei requisiti professionali comporta la conseguenza che il richiamo al solo articolo 2501-*bis* vada visto limitatamente ai criteri di redazione perizia e non alla designazione del perito da parte del tribunale che spetterebbe quindi all'imprenditore anche nei casi in cui la società coinvolta sia una società per azioni.

A fugare i possibili dubbi a riguardo ha contribuito il Tribunale di Milano che ha emanato un provvedimento chiarificatore in cui ribadisce che per il piano di risanamento la scelta del professionista spetta sempre all'imprenditore. A conferma delle proprie argomentazioni il tribunale milanese ricorda che quando il legislatore ha voluto che l'esperto assumesse una posizione di indipendenza, ne ha demandato espressamente le nomine al Tribunale mentre ne ha lasciato chiaramente la scelta all'imprenditore nei casi di concordato preventivo e accordi di ristrutturazione, la mancanza di riferimento esplicito alla nomina giudiziaria è sintomatica di una precisa volontà legislativa di conservare la libertà nell'iniziativa all'imprenditore.

Lo schema sottostante sintetizza l'iter legislativo e giurisprudenziale della nomina del perito:

Il ruolo del tribunale



La quasi totalità dei tribunali italiani chiamati ad esprimersi sulla nomina del perito ha seguito l'orientamento dell'autorità milanese, rigettando l'istanza di nomina in quanto questa è rimessa all'imprenditore e non compete al tribunale.

Di seguito vengono citati gli estremi di alcuni tra dei più recenti provvedimenti a riguardo:

- Tribunale di Vicenza, 4 giugno 2009;
- Tribunale di Bologna, 15 aprile 2009;
- Tribunale di Milano, 10 marzo 2009;

- Tribunale di Mantova, 31 marzo 2009.

Unico Tribunale, tra quelli analizzati, che ha preso un orientamento differente è il Tribunale di Treviso che il 20 aprile 2009 ha emanato un provvedimento che afferma che la nomina del perito può essere delegata al Presidente del Tribunale, in veste vicaria, quando l'imprenditore ritenga utile connotarla di maggiore "terziarietà" ai fini di un più positivo apprezzamento da parte dei creditori nella prospettiva della credibilità realizzativa del piano stesso. La posizione presa dal tribunale di Treviso è difficilmente condivisibile in quanto la terziarietà del perito rispetto all'imprenditore dovrebbe essere garantita dai requisiti necessari per essere nominati e non dal fatto che la nomina sia fatta dall'autorità giudiziaria lo stesso vale per l'analisi della "credibilità realizzativa", pertanto è ragionevole prevedere che tale posizione rimanga un caso isolato.

In conclusione è possibile affermare che visti i numerosi orientamenti dottrinali disponibili, l'istanza di nomina al tribunale per la designazione del perito chiamato a giudicare la ragionevolezza del piano di risanamento è assolutamente superflua, ma nel dubbio viene sovente richiesta da parte di alcuni tra gli attori coinvolti nel processo di ristrutturazione. Nella maggior parte dei casi tale istanza di nomina verrà rigettata, rimane tuttavia la remota possibilità che il Tribunale proceda alla nomina scegliendo professionisti iscritti agli albi magari privi di alcuna esperienza in tema di ristrutturazione aziendale con il potenziale rischio che vengano implementati piani di risanamento privi della reale capacità di risanare l'azienda. Infatti, la designazione da parte del tribunale secondo le previsioni normative di tipo burocratico vedrebbe la scelta fra gli albi senza alcuna garanzia della competenza tecnica e delle capacità di svolgimento dell'incarico. L'evoluzione normativa dottrinale che ha portato alla nomina del perito da parte dell'imprenditore favorisce il livello tecnico delle perizie a garanzia dei creditori, e la cooperazione tra professionisti esperti nelle ristrutturazioni con il conseguente miglioramento delle operazioni che vengono poste in essere; in quanto ai requisiti terziarietà richiesti al perito questi sono garantiti dai requisiti professionali.

2.2 I requisiti professionali richiesti all'esperto

Per quanto riguarda i requisiti professionali è necessario è necessario che l'esperto chiamato a giudicare la ragionevolezza del piano abbia la duplice iscrizione nell'albo professionale (avvocato, dottore commercia-

lista o esperto contabile) e quella nel registro dei revisori contabili. È possibile che l'incarico venga conferito ad uno studio professionale associato nel qual caso è richiesto che tutti i soci possiedano la qualifica di professionista (iscrizione all'albo dottori commercialisti o avvocati o esperti contabili), mentre l'iscrizione al registro dei revisori contabili è richiesta esclusivamente per i professionisti a cui viene assegnata l'esecuzione materiale dell'incarico. Quanto invece ai profili di indipendenza è previsto che il professionista sia un soggetto terzo rispetto all'impresa ed alla operazione di risanamento. Nel testo modificato dal correttivo è stato soppresso il secondo comma dell'art. 28 circa le situazioni soggettive di incompatibilità con l'incarico del curatore, tale espunzione potrebbe far ritenere "nominabili" il consulente dell'impresa laddove abbia i requisiti di iscrizione agli albi professionali, in tale direzione sembra andare la sentenza della corte di cassazione n. 2706 del 4 febbraio 2009 dove non si ritiene che il consulente dell'imprenditore non si trovi in una posizione di incompatibilità rispetto al ruolo dell'esperto attestatore, in quanto la legge non prevede tale incompatibilità.

A parere di chi scrive le ragioni di necessaria imparzialità e di tutela dei creditori necessariamente fanno propendere per la soluzione di scegliere l'esperto tra soggetti che non abbiano prestato consulenza all'impresa in crisi. Il perito deve svolgere il proprio compito ponendosi in posizione di indipendenza e terzietà tanto dall'imprenditore quanto dai creditori, giudicando l'idoneità del piano proposto sia a consentire il risanamento dei debiti sia ad assicurare il riequilibrio finanziario, valutando con particolare attenzione la ragionevolezza delle indicazioni in merito alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni, tale operazione non può essere fatta con la necessaria obiettività dal consulente dell'azienda in crisi.

La distinzione tra i ruoli favorisce il dialogo professionale tra consulente ed attestatore a tutto beneficio della ragionevolezza dei piani posti in essere. Molto spesso si vede che il confronto tra punti di vista differenti va a beneficio della reale fattibilità dei piani; l'advisor tenderà ad avere una posizione più ottimista e possibilista, mentre il perito avrà una visione più conservativa. È proprio dal confronto di queste due diverse figure professionali che si favorisce l'attendibilità dei piani.

Laddove queste figure fossero la stessa verrebbe non solo persa una occasione di miglioramento dei piani ma in caso di futuro fallimento potrebbe essere messo in dubbio il potere protettivo di una relazione fatta da un perito in una posizione di dubbia terzietà.

In definitiva il professionista non deve trovarsi in una delle situazioni di incompatibilità prevista per le società di revisione rispetto sia all'impresa che ai creditori. È auspicabile che il professionista, pur collaborando anche in fase di elaborazione del piano, sia soggetto diverso ed indipendente rispetto ai consulenti dell'azienda in crisi.

3. *La situazione di partenza*

Uno dei primi dubbi nella stesura della relazione attestata per il piano di risanamento è relativo all'analisi dei dati di partenza.

Tra le nuove fattispecie previste dalla legge fallimentare il piano di risanamento attestato è previsto per l'imprenditore in squilibrio finanziario non ancora in stato di insolvenza. Lo strumento prevede che vengano poste in essere una serie di operazioni volte a ricreare le condizioni di equilibrio economico e finanziario offrendo al contempo un riparo dalla revocatoria fallimentare qualora il piano fallisse. La protezione è in primo luogo rivolta ai nuovi finanziatori che ovviamente non sono disposti a fornire nuova liquidità se non debitamente garantiti. Al fine di garantire tale protezione il perito terzo indipendente rispetto ad impresa ed advisor deve svolgere una revisione dei dati prospettici che gli permettano di elaborare un giudizio sugli interventi prospettati. Tale attività di revisione rappresenta il reale controllo di merito a tutela dei terzi creditori e di tutti i portatori di interessi. Il lavoro comporta molte criticità legate al fatto che si deve operare una due diligence su dati prospettici di una azienda che è in stato di crisi, quindi all'aleatorietà tipica delle previsioni si unisce una situazione "straordinaria" che sta alla base della costruzione del piano. In merito a tale situazione di partenza, nel silenzio della legge, il perito necessariamente deve esprimersi sull'attendibilità e coerenza dei dati a fondamento del piano. Nel proseguo del trattato verrà analizzato il grado di profondità che dovrà essere rivolto a tale analisi dei dati iniziali.

L'art. 2501-*sexies*, esplicitamente richiamato dal quarto comma dell'art. 2501-*bis* C.C. al quale l'art. 67 terzo comma lettera d) L.F. rinvia, prevede che il perito possa ottenere dal debitore proponente il piano di risanamento tutti i dati, storici e prospettici, e le informazioni ritenute utili al fine di individuare e analizzare le ragioni alla base della crisi e per formarsi un giudizio in merito alla ragionevolezza degli elementi posti a fondamento del piano proposto volto ad assicurare il riequilibrio finanziario e la prosecuzione dell'attività aziendale. Trattandosi di un

“accordo stragiudiziale puro”, non vi è l’obbligo da parte del perito di verificare la veridicità dei dati e delle informazioni ricevute (come invece previsto nel caso di concordato preventivo *ex-art. 161 L.F.*) e nemmeno di esprimere, mediante la redazione di una due diligence, un giudizio sulla fattibilità del piano proposto dal debitore (necessaria nel caso si sia in presenza di “accordi di ristrutturazione” *ex-art. 182-bis L.F.*). Inoltre, seppur non esplicitamente previsto dall’art. 182-*bis*, giurisprudenza ha ritenuto che l’esperto sia tenuto ad attestare la veridicità dei dati aziendali, considerando tale compito implicito nel controllo circa l’attuabilità dell’accordo (il Trib. di Milano ha affermato che “la valutazione della veridicità dei dati aziendali costituisce comunque un presupposto logico indefettibile dell’attestazione dell’esperto *ex-art. 182-bis*”).

La relazione dell’esperto mira infatti solamente a fornire un giudizio sulla ragionevolezza del piano, ovvero una valutazione razionale del legame esistente tra gli atti programmati e gli obiettivi fissati dalla società e la probabilità che questi vengano raggiunti.

Tuttavia approfondendo il tema con l’ausilio dei documenti che dovrebbero rappresentare la guida del perito nella redazione della relazione, ovvero:

- i principi previsti dal CNDC in tema di Business Plan;
- l’ISAE 3400;
- le Linee Guida a “il Finanziamento delle imprese in Crisi” – ODCEC – Università di Firenze – Assonime;
- le linee “Guida al Piano Industriale” – Borsa Italiana;
- il documento di ricerca n. 114 di Assirevi.

Si evince che ai fini della perizia non solo l’esperto debba ottenere una sufficiente conoscenza del settore di attività dell’azienda al fine di poter formulare un giudizio sulle ipotesi prospettiche ma anche un giudizio sull’accuratezza delle informative preparate alla base dell’informativa. Infatti in caso di inattendibilità dei dati iniziali l’intero giudizio espresso dal perito sarebbe compromesso, con conseguenti dubbi sulla tenuta dell’esenzione da revocatoria.

Dunque, nonostante non vi sia un richiamo specifico da parte della legge nel caso dei piani di risanamento all’obbligo di verificare la veridicità dei dati aziendali si ritiene che il perito non possa esimersi da opportune verifiche sui dati consuntivi.

Le verifiche più significative sono in primis sulla reale entità del patrimonio netto soprattutto nei casi di bilanci non approvati e non revisionati. Tali controlli sono assolutamente necessari in quanto qualora il

perito verificasse che l'azienda si trova in uno stato di insolvenza sarebbe precluso l'utilizzo dello strumento del piano di risanamento.

Nella prassi il perito si può trovare a fronteggiare una situazione in cui non si dispone di un bilancio approvato in quanto l'approvazione del bilancio così come la relazione dell'organo di controllo sono condizionate dall'effettiva implementazione del piano di risanamento e dall'eventuale giudizio di ragionevolezza sullo stesso. Tale situazione è causata dal fatto che la società in crisi si trova in una situazione in cui vi è il rischio che venga meno la validità del postulato del "going concern" con conseguente necessità di abbandonare nella redazione del bilancio i criteri di funzionamento (v. OIC n.5 e Principi di Revisione Nazionale n. 570). In questi casi la presenza di bilanci con cash flow negativo o perdita operativa può essere controbilanciata dall'implementazione di un piano di risanamento che porti ad un ritorno all'equilibrio economico e finanziario. Dunque si presenta una situazione in cui l'approvazione dei bilanci redatti con il criterio di funzionamento vengono posticipati fino all'implementazione del piano di risanamento con la conseguenza che il perito ha a disposizione per i lavori di verifica l'ultimo bilancio di verifica non approvato e revisionato.

In questi specifici casi si ritiene che il perito debba avere la massima attenzione a verificare che il patrimonio della società non sia stato eroso dalle perdite al di sotto del limite legale.

In tutti i casi si raccomanda una forte attenzione per quei bilanci che presentano variazioni "sospette" soprattutto sulle immobilizzazioni immateriali o artefizi di bilancio volti a nascondere la reale situazione debitoria dell'azienda.

In conclusione, viste le considerazioni ante esposte si ritiene che un'accurata analisi dei dati di partenza sia necessaria e che tale osservazione vada approfondita soprattutto nei casi di poste di bilancio "non chiare" e laddove la situazione di partenza si basi su dati non revisionati.

A riguardo è necessario porre in evidenza che, se da una parte l'esperto deve verificare con diligenza l'attendibilità dei dati di partenza; dall'altra il professionista non è responsabile in caso di difformità dei dati attestati rispetto a quelli reali. È in ogni caso opportuno, richiedere all'organo amministrativo una dichiarazione che attesti la responsabilità per la situazione di partenza laddove non ufficiale e di porre attenzione alla lettera d'incarico che delimiti le responsabilità rispetto ai dati di partenza.

4. I lavori di verifica

Il lavoro di verifica è orientato a giudicare la coerenza del piano nel suo complesso e la sostenibilità dello stesso in relazione sia alla compatibilità con le dinamiche del settore in cui opera l'azienda riguardo le modalità attuative con cui l'imprenditore ritiene di poter conseguire gli obiettivi fissati.

Affinché gli atti compiuti in esecuzione di una piano di risanamento attestato siano stabili in caso di successivo fallimento è necessario che l'esperto abbia valutato che il piano abbia i requisiti richiesti dalla legge, ovvero:

- idoneità a consentire sia il risanamento dell'impresa che il pagamento di tutti i creditori (salvo eventuali accordi conclusi singolarmente, es. stralci);
- realizzabilità del programma.

Il lavoro del perito dovrà seguire un iter logico che veda in primo luogo lo studio della situazione attuale, proseguendo con l'analisi della realizzabilità del piano, concludendo con l'accertamento della rimozione delle cause che hanno portato al dissesto.

La "best practice" di strutturazione della perizia prevede l'analisi dei seguenti aspetti:

- **Individuazione delle ragioni alla base della crisi.** Il perito deve acquisire una adeguata conoscenza dell'azienda, della governance e del settore; tale operazione preliminare costituisce da una parte le basi per un giudizio sufficientemente argomentato, dall'altra permette in fase conclusiva di constatare la rimozione delle cause che hanno portato alla crisi.
- **Valutazione dell'advisor.** Prima ancora di procedere all'analisi del piano è necessario che il perito si accerti della serietà e competenza del soggetto che lo ha predisposto. Nei casi in cui le parti coinvolte fossero di comprovata esperienza in materia con un importante track record alle spalle, tale analisi potrebbe essere considerata ridondante, invece, laddove le competenze tecniche dell'advisor non siano note al mercato, si ritiene necessario che il perito ne accerti la competenza.
- **Analisi del Piano.** Una volta terminate le analisi preliminari, l'esperto deve entrare nel dettaglio del piano con scetticismo professionale valutando la ragionevolezza di ogni singolo componente fino a valutare la correttezza dei calcoli effettuati.
- **Ragionevolezza delle previsioni.** Affinché un piano industriale sia credibile è necessario che le ipotesi su cui di fonda siano ragionevoli

sia rispetto al passato che in relazione alle previsioni future. In tale rispetto, l'esperto dovrà vagliare la credibilità delle previsioni in primo luogo confrontandole con i dati storici di fatturato ottenuti dall'azienda, in secondo luogo sarà necessario che egli analizzi le attese del mercato attraverso l'utilizzo di fonti diverse. Laddove le attese di mercato fossero incerte, per completezza potrebbe essere significativo effettuare un'analisi di sensitività per vagliare gli effetti prodotti al variare delle più determinanti variabili a piano.

- **Criticità.** Ogni azienda è soggetta a potenziali passività, è compito del perito provvedere all'individuazione di tutti i fattori di rischio non considerati che possono compromettere la riuscita del piano e vagliare che non siano tali da pregiudicarne la tenuta.
- **Giudizio Conclusivo.** Infine il perito deve accertarsi della rimozione delle cause di crisi e del ritorno ad un equilibrio economico e patrimoniale.

Il piano attestato deve avere due requisiti fondamentali. Da una parte deve essere idoneo a consentire il risanamento dell'impresa e dall'altra parte deve essere realizzabile, ovvero fondato su basi corrette e sviluppato su previsioni ragionevoli. È proprio il controllo da parte dell'esperto dell'esistenza di questi due presupposti che garantisce il merito degli atti compiuti in esecuzione del piano stesso e quindi la loro inattuabilità nel caso di futuro fallimento.

La struttura dell'attestazione non deve ripetere i contenuti del piano ma è un'analisi critica che segue un processo logico ben definito, il perito deve condurre il lettore alla piena comprensione di come il piano sia stato costruito, passando dalla verifica delle ipotesi fino alla dimostrazione che le azioni previste possono ragionevolmente condurre al risanamento del'azienda o del complesso aziendale.

Nel caso, molto diffuso, in cui il piano attestato coinvolga un gruppo il perito dovrà procedere in via preliminare all'individuazione del perimetro di risanamento, per delineare esattamente quali sono le società coinvolte.

La ragionevolezza del piano di risanamento deve essere provata nella sua interezza ma deve sussistere anche per le situazioni societarie specifiche, ciò non significa che sia necessario un piano ed una perizia per ogni singola società del gruppo, il documento può essere unico e comprendere tutte le società, di conseguenza il perito potrà esprimere un giudizio unico sul piano generale, ma dovrà essersi accertato che il risanamento del gruppo preveda il risanamento delle situazioni specifiche e che non vi siano società lasciate in situazioni di disequilibrio, nel qual caso un unico strumento potrebbe rivelarsi non adeguato.

Ci si potrebbe, dunque, trovare di fronte al caso in cui vengano utilizzati più strumenti in contemporanea, sia giudiziali che stragiudiziali, per le diverse società facenti parte del gruppo. In tal caso lo scrivente ritiene utile evidenziare il decreto emesso dal Tribunale di Roma il 5 novembre 2009 il quale sancisce che:

“qualora l'accordo ex-art. 182-bis costituisca un elemento essenziale di un più ampio piano di ristrutturazione del gruppo di imprese del quale fa parte la proponente, anche quest'ultimo dovrà essere depositato presso il registro delle imprese...”

Nel caso specifico venivano utilizzati contemporaneamente un piano attestato di risanamento ed un accordo di ristrutturazione dei debiti. La richiesta fatta dal Tribunale in merito al deposito del piano attestato presso il registro imprese riveste un'importanza più sostanziale che formale per quei casi in cui il gruppo opti per l'utilizzo dello strumento “67” per società o situazioni delle quali è necessario tutelare la segretezza, ed è proprio in questo ambito che i piani attestati offrono un grande vantaggio rispetto a tutti gli altri strumenti, giudiziali e stragiudiziali; vantaggio che però potrebbe venire vanificato nel caso in cui vengano utilizzati in combinazione con gli accordi di ristrutturazione o i concordati.

Una delle analisi preliminari fondamentali che il perito deve effettuare sulla società che predispose il piano di risanamento è che non sussista una perdita rilevante tale da portare al di sotto del limite legale il capitale sociale. Nel caso di un gruppo tale condizione deve essere verificata per tutte le società appartenenti al perimetro, in quanto il piano potrà essere posto in esecuzione solo se il capitale viene riportato al minimo legale. Laddove tale principio non venisse rispettato potrebbe essere messa in dubbio la correttezza della gestione societaria, e visto che si ritiene che il risanamento economico e finanziario possa avvenire solo nell'ambito di una corretta gestione, il piano potrà essere messo in esecuzione solo a condizione che il capitale venga riportato al minimo legale.

Una volta delineato il perimetro del risanamento il perito verifica le capacità e competenze di chi ha posto in essere il piano. La presenza di un advisor di comprovata esperienza offre senz'altro un margine di sicurezza maggiore per il perito ma anche per tutti gli operatori coinvolti. La complessità di un'operazione di ristrutturazione richiede competenze molto specifiche che non possono essere improvvisate. La stessa competenza in campo di ristrutturazioni è richiesta a perito che in congiunzione con le competenze contabili, legali e fiscali permettono l'attestazione dei soli piani che offrano delle ragionevoli prospettive di riuscita.

Si passa quindi all'analisi vera e propria del piano. Il perito dovrà in

primis verificare che le scelte individuate possono ragionevolmente consentire il risanamento dell'impresa, propedeutico a questa attività sarà sicuramente l'aver individuato le cause che hanno portato alla crisi. In secondo luogo il perito procederà a certificare la probabilità di riuscita del piano giudicando le metodologie utilizzate dall'advisor per fare in modo che la ragionevolezza sia sufficientemente argomentata.

A tal riguardo, prendendo come fonte di ispirazione il principio di revisione ISAE 3400 sarà necessario distinguere tra le informazioni prospettiche basata su *best estimate assumptions* ovvero ipotesi basate su elementi oggettivi quali ordini in portafogli e proiezioni di dati consuntivi; e le *hypotetical assumptions* ovvero ipotesi non supportate da dati storici. A parere dello scrivente il perito non potrà mai considerare ragionevoli i ricavi previsti su *hypotetical assumptions*, il piano dovrà invece essere costruito su *best estimate assumptions* ovvero su previsioni che hanno provato di essere ragionevoli in passato.

Nel verificare poi le previsioni di costo o ricavo attese connesse alle azioni di ristrutturazione la best practice prevede che il perito richieda pareri di tecnici esperti nella materia specifica a conforto di quanto previsto a piano. Ad esempio, laddove venga prevista la dismissione di immobili non strategici a piano, il perito richiederà una valutazione da parte di architetti o società specializzate che confermino il valore di dismissione previsto.

Una volta controllata la corretta costruzione del piano sarà necessario verificare che il piano, in un arco di tempo ragionevole (3/5 anni), è in grado di riportare la società in una condizione di equilibrio economico e finanziario, avendo avuto anche cura di verificare che non vi sono potenziali passività latenti delle quali né l'imprenditore nell'advisor hanno tenuto conto.

Una volta svolte queste analisi il perito elabora il suo esito che sarà o un giudizio di idoneità e ragionevolezza del piano ad assicurare il risanamento dell'impresa o, nell'ipotesi negativa la non attestazione.

A tal riguardo è importante rilevare che laddove il perito giudicasse il piano ragionevole, il giudizio non dovrebbe essere sottoposto a condizioni generiche che di fatto andrebbero ad invalidare il potere protettivo di tutta la relazione.

Il giudizio viene emesso su un piano prospettico che è o non è ragionevole e quindi la prassi che vede molti professionisti tutelarsi formulando giudizi sottoposti a svariate condizioni rischia di inficiare la bontà delle relazioni prodotte.

A parere dello scrivente le uniche condizioni accettabili devono avere le caratteristiche di essere un evento iniziale determinato che dovreb-

be verificarsi entro un tempo certo.

Ad esempio è accettabile rilasciare un'attestazione di ragionevolezza soggetta al fatto che venga effettivamente fatto l'aumento di capitale per il quale la proprietà si è già impegnata; non è invece accettabile rilasciare un giudizio positivo a condizione che il mercato di settore abbia un andamento positivo.

Il rischio di sottoporre il giudizio di ragionevolezza a condizioni generiche non definite è quello che la relazione non venga giudicata valida *ex post* con problematiche connesse alla resistenza della revocatoria. L'esperto garantisce l'attendibilità del piano, tramite il proprio giudizio e conferisce stabilità in caso di futuro fallimento a tutti gli atti compiuti in esecuzione del piano. Il giudizio espresso pregiudica la possibilità per il giudice di entrare nel merito dell'idoneità del piano; vista l'importanza della relazione, questa deve avere le necessarie caratteristiche di autorevolezza e non può dunque essere condizionata.

L'effettivo successo del piano e pertanto il reale successo del processo di risanamento dipende dalla capacità del management di "far accadere" quanto in esso contenuto.

Affinché il piano sia concretamente idoneo a consentire il risanamento ed il riequilibrio della situazione finanziaria è pertanto necessario che esso sia posto sotto un "costante monitoraggio" per verificare il puntuale raggiungimento delle milestones in esso contenute. Dal momento che il perito emette la relazione attestata diventa uno stakeholder della società, sarà pertanto considerata una pratica virtuosa il fatto che il perito raccomandi il monitoraggio delle milestones per verificare gli effetti sugli scostamenti.

A tale riguardo è opportuno notare che l'esenzione da revocatoria è subordinata non solo al sussistere delle condizioni iniziali ma anche al perdurare dello stesso; laddove un piano di risanamento dovesse scostarsi significativamente dai piani originari si renderebbe necessaria una nuova attestazione. In questo caso tutti gli atti anteriori al verificarsi dello scostamento sarebbero protetti mentre per gli atti successivi la protezione verrebbe offerta dalla nuova attestazione.

5. La responsabilità del professionista

Il professionista che attesta un piano di risanamento risponde contrattualmente verso la società ed extra contrattualmente verso i soci ed i creditori. A queste responsabilità alcune correnti di pensiero sostengono

che si possa aggiungere la responsabilità penale nei casi in cui l'esperto abbia redatto una perizia "compiacente" incorrendo nei reati di bancarotta fraudolenta o semplice. Altra parte della dottrina ritiene configurabile il reato di bancarotta preferenziale se la relazione viene redatta con l'intento di effettuare pagamenti preferenziali a favore dei creditori partecipanti all'accordo. Infine sempre dal punto di vista penale sembra configurabile il reato di truffa e delitti di falsità in atti.

L'assunzione di responsabilità da parte del professionista comporta un'attenuazione della responsabilità dell'imprenditore che sussiste sempre per la veridicità dei dati forniti ed in sede di esecuzione del piano.

La responsabilità extracontrattuale nasce dall'aver concorso tramite il rilascio di un'attestazione dolosa o colposa a determinare il ritardo del fallimento dell'impresa. In caso di fallimento la responsabilità extracontrattuale dell'esperto per i danni determinati può essere fatta valere solo dai creditori o dai soci e non dal curatore, il quale non potrà agire in revocatoria per gli atti compiuti in esecuzione del piano a meno che non si provasse che la relazione si basa su erronee o colpose valutazioni dell'esperto; in tal caso non sarebbe precluso l'utilizzo della revocatoria per l'inopponibilità di un piano non idoneo.

Agli stakeholders danneggiati dalla applicazione di un piano "irragionevole", che il perito aveva giudicato ragionevolmente idoneo, spetterà provare il danno subito, il nesso tra danno e condotta dell'esperto e la colpa dell'esperto stesso.

Per quanto riguarda invece la responsabilità contrattuale, dal momento che le obbligazioni assunte dal professionista sono di mezzi e non di risultato, l'adempimento del professionista non si commisura dunque al risultato, ovvero al rilascio della attestazione, ma alla diligenza nello svolgimento del compito assegnatogli. Pertanto il professionista sarà adempiente anche laddove non rilasci l'attestazione, anzi, al fine di evitare responsabilità anche nei confronti dell'imprenditore stesso è doveroso rifiutare il rilascio dell'attestazione se il piano non dovesse avere le caratteristiche di ragionevolezza richieste della norma.

Dunque a livello contrattuale il professionista risponderà secondo la diligenza professionale nei confronti dell'imprenditore committente e nel caso di fallimento tale tutela risarcitoria sarà fatta valere dal curatore.

Infine, essendo l'esperto soggetto alla vigilanza degli Ordini Professionali cui appartiene e come tale obbligato al rispetto delle norme deontologiche, la cui violazione comporterebbe la comminazione di sanzioni disciplinari.

L'ESPERIENZA DI UNICREDIT CORPORATE BANKING NELLE AZIONI DI RISANAMENTO E RESTRUCTURING DELLA PROPRIA CLIENTELA

Tiziano Piemontesi
Unicredit Corporate Banking

1. Congiuntura Economica e impatto sulle imprese

La crisi economica che ha colpito l'economia mondiale, con le attuali dimensioni assunte in Italia, ha prodotto un significativo impatto sulle imprese.

La recessione ha provocato effetti diretti, che si sono manifestati incidendo sui mercati di approvvigionamento e di vendita sia delle materie prime sia dei prodotti, con i conseguenti minori ordini sia sul Mercato Interno sia su quelli Internazionali, implicando pertanto la minore fiducia nel sistema da parte di Investitori e Consumatori, che hanno contratto gli acquisti.

Ciò ha comportato quindi anche un risultato indiretto che si è concretizzato nell'accentuazione dei fattori di debolezza in parte già presenti nelle aziende, in particolare riguardo ai tre diversi aspetti della situazione finanziaria, delle strategie gestionali e del prodotto & concorrenza.

Per quanto attiene al primo punto si è rilevato che in questo frangente sempre più Imprese denotano debole capitalizzazione (Piccole e medie imprese), 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 – ed infine eccessivo utilizzo della leva finanziaria per strutturare operazioni di Leveraged Buy Out (ora in pesante difficoltà a seguito riduzione Margine Operativo Lordo). Infatti la crisi ha enfatizzato le difficoltà che molte aziende già stavano attraversando nell'ultimo periodo per la forte concorrenza attuata dalle entità economiche dei paesi emergenti, come i paesi asiatici e dell'est Europa (in special modo nel settore costruzioni, tessile, ecc.), o per problematiche endogene al settore stesso (cfr. immobiliare).

Inoltre, come sopra evidenziato si è affiancato anche l'insufficiente intervento strategico-gestionale attuato dal Management aziendale che, in questa fase patologica, non ha saputo porre in essere strategie atte a salvaguardare la continuità dell'attività nel medio periodo. Sostanzial-

mente ciò è dovuto all'adozione di scelte strategiche che non hanno trovato concreta realizzazione nella realtà aziendale e non hanno consentito il tempestivo approntamento di strumenti per salvaguardare l'attività dell'azienda. I vertici aziendali, in molti casi, sono arrivati impreparati alla gestione della crisi. Infatti, in molte realtà del territorio è coinciso in questo periodo il passaggio generazionale nel management di riferimento, dove i nuovi esponenti non si sono rivelati in grado di far registrare le performance che la società ha tenuto negli anni. Ovvero in taluni casi non si è ancora verificato tale passaggio, con il conseguente risultato di avere un vertice incapace di rimanere competitivo sul mercato per il fatto di non essere al passo con i cambiamenti e gli sviluppi del marketing e delle tecnologie del settore.

A questo si lega l'ultimo effetto, che riguarda le società da un punto di vista dello sviluppo industriale. Si è appunto notato che spesso il prodotto non si dimostra in grado di restare competitivo sul mercato, soprattutto a causa del debole grado di innovazione degli articoli prodotti e della mancata specializzazione nella qualità e nelle produzioni a maggiore valore aggiunto.

Infine, si evidenzia che il sistema ha manifestato una reazione incerta alle nuove condizioni di un mercato più competitivo e aggressivo nell'attribuzione delle risorse, nella qualità e nelle condizioni di vendita del prodotto.

2. Restructuring & Monitoraggio Portafoglio Problematico in UniCredit Corporate Banking

UniCredit Corporate Banking S.p.A. (UCCB) quale risposta allo scenario sopra descritto, ha definito la necessità di dotarsi di una Unità di Restructuring, nel corso del 2008, ed a tale scopo ha costituito un dipartimento a diretto riporto del Credit Risk Office (CRO).

La struttura Restructuring nasce con il compito di intercettare e/o anticipare situazioni di tensione o già di degrado. Nella propria attività persegue l'obiettivo di proteggere la qualità dell'asset attraverso, se necessario, interventi sulle aziende che vadano, come detto, oltre l'ottica di puro rientro dall'esposizione.

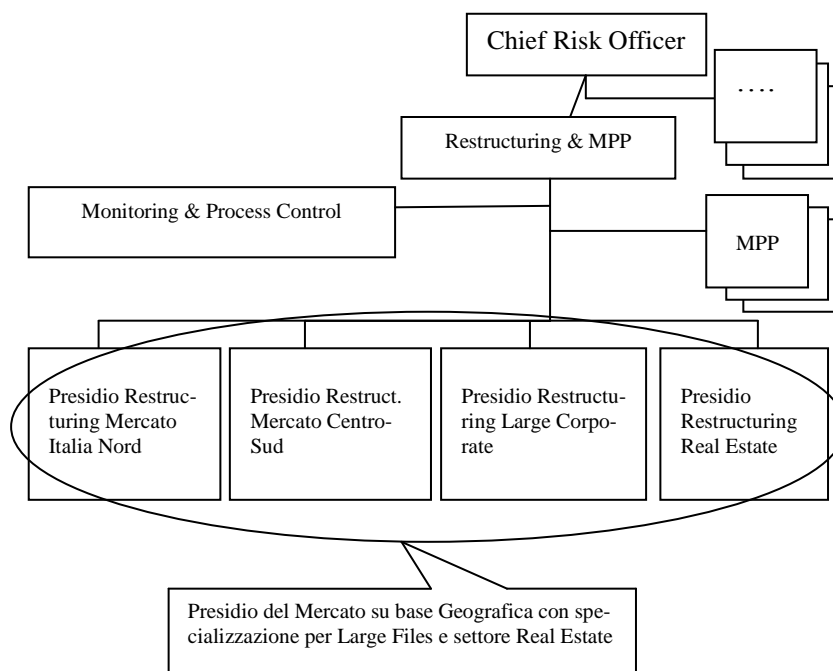
In particolare opera su posizioni creditizie che presentano situazioni di tensione (anche prospettiche) al fine di riportarle in Bonis e/o rientrare dall'esposizione minimizzando le eventuali perdite per la Banca e gli impatti sul Cliente.

La necessità di una Struttura dedicata a questa peculiare tipologia di attività finanziaria deriva dal rapporto stesso di UniCredit con la propria clientela. Un rapporto basato sulla prossimità territoriale e sulla comprensione dei bisogni del Cliente in tutte le diverse fasi della vita dell'azienda, anche in quelle più complesse e difficili.

Il rapporto di UniCredit con le aziende del proprio portafoglio si è evoluto nel corso della relazione puntando sempre più al già citato bisogno di condivisione, collaborazione e trasparenza che deve legare i diversi attori economici di un stesso sistema.

Dotarsi di una struttura ad hoc mette, infatti, a disposizione delle imprese, specialisti di ristrutturazioni e risanamento che forniranno al Cliente prima ancora di un prodotto bancario, una consulenza e un sostegno altamente qualificato nelle sue scelte.

Si riporta qui di seguito lo schema dell'attuale struttura organizzativa interna:



Il vantaggio di aver istituito un Presidio ad hoc risiede sia nell'assistenza qualificata prestata da gestori specializzati nella materia, sia nei tempi celeri per l'assunzione delle delibere, grazie ad una struttura ed un

iter creditizio peculiari caratterizzati dalla snellezza delle procedure (rispetto all'iter creditizio ordinario) e, per la maggior parte dei casi, dalla mancanza di strutture intermedie tra il Restructuring e l'organo deliberante.

Inoltre la suddivisione ulteriore sui due grandi Mercati Italiani (Nord e Centro-Sud) e sulle specificità del Large Corporate e del settore Immobiliare, hanno dato alla struttura da una parte prossimità al territorio e dall'altra l'attenzione alle peculiarità che il sizing dell'operazione o l'appartenenza specifica al settore Real Estate comportano.

3. Restructuring Activity

L'immediata e diretta conseguenza di quanto descritto nel paragrafo 1, si traduce in una situazione di crisi finanziaria che determina una difficoltà nel ciclo finanziario dell'impresa, ne rallenta i pagamenti, ne impedisce gli investimenti e genera una situazione complessivamente di impossibilità gestionale.

Una volta che l'Impresa si trovi ad attraversare una fase di criticità economica, qualora persistano comunque i presupposti di una continuità aziendale, la soluzione per la sopravvivenza passa attraverso l'interessamento dell'intero ceto bancario per impostare una ristrutturazione dell'indebitamento, per la maggior parte dei casi con le tutele previste dalla Legge Fallimentare, nello specifico sotto l'egida degli art. 67 e 182-bis.

L'iter si concretizza nel coinvolgimento da parte della società dei propri referenti negli Istituti Bancari di riferimento, che a loro volta interessano, laddove esistente, la propria struttura specializzata in Restructuring per ottenere l'affiancamento nella gestione della posizione, nell'ottica di ristrutturare il debito e condurre l'azienda verso la soluzione della crisi.

Il primo passo della fase di Ristrutturazione non può prescindere da un'attenta indagine delle cause della crisi.

Tale analisi, dove possibile viene condotta di concerto con la società, spesso indicando una prima riunione interbancaria, alla presenza degli Advisor Legali e Finanziari del cliente, che delineano le criticità, solitamente riconducibili alle problematiche congiunturali e/o strutturali delineate al paragrafo precedente.

È importante sottolineare l'importanza di un'attenta analisi delle cause della crisi e del loro carattere. Tanto più tali cause risiedono in una strutturale debolezza o incapacità dell'impresa nel restare competitiva

sul mercato, tanto meno l'azione di Ristrutturazione potrà portare a risultati positivi e ad un rilancio dell'attività aziendale.

Come delineato nel precedente paragrafo la recessione economica iniziata nel 2008 ha caratteristiche peculiari di ciclicità dell'andamento economico e porta con sé problematiche congiunturali, ma ha anche impattato sulle aziende mettendo allo scoperto difficoltà strutturali di queste ultime.

Inoltre nello stesso periodo si sono sovrapposti fenomeni di tensione sia sui mercati finanziari sia sulla produzione sia sui consumi, indebolendo di fatto il sistema economico nel suo complesso e imponendo effetti, che se anche congiunturali, non si prevedono, comunque, limitati al breve periodo.

Tale contesto impone ancora più attenzione ad una indagine profonda della situazione aziendale ponendo le Imprese e le Banche di fronte alla necessità di ridefinire il loro rapporto in chiave di trasparenza, cooperazione e collaborazione nell'identificare e scindere i diversi fattori di criticità in modo da intervenire più efficacemente su di essi.

Successivamente all'analisi pre-restructuring, vengono di norma valutate le possibilità di soluzione tentando di ipotizzare eventuali *way out*, che vadano a sanare i gap dell'Impresa che si manifestano dal punto di vista finanziario, strategico-manageriale e organizzativo.

La società può presentare attraverso i propri Advisor una proposta di piano di ristrutturazione finanziaria ed industriale da valutare insieme al ceto bancario.

I referenti delle Banche possono ovviamente avanzare richieste di modifica del Piano di Ristrutturazione presentato, sempre sottoponendo gli eventuali emendamenti al benessere degli altri istituti coinvolti. Se il caso lo conviene, il ceto bancario nomina un proprio Advisor Legale

Nei piani presentati le principali azioni richieste/offerte dalle società sono le seguenti:

- moratoria;
- consolidamento debito;
- riscadenzamento;
- nuova finanza;
- ricerca partner finanziario e ricapitalizzazione.

Le azioni elencate possono essere attuate disgiuntamente o, in base alle effettive necessità del cliente, congiuntamente tra di loro. Le linee guida di ciascun intervento verranno delineate nel successivo paragrafo 4.

Infine possono essere fornite al Cliente anche azioni di sostegno e consulenza nelle scelte strategiche nell'ottica di affiancare il management nel perseguire gli obiettivi che la società e le banche si sono posti nel Piano di Ristrutturazione.

La ristrutturazione stessa può implicare per l'azienda scelte dolorose in termini di cambio di management, di governance e di strategie di sviluppo perseguite e richiede sempre un generale rafforzamento delle strutture aziendali volte al controllo della gestione finanziaria ed economica dell'impresa

4. Situazioni tipiche di Ristrutturazione Finanziaria

Gli interventi riguardano in genere un pool di crediti. La ristrutturazione può condurre ad una forma di sindacazione del prestito, in cui si considerano i crediti dotati di caratteristiche simili come un unico grande prestito contratto con le banche in pool al fine di facilitare le trattative, ove si concretizzi una situazione in cui numerosi istituti di credito sono interessati dall'operazione di ristrutturazione.

La struttura Restructuring 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 strumenti partecipativi del capitale dell'impresa;
- ricerca di partner industriali/finanziari per ricapitalizzazione.

4.1 "Standstill Agreement"/Accordo di Moratoria

Si concretizza nell'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 e/o ripristino della normale operatività delle linee autoliquidanti nei limiti degli utilizzi e presenta una durata contenuta nel tempo.

La finalità è quella di favorire la continuità aziendale nelle more della negoziazione e definizione di un piano industriale e finanziario di ristrutturazione del debito ed eventualmente di ricapitalizzazione. L'intervento

presuppone l'unanimità delle adesioni da parte del sistema bancario interessato ed una attenta gestione dell'eventuale scaduto fornitori.

4.2 Consolidamento/Riscadenzamento dell'indebitamento

Prevede una revisione delle condizioni contrattuali (piano di ammortamento, tasso, covenants ecc.) ove nella maggior parte dei casi viene previsto un periodo di grazia di 2-3 anni in cui il servizio del debito è limitato al pagamento degli interessi.

Lo scopo che si pone tale attività è quello di fasare i flussi di rimborso sulla base dei cash flow previsti dal Piano Finanziario e, se interviene anche la riduzione nella remunerazione, favorire l'adempimento del Piano Industriale adeguando l'entità degli oneri finanziari alla capacità della redditività operativa

Vengono previste anche eventuali clausole di ristoro, come variazione incrementale della remunerazione sul debito consolidato all'ottenimento di clausole gestionali superiori alle previsioni di budget.

Si tratta della forma di intervento di gran lunga più applicata in quanto, da sola, può soddisfare l'esigenza di eliminare lo stato di insolvenza.

4.3 Erogazione di Nuova Finanza

Ancorché la ristrutturazione di un'impresa in crisi sia talvolta possibile anche senza il ricorso a nuovi finanziamenti a titolo di debito, le possibilità sono maggiori se la ristrutturazione è accompagnata da nuova finanza, che consente di disporre di maggiori risorse sia per la gestione della fase di emergenza, sia per la successiva impostazione del processo di ritorno al valore. In questo caso si prevede l'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. Viene 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, sempre che rientri nelle previsioni del piano, quando è destinata a finanziare investimenti che contribuiscano al processo di recupero del valore aziendale e/o una espansione del capitale circolante per far fronte ad esigenze di liquidità momentanee.

Considerata la molteplicità di profili di rischio (risarcitorio, revocato-

rio e penale) che gravano sul finanziamento a imprese nell'ambito di piani stragiudiziali di salvataggio, questo rappresenta uno degli aspetti più delicati e controversi della ristrutturazione finanziaria, 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.* È infatti opinione prevalente, e preferibile, che un atto che sia esplicitamente autorizzato da una norma è da considerare integralmente lecito per l'ordinamento e non può quindi generare responsabilità sotto altri profili.

L'art. 67, comma 3°, lett. d), statuisce che *"Non sono soggetti all'azione revocatoria: (...) 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'articolo 2501-bis, quarto comma, del codice civile"*.

L'istituto del piano attestato è menzionato dalla legge fallimentare al solo fine di una esenzione da revocatoria, e non ad altri fini. Esso assicura stabilità, nell'eventualità di un successivo fallimento, ad atti, pagamenti e garanzie concesse su beni del debitore. La stabilizzazione degli atti è giustificata solo se essi vengono compiuti nel quadro di un programma che sia astrattamente idoneo a consentire il risanamento dell'impresa (e dunque il ripristino di una condizione di normale esercizio, con il connesso pagamento di tutti i creditori, salvo eventuali diversi accordi conclusi con loro su base individuale).

Le finalità dell'intervento appaiono chiare, ma la legge non disciplina tuttavia alcun profilo relativamente al contenuto del piano. In particolare, nulla si dice in ordine ai criteri di redazione e quale debba essere il suo contenuto per poter essere attestato dal professionista e perché l'attestazione produca il suo effetto protettivo, nell'eventualità del successivo fallimento dell'impresa, rispetto agli atti contemplati nel piano (15).

Un secondo strumento è offerto dall'accordo di ristrutturazione dei debiti disciplinato dall'art. 182-bis L.Fall. mediante il quale la legge ha voluto concedere un'esenzione da revocatoria ad atti, pagamenti e garanzie, ma a fronte di duplici requisiti, identificati nella presenza di:

(15) Cfr. ASSONIME, *"Linee Guida per il Finanziamento alle imprese in crisi- Prima edizione -2010"* pagg. 7-8.

- un accordo stipulato da creditori portatori di una percentuale significativa del passivo (sessanta per cento);
- l'omologa dal tribunale prima della sua esecuzione, allorché l'impresa è ancora in ristrutturazione.

Esso differisce dal piano attestato *ex-art. 67 L.Fall.* perché la ristrutturazione *ex-art. 182-bis L.Fall.* postula necessariamente (e non solo di norma) un accordo con i creditori e, soprattutto, il controllo del giudice è anticipato rispetto a quanto accade nell'ipotesi del piano attestato. Inoltre, l'accordo di ristrutturazione produce effetti protettivi immediati, seppur temporanei (oltre all'esenzione da revocatoria) che conseguono al deposito presso il registro delle imprese e consistono nella sospensione delle azioni esecutive e cautelari dei creditori per un periodo di sessanta giorni.

Per tali caratteristiche (tempi più lunghi e maggiore pubblicità), questa seconda azione di tutela incontra maggiori difficoltà attuative laddove la durata del processo di risanamento e la sua esteriorizzazione possano pregiudicare i rapporti con clienti e fornitori e sia pertanto necessaria una pronta conclusione del piano per consentire il prosieguo dell'attività aziendale. Per questo motivo, fino ad oggi, è stato utilizzato in presenza di vasti patrimoni immobiliari, nonché in operazioni di definizione concordata della crisi allorché l'impresa era già cessata (o l'azienda era stata affittata o ceduta a terzi). Ciò non esclude comunque che in futuro potrà essere maggiormente utilizzato anche a fini di salvataggio di imprese attive, e ciò si potrà per lo più concretizzare nell'ipotesi in cui la crisi d'impresa venga percepita come una fase che, benché non fisiologica, fa parte delle normali vicende di un contesto imprenditoriale dinamico (16).

4.4 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 convertibi-

(16) Cfr. ASSONIME, "Linee Guida per il Finanziamento alle imprese in crisi – Prima edizione – 2010" pagg. 8-9.

li, 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 tener conto del rispetto della normativa Banca d'Italia in materia di vigilanza (assunzione di partecipazioni in imprese in temporanea difficoltà finanziaria).

4.5 Aumento di Capitale e ricerca Nuovi Partner

Per quanto ovvio, l'apporto di mezzi freschi favorisce il riequilibrio della struttura patrimoniale e finanziaria e rappresenta 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.

Si ricorre a nuovi Partners industriali qualora siano riscontrabili sinergie concrete e gli asset dell'azienda target siano strategici per altri operatori dello stesso settore e/o a Partners finanziari (fondo di private equity e turnaround financing) con l'obiettivo di risanamento e rilancio. Quando si percorre tale ipotesi si apre un negoziato tra banche e il nuovo investitore circa i termini e le condizioni dell'ingresso nel capitale.

4.6 Altre azioni di Restructuring

Come già anticipato la ristrutturazione non può esaurirsi in esclusive azioni finanziarie sulle aziende ma deve contemplare anche aspetti collaterali alla gestione finanziaria ma peculiari per la prosecuzione dell'attività economica e per un virtuoso sviluppo dell'impresa:

- revisione della strategia e del modello di impresa;
- consulenza sull'adozione di temporary Managers, di fiducia degli I-

- stituti Creditori;
- 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 Industriali all'interno dell'azienda.

Si sono già verificate nella nostra realtà bancaria situazioni in cui il piano di risanamento aziendale fosse subordinato al cambio di Governance, in situazioni in cui il ceto bancario accettava di mantenere la propria fiducia finanziaria sull'azienda in quanto credeva nel business di riferimento, ma aveva perso la fiducia nei vertici aziendali (come si diceva in precedenza tale atteggiamento è spesso il prodotto di un mancato o avvenuto passaggio generazionale nel Management, rivelatosi poi la causa principale delle difficoltà aziendali).

Come si legge, qui di seguito, in uno stralcio di proposta di delibera volto a imporre una condizione sospensiva all'efficacia degli accordi di ristrutturazione:

“...nomina immediata di nuovo Amministratore Delegato e nuovo Direttore Finanziario che abbiamo requisiti di indipendenza e di professionalità adeguati...”

Successivamente alla ristrutturazione inizia una seconda fase, volta a monitorare il rispetto del Piano da parte dell'Azienda. In questo frangente è possibile rilevare gli scostamenti dal piano, che sono per l'imprenditore un primo avvertimento circa l'efficacia del risanamento e per i terzi un elemento di verifica della sussistenza dei requisiti cui è subordinata l'esenzione da revocatoria. Lo scostamento dalle previsioni riveste quindi una grande importanza e può comportare significative conseguenze. Infatti, gli atti compiuti successivamente possono non godere dell'esenzione da revoca e comportare responsabilità personale dei componenti degli organi sociali. Inoltre, rende necessaria una tempestiva riformulazione del piano di risanamento, ove non siano già state previste misure correttive.

La revisione deve essere parametrata agli avvenuti sviluppi societari, anche se difformi da quanto originariamente previsto. Infatti, la realtà deve prevalere sulle ipotesi e previsioni formulate in un momento antecedente, ancorché queste fossero ragionevoli al momento della stesura del piano.

In diversi casi, il ceto bancario ritiene opportuno prevedere un monitoraggio ad hoc sull'esecuzione del piano, al fine di ottenere un flusso informativo costante, tempestivo e imparziale sulle evoluzioni societarie. Si tratta di fatto di una *best practice*, i cui costi si giustificano soprattutto quando le parti vogliono la garanzia che ciascun atto di esecuzione del piano possa godere della protezione di legge.

Rimane aperta la questione del soggetto cui affidare il monitoraggio del piano. Da un lato, potrebbe essere preferibile demandarlo allo stesso attestatore, che potrebbe giovare del lavoro svolto e delle informazioni acquisite, dall'altro lato, egli potrebbe trovarsi in difficoltà nel rilevare eventuali scostamenti rispetto alle ipotesi da lui stesso giudicate ragionevoli rispetto al piano originario. In materia, per quanto ovvio, ad oggi non esiste ancora una prassi consolidata (17).

5. Prime esperienze di Ristrutturazione

Nelle prime esperienze di ristrutturazione che si sono succedute in questo primo periodo nel quale le attività di ristrutturazione hanno acquisito un vasto utilizzo, si sono potuti constatare come significativi e ricorrenti, alcuni passaggi contenuti nei vari documenti, che costituiscono il complesso dossier di ogni caso di ristrutturazione aziendale e, con il solo scopo di analizzare in termini pratici alcune ricorrenti fattispecie, sono riesposti alcuni passaggi chiave, accompagnati da sintetici commenti.

“...lo scrivente ha svolto il proprio compito ponendosi in posizione di indipendenza e terziarietà...”

Nonostante tale strumento sia di fatto l'elemento di maggiore rilevanza nell'ambito delle ristrutturazioni, perché su di esso si basano le valutazioni e successive deliberazioni di tutti gli istituti di credito, spesso non soddisfano appieno i requisiti richiesti dalla legge.

Infatti, nelle conclusioni del piano vengono talvolta riportate alcune espressioni che la normativa non prevede vengano inserite come, ad esempio:

- “condizioni sospensive”:
“...è doveroso segnalare che il risanamento in oggetto dipende dalla capacità del Gruppo di porre velocemente in essere quelle azioni correttive sulla gestione delineate nel piano presentato...”
- ipotesi probabilistiche più che possibilistiche:

(17) Cfr. ASSONIME, “Linee Guida per il Finanziamento alle imprese in crisi- Prima edizione -2010” pagg. 30-31.

“...Il Piano del Gruppo (...), con i suoi risvolti economici e finanziari e nei limiti delle assunzioni fatte e dei fattori di rischio cui pare esposto, nonché dei documenti fornitici, appare ragionevolmente idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria del Gruppo e ad assicurare il riequilibrio della situazione finanziaria...”

“...analizzato le singole ipotesi poste alla base dei suddetti piani e di averle trovate sempre possibili e comunque quanto meno non irragionevoli...”

“...il piano prevede il pagamento integrale dei debiti chirografari scaduti (...) lo scrivente ritiene opportuno sottolineare che, seppur l’attestazione è di per sé un giudizio prognostico ex-ante che esaurisce la sua funzione nel momento in cui è resa, l’effettivo successo del piano (...) dipende dalle capacità del management di “far accadere” quanto in esso contenuto”

“...affinché il piano sia effettivamente idoneo (...) è necessario che esso sia sottoposto ad un ‘costante monitoraggio’...”

Come appare ovvio affermazioni come quelle sopra esposte fatti tendono a svilire la finalità del documento stesso, perché sottopongono l’attuabilità del piano a variabili incontrollabili sia da parte dell’imprenditore che da parte delle banche. Sarebbe opportuno arginare fin dall’inizio tale fenomeno onde evitare che divenga una prassi consolidata e possa mettere a rischio, in futuro, la tenuta legale del piano.

Per quanto riguarda invece la gestione dei rapporti tra le banche, coordinati dall’Advisor Finanziario, si riscontrano anche in questi casi situazioni di sperequazione tra gli istituti coinvolti, che dovrebbero invece essere ripianate in sede di negoziazione ante conclusione dell’accordo.

Invece si assiste sempre più spesso a negoziazioni in cui, alcune banche si sottraggano, a pochi giorni dal closing, all’erogazione proporzionale di nuova finanza e siano gli altri istituti coinvolti a dover pertanto sopperire a tale carenza.

“...stante la manifesta indisponibilità di alcuni istituti di partecipare alla nuova finanza,(...), l’advisor ha ripartito tale quota sulle altre relazionanti...” (18).

Inoltre, si sono verificati casi in cui, su posizioni in cui la ristrutturazione era preceduta dallo *stand still* delle linee in essere, venissero richieste eccessive proroghe della moratoria a seguito della mancata tem-

(18) Stralcio da executive summary presentato al Comitato Crediti di UCCB per la delibera.

pestiva redazione del Piano da parte dell'Advisor, con il rischio di procrastinare la ristrutturazione al punto di mettere a rischio la stessa sopravvivenza dell'Azienda, per ritardi gestionali da parte di chi dovrebbe invece in primis tutelare l'Impresa.

In tal modo, per poter comunque consentire il prosieguo dell'attività ordinaria nella prospettiva di continuità aziendale (anche in vista di una cessione a terzi), in un frangente in cui però la riflessione non è ancora sufficientemente matura per la redazione del documento ufficiale dell'attestatore, le banche talvolta (e qualora ritengano possibile e probabile il salvataggio dell'azienda) hanno anticipato i propri interventi finanziari.

"...concessione di nuova finanza, nelle more della presentazione del piano di risanamento..."

"...la moratoria non costituisce in alcun modo consenso neppure implicito delle Finanziatrici all'approvazione del Piano Industriale e Finanziario che verrà loro sottoposto..." (19)

Tale intervento del ceto bancario si concretizza di fatto come un finanziamento-ponte" che va sempre erogato con prudenza, perizia e diligenza, in una seria prospettiva di risanamento dell'impresa e di entità strettamente limitata a soddisfare questo fabbisogno.

Le linee di principio per la sua concessione possono essere delineate come segue:

1. esigenza di garantire la continuità aziendale o comunque evitare gravi danni (ad esempio, pagamento dipendenti e fornitori, imposte e contributi previdenziali);
2. limite temporale: coprire il solo periodo necessario al perfezionamento di uno degli strumenti di risanamento previsti dalla legge (piano attestato, accordo di ristrutturazione dei debiti, concordato preventivo);
3. modalità operative: mediante la concessione (o il mantenimento) di linee di credito autoliquidanti;
4. garanzie: senza il rilascio di garanzie da parte dell'impresa;
5. subordini: alla valutazione di stretta funzionalità ad un piano che sia in corso di avanzata elaborazione e all'esistenza di un serio pericolo di pregiudizio che deriverebbe dal ritardo nell'erogazione del finanziamento (20).

(19) Stralcio da executive summary presentato al Comitato Crediti di UCCB per la delibera.

(20) Cfr. ASSONIME, "Linee Guida per il Finanziamento alle imprese in crisi- Prima edizione -2010", pag. 9.