

**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DEL PIEMONTE ORIENTALE**  
**"A. AVOGADRO"**

Dipartimento di Studi per l'Economia e l'Impresa  
Corso di Laurea Magistrale in Management e Finanza  
*Curriculum Finanza*



**SOLUZIONI ALLA CRISI D'IMPRESA IN SALVAGUARDIA**  
**DELLA CONTINUITA' AZIENDALE:**  
**UNA VALUTAZIONE EMPIRICA COMPARATIVA**

Relatore: Chiar.mo Prof. Vincenzo CAPIZZI

Correlatore: Dott. Gian Marco CHIESI

Candidato: Dott. Paolo PARLAMENTO

Matricola: 10038692

Anno Accademico 2012/2013



## Indice

<b>Introduzione</b> .....	5
<b>Quadro macroeconomico</b> .....	7
1.1. <i>Recente evoluzione dello scenario italiano</i> .....	7
1.1.1. <i>Evoluzione del Prodotto Interno Lordo nazionale</i> .....	8
1.1.2. <i>Evoluzione della Produzione Industriale</i> .....	12
1.1.3. <i>Evoluzione del tasso d'inflazione</i> .....	14
1.1.4. <i>Evoluzione del mercato del lavoro</i> .....	15
1.1.5. <i>Evoluzione del rating del debito pubblico italiano</i> .....	17
1.2. <i>Outlook dell'economia italiana</i> .....	18
<b>La crisi d'impresa</b> .....	21
2.1. <i>Dati di riferimento</i> .....	21
2.1.1. <i>I fallimenti in Italia</i> .....	22
2.1.2. <i>Le procedure non fallimentari in Italia</i> .....	27
2.1.3. <i>Le liquidazioni in Italia</i> .....	29
2.2. <i>La crisi d'impresa</i> .....	31
2.2.1. <i>Il concetto di crisi</i> .....	31
2.2.2. <i>Le cause della crisi d'impresa</i> .....	32
2.2.3. <i>Le fasi della crisi d'impresa</i> .....	34
2.3. <i>La matrice di controllo e diagnosi preventiva</i> .....	36
2.4. <i>Le soluzioni alle crisi d'impresa</i> .....	37
<b>Valutazione comparativa delle procedure di soluzione della crisi d'impresa</b> .....	39
3.1. <i>Introduzione</i> .....	39
3.2. <i>Classificazione degli istituti giuridici a tutela dei creditori in relazione a finalità e presupposti di applicazione</i> .....	40
3.3. <i>Procedure con finalità di continuità aziendale</i> .....	43
3.3.1. <i>Soluzioni stragiudiziali (work-out)</i> .....	43
3.3.1.1. <i>Le soluzioni stragiudiziali nell'ordinamento USA: il Chapter Eleven</i> .....	48
3.3.2. <i>Amministrazione straordinaria</i> .....	49
3.3.3. <i>Il piano di risanamento attestato ex art. 67 L.F.</i> .....	51
3.3.4. <i>Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F.</i> .....	58
3.3.5. <i>Il concordato preventivo in continuità</i> .....	64
3.3.6. <i>Valutazione comparativa delle procedure</i> .....	72

3.4. Procedure con finalità liquidatoria .....	76
3.4.1. Il concordato preventivo liquidatorio .....	77
3.4.2. Il fallimento .....	77
3.4.2.1. Le procedure concorsuali fallimentari minori .....	85
<b>I soggetti coinvolti nelle procedure di soluzione della crisi d'impresa .....</b>	<b>87</b>
4.1. I soggetti coinvolti nel processo di gestione della crisi .....	87
4.2. L'attestatore .....	88
4.3. Il Temporary Manager .....	95
4.4. Gli advisor .....	97
4.4.1. Independent Business Review .....	99
4.5. Loan agent .....	100
4.6. Credit Risk Officer .....	101
4.7. Gli organi giudiziari .....	102
4.8. Il Commissario giudiziale .....	105
4.9. Gli attori nel confronto negoziale banca / impresa .....	108
<b>Case Studies: esempi di procedure ex artt. 67 e 182 bis L.F. ....</b>	<b>115</b>
5.1. Finalità dell'analisi empirica .....	115
5.2. Case study: accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F. ....	115
5.2.1. Introduzione del caso SVI .....	115
5.2.2. Le cause della crisi e la situazione economico/patrimoniale storica .....	116
5.2.3. Settore di riferimento .....	128
5.2.4. Piano di risanamento 2013-2015 .....	131
5.2.5. Attestazione effettuata dal professionista indipendente .....	143
5.2.6. Conclusione del caso SVI .....	144
5.3. Case Study: piano di risanamento ex art. 67 L.F. ....	144
5.3.1. Introduzione del caso Atena .....	144
5.3.2. Le cause della crisi e la situazione economico/patrimoniale storica .....	145
5.3.3. Settore di riferimento .....	160
5.3.4. Piano di risanamento 2013 - 2016 .....	163
5.3.5. Attestazione della fattibilità del Piano .....	174
5.3.6. Conclusione del caso Atena .....	175
5.4. I risultati dell'analisi empirica .....	175
<b>Conclusioni .....</b>	<b>177</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>179</b>

# Introduzione

Obiettivo del presente documento è effettuare una valutazione comparativa delle procedure di soluzione della crisi d'impresa, dapprima attraverso l'analisi della normativa e dei testi di riferimento, successivamente attraverso un approfondimento effettuato con l'ausilio della tecnica dei “*case studies*”.

L'argomento trattato è di grande attualità, sia in considerazione delle ripercussioni negative della crisi economica che ancora oggi caratterizza il contesto aziendale italiano, sia in considerazione dei continui interventi normativi che, effettuati dal Legislatore anche in tempi molto recenti, hanno portato a una continua evoluzione delle procedure di Legge Fallimentare.

La trattazione ha inizio con l'analisi del quadro macroeconomico italiano, effettuata nel primo capitolo e necessaria a meglio comprendere il contesto di riferimento e, in particolare, come la crisi economico-finanziaria mondiale abbia negativamente influenzato l'evoluzione dei principali indicatori macroeconomici tra il 2007 e il 2013. Il paragrafo 1.2 si riserva, inoltre, di illustrare l'*outlook* atteso per l'economia italiana nel biennio 2014-2015.

Il secondo capitolo riporta la recente evoluzione degli indicatori maggiormente connessi al contesto aziendale italiano. Pertanto si avrà modo di illustrare i dati relativi al numero di fallimenti, di liquidazioni e di procedure non fallimentari, avendo cura di esaminare nel dettaglio le eventuali distinzioni presenti a livello geografico e/o settoriale. Il paragrafo 2.2 presenta elementi più squisitamente teorici: il suo *focus* è rivolto, infatti, innanzitutto a definire il concetto di crisi d'impresa, per poi individuarne le principali cause, sia interne sia esterne, e illustrarne le principali fasi di sviluppo.

Il terzo capitolo rappresenta il fulcro della trattazione. Dopo aver esaminato il contesto di riferimento nei due capitoli precedenti si procede, infatti, a effettuare un'analisi delle caratteristiche delle procedure stragiudiziali e di Legge Fallimentare che, finalizzate alla soluzione della crisi d'impresa, risultano distinte in base alla finalità perseguita, sia essa liquidatoria o di continuità aziendale. L'analisi delle procedure di Piano di risanamento ex art. 67 L.F., di Accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F. e di Concordato preventivo in continuità ex art. 186 bis L.F., offre gli strumenti necessari ad effettuare una loro valutazione comparativa, che ne evidenzia le principali differenze, i vantaggi e gli svantaggi nell'ottica dell'imprenditore e che permette, infine, di individuare il contesto maggiormente auspicabile di applicazione.

Il quarto capitolo illustra il ruolo e le principali caratteristiche dei soggetti coinvolti all'interno del *network* di professionisti presente all'interno delle procedure di gestione e soluzione della crisi d'impresa. Oltre alle figure esplicitamente previste e definite dalla normativa di riferimento, il capitolo rivolge la propria attenzione anche a professionisti oggi di particolare attualità, quali l'advisor, il Temporary manager, il Loan agent e il Credit Risk Officer. Lo stesso capitolo presenta, infine, un approfondimento su una delle principali fasi del processo di risanamento: il rapporto negoziale tra banca e impresa.

Il quinto capitolo riporta due reali esempi di procedure ex artt. 182 bis L.F. e 67 L.F., analizzati attraverso la tecnica del *case study*. Tale metodologia si rappresenta in tale contesto particolarmente appropriata in quanto consente sia di verificare nella realtà le ipotesi effettuate in fase di valutazione comparativa, sia di presentare ulteriori spunti di riflessione.

## Capitolo 1

# Quadro macroeconomico

### *1.1. Recente evoluzione dello scenario italiano*

Nel corso del 2012, il Prodotto Interno Lordo mondiale ha registrato un incremento pari al + 3,2%, in diminuzione rispetto al + 4% del 2011 e, come prevedibile, trainato dai Paesi emergenti (+ 5,1% rispetto al + 1,2% delle economie avanzate). Tali dati evidenziano un continuo rallentamento dell'economia internazionale sebbene sia necessario evidenziare come, nella seconda metà del 2012, sia stata registrata una lenta stabilizzazione dei fattori di freno più rilevanti che avevano caratterizzato il primo semestre 2012: la crisi del debito sovrano in Europa e il rallentamento dell'economia cinese.

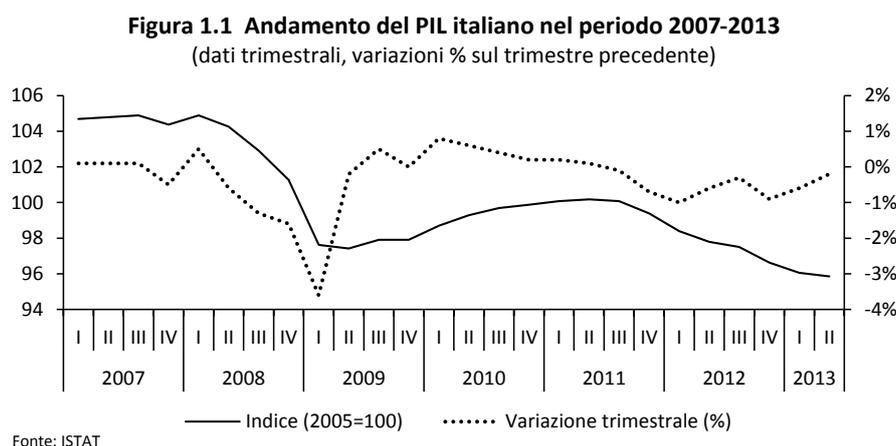
Con specifico riferimento all'area Euro, il PIL reale ha registrato, nel quarto trimestre 2012 e nel primo trimestre 2013, il quinto e il sesto calo congiunturale consecutivo (rispettivamente - 0,6% e - 0,3%). Il secondo trimestre 2013 ha rappresentato, secondo le aspettative del mercato, l'inizio della fase di recupero registrando un incremento del PIL pari al + 0,3%. Tale trend è risultato ulteriormente confermato dal + 0,1% del terzo trimestre 2013 che, sebbene inferiore alle aspettative, rappresenta comunque un dato positivo.

In tale contesto l'Italia, al pari di numerosi altri Paesi del Mondo, è stata negli ultimi anni protagonista dell'evolversi di un quadro di generale preoccupazione.

Al fine di fornire maggiori informazioni e meglio comprendere il contesto di riferimento, è di seguito illustrata la recente evoluzione dei principali dati macroeconomici italiani: il Prodotto Interno Lordo e le sue componenti, il Debito e Deficit pubblico, la Produzione industriale, il tasso d'inflazione e il mercato del lavoro. È inoltre presentato un outlook macroeconomico relativo all'economia italiana nel prossimo futuro.

### 1.1.1. Evoluzione del Prodotto Interno Lordo nazionale

Per quanto concerne l'andamento del PIL italiano, illustrato nel grafico seguente, è possibile individuare una diminuzione tendenziale, risultato di una generale contrazione di tutte le componenti della domanda interna, con l'eccezione delle esportazioni.



Con riferimento all'anno 2012 si evidenzia, rispetto all'anno precedente, una variazione del PIL in volume pari al - 2,5% e una variazione del PIL ai prezzi di mercato del - 0,8%.

Il ritmo di contrazione dell'economia italiana è risultato accentuato nei mesi finali dell'anno, generando un consistente effetto di trascinamento per il 2013.

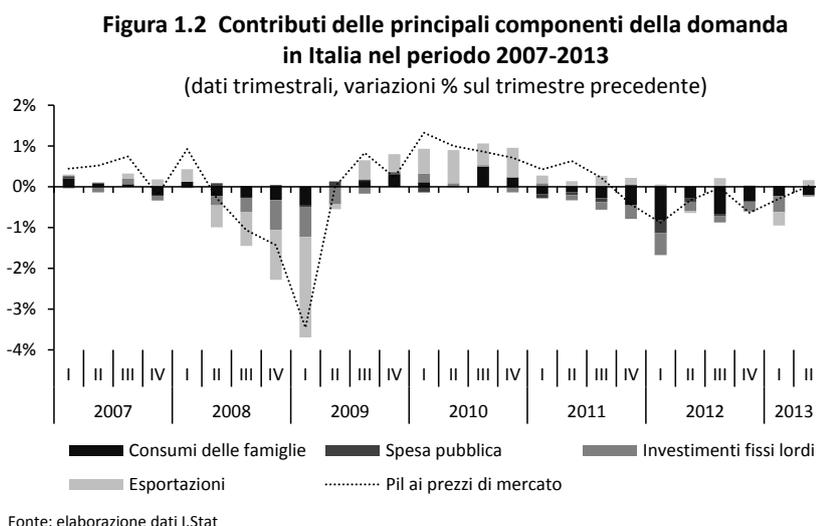
Il trend illustrato è principalmente riconducibile a:

- i. un calo in volume del 4,2% della spesa per consumi finali delle famiglie residenti, con flessioni di particolare rilievo con riferimento all'acquisto di beni (- 6,7%) e, nello specifico, le spese per vestiario e calzature e per trasporti (rispettivamente - 9,9% e - 8,6%);
- ii. una riduzione di tutte le componenti degli investimenti fissi lordi, nello specifico - 12,8% per i mezzi di trasporto, - 11% per i macchinari e attrezzature, - 6,4% per le costruzioni e - 2,9% per gli investimenti in beni immateriali. Conseguentemente la voce inerente gli investimenti fissi lordi ha registrato una riduzione complessiva del - 8,3% rispetto all'anno precedente;

iii. un aumento del 2% con riferimento alle esportazioni di beni e servizi, grazie soprattutto alla maggiore domanda proveniente da mercati non appartenenti all'UE. Complessivamente la domanda estera netta nel 2012 ha contribuito alla variazione del PIL con un apporto positivo (+ 3%), derivante anche dalla diminuzione registrata con riferimento alle importazioni (- 7,4% rispetto al 2011).

Il grafico sotto riportato illustra l'andamento del PIL nel periodo 2007 - 2013 e i contributi delle principali componenti della domanda italiana.

Si precisa che il detto grafico è stato costruito attraverso l'elaborazione delle serie storiche fornite da I.Stat, con dati concatenati con anno di riferimento 2005, destagionalizzati e attraverso i quali si è proceduto a individuare le variazioni sul trimestre precedente, opportunamente ponderate.



La tabella seguente illustra numericamente i dati inerenti le variazioni sul trimestre precedente delle principali componenti del PIL nel periodo 2008 - 2013.

**Figura 1.3 Variazioni % sul trimestre precedente delle principali componenti della domanda in Italia nel periodo 2008 - 2013**  
(valori concatenati con anno di riferimento 2005, dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	2008				2009				2010				2011				2012				2013	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
<b>PIL</b>	-0,6%	-1,3%	-1,6%		-3,6%	-0,2%	0,5%	0,0%	0,8%	0,6%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	-0,1%	-0,7%	-1,0%	-0,6%	-0,3%	-0,9%	-0,6%	-0,3%
Importazioni	-1,7%	-4,6%	-3,4%		-8,5%	-2,5%	2,0%	2,9%	4,8%	3,2%	1,8%	4,8%	-1,2%	-2,1%	-1,2%	-2,5%	-3,3%	-0,6%	-1,9%	-1,1%	-1,4%	-0,3%
Consumi finali nazionali	-0,2%	-0,4%	-0,5%		-0,7%	0,0%	0,3%	0,5%	-0,1%	0,1%	0,8%	0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,6%	-0,7%	-1,9%	-0,6%	-1,1%	-0,7%	-0,3%	-0,3%
Spesa delle famiglie	-0,5%	-0,6%	-0,7%		-0,9%	-0,2%	0,4%	0,7%	0,2%	0,1%	1,0%	0,5%	-0,2%	-0,1%	-0,5%	-1,1%	-1,9%	-0,6%	-1,4%	-1,0%	-0,5%	-0,4%
Spese della PA e ISP	0,6%	0,1%	0,3%		0,0%	0,5%	0,1%	0,1%	-0,7%	0,1%	0,1%	-0,1%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	0,2%	-2,0%	-0,6%	-0,4%	0,1%	0,1%	0,1%
Investimenti fissi lordi	-1,4%	-2,2%	-4,7%		-4,9%	-2,6%	-1,1%	0,6%	1,1%	0,5%	0,1%	-0,9%	0,9%	-0,8%	-1,3%	-2,1%	-3,7%	-1,5%	-1,1%	-1,8%	-2,9%	-0,3%
Macch., attr. e prod. vari	0,5%	-4,6%	-4,2%		-7,1%	-4,4%	0,9%	3,0%	4,6%	2,1%	0,8%	0,4%	-0,6%	-0,4%	-0,5%	-3,8%	-3,7%	-2,1%	-0,7%	-3,0%	-1,6%	-0,2%
Mezzi di trasporto	-0,2%	-0,9%	-4,4%		-14,9%	-1,1%	-1,7%	2,5%	2,3%	-2,8%	1,0%	-6,3%	8,2%	3,0%	-6,2%	-2,8%	-4,7%	-3,4%	-3,0%	2,7%	-1,3%	4,0%
Costruzioni	-3,0%	-0,7%	-5,0%		-1,5%	-1,5%	-2,4%	-1,3%	-1,5%	-0,1%	-0,5%	-1,1%	0,9%	-1,7%	-1,0%	-0,7%	-3,5%	-0,8%	-1,1%	-1,5%	-4,0%	-1,0%
Esportazioni	-2,4%	-3,8%	-5,8%		-12,8%	-0,6%	2,4%	2,2%	3,1%	3,8%	2,4%	3,3%	1,0%	0,1%	1,1%	0,8%	0,0%	0,5%	1,1%	0,1%	-2,1%	1,2%

Fonte: ISTAT, Conti economici trimestrali

La riduzione dei consumi delle famiglie, registrata a partire dal primo trimestre 2011, è risultata nel tempo ulteriormente aggravata da una marcata perdita del potere d'acquisto, derivante in parte da un aumento del prelievo fiscale. Si evidenziano, con particolare riferimento al 2012 e ai primi mesi del 2013, una forte contrazione del reddito da attività imprenditoriale e una sostanziale stabilità dei redditi da lavoro in termini nominali, i quali hanno quindi risentito negativamente della perdita di potere d'acquisto dovuta all'inflazione.

La riduzione degli investimenti deriva dalla caduta dei livelli produttivi, nonché dalle difficoltà, principalmente tra il 2012 e il 2013, da parte delle imprese di avere accesso al credito bancario. Si evidenzia che la somma degli effetti dell'attuale recessione e di quella del 2008/2009 hanno riportato il livello degli investimenti in mezzi di trasporto, in macchinari e attrezzature a quello medio di quindici anni fa.

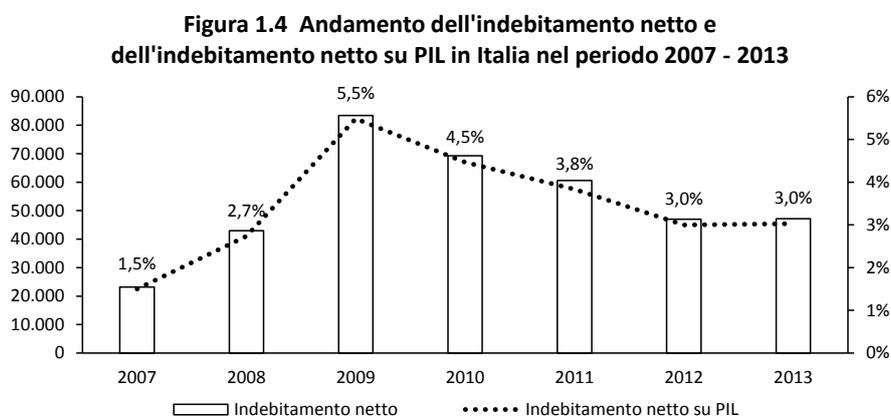
Il crollo della domanda interna si è ovviamente riflesso anche in una forte riduzione delle importazioni di beni e servizi mentre, al contrario, la domanda esterna ha dimostrato una discreta tenuta, fornendo un contributo positivo alla crescita dell'attività economica a partire dal 2010. Nonostante la dinamica ancora in espansione delle esportazioni, si evidenzia il graduale rallentamento che sta caratterizzando tale voce e, in particolare, la marcata decelerazione registrata nel 2012 rispetto al biennio precedente.

Con riferimento agli ultimi dati disponibili, relativi al terzo trimestre del 2013, si evidenzia per il nostro Paese una variazione del -1,8% rispetto allo stesso periodo del 2012, risultato di una diminuzione di tutte le componenti della domanda aggregata e sintesi di riduzioni del valore aggiunto nei tre grandi comparti di attività economica: agricoltura, industria e servizi. Ciononostante, il PIL in tale periodo ha segnato una

variazione nulla rispetto al trimestre precedente, interrompendo la caduta iniziata nel terzo trimestre 2011. In particolare si evidenzia:

- i. relativamente alle spese per consumi finali delle famiglie residenti, una tendenziale diminuzione rispetto sia al periodo precedente (- 0,2%) sia allo stesso periodo del 2012 (- 2%). La spesa della pubblica amministrazione e delle Istituzioni Sociali Private, al contrario, è risultata stazionaria;
- ii. con riferimento agli investimenti lordi, una forte riduzione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (- 5,1%), più contenuta se in considerazione del risultato del trimestre precedente (- 0,6%). La contrazione è stata determinata da una flessione della spesa per macchine e attrezzature (- 1,1%), nonché per mezzi di trasporto (-1,9%), mentre risultano stabili gli investimenti in costruzioni;
- iii. le esportazioni appaiono in crescita dello 0,7% rispetto al periodo precedente e tendenzialmente invariate rispetto al secondo trimestre del 2012. Le importazioni risultano in crescita rispetto al trimestre precedente (+ 2%) sebbene in diminuzione (- 1,2%) se in considerazione del dato relativo all'anno precedente.

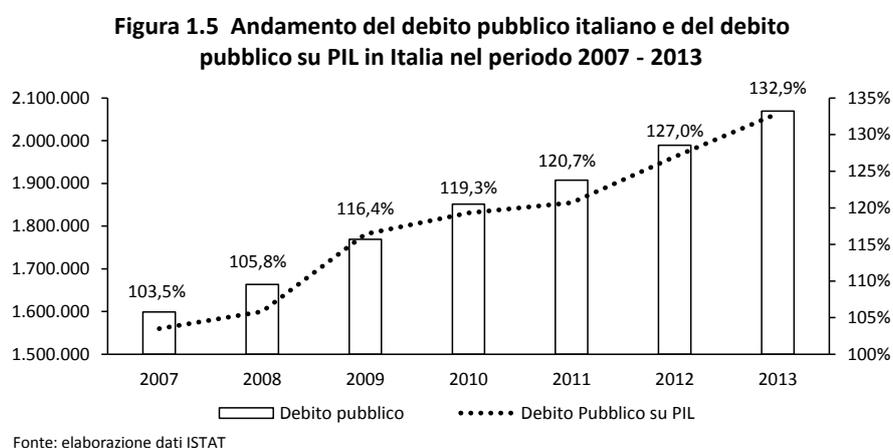
Alla luce di quanto riportato in precedenza, sono di seguito illustrati l'andamento del debito e del deficit italiano nel periodo 2007 - 2013, nonché del rapporto di tali grandezze con il Prodotto Interno Lordo nazionale. Si evidenzia che i dati inerenti il 2013 rappresentano delle previsioni Istat e possono, per tale ragione, essere soggette a variazioni e cambiamenti.



Fonte: elaborazione dati ISTAT

Nel corso del 2012 l'Italia, al pari di altri stati membri dell'Unione Europea, ha adottato misure volte a migliorare la sostenibilità dei conti pubblici, rafforzando nel contempo il merito e la stabilità del credito sovrano. In tale anno l'Italia ha proseguito il percorso di riduzione del disavanzo, tale da realizzare un miglioramento dell'indebitamento netto in rapporto al PIL dal 3,8% del 2011 al 3% del 2012.

Con riferimento al 2013, è prevista una sostanziale stabilità sia del deficit sia del rapporto dello stesso con il PIL italiano, nonostante l'atteso incremento del debito pubblico desumibile dal grafico successivo.

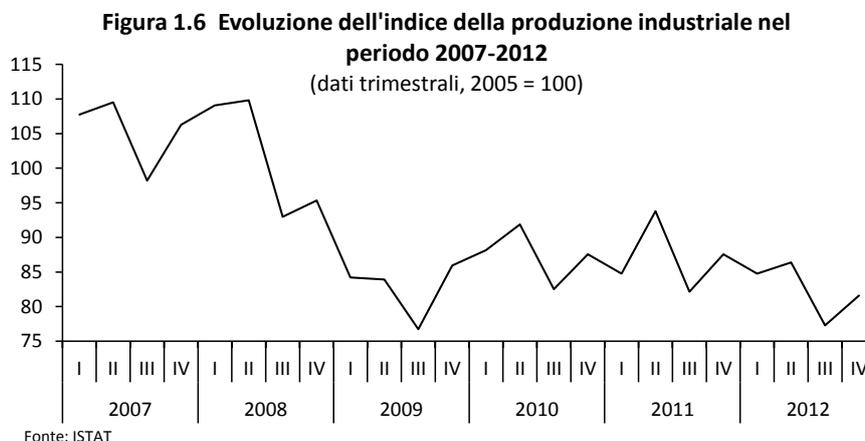


Complessivamente, nel periodo 2007 – 2013, il debito pubblico italiano ha registrato una costante crescita a un CAGR del 4,4%. Le misure e gli interventi intrapresi dall'Italia, infatti, non sono risultate idonee ad arrestare la crescita del debito pubblico italiano, sia in termini assoluti che in rapporto con il PIL. Durante il 2012 tale rapporto ha raggiunto un valore del 127%, complice il contributo dato dall'Italia al capitale dell'EFSF (European Financial Stability Facility) e dell'ESM (European Stability Mechanism), volti al sostegno dei Paesi in difficoltà quali Grecia, Irlanda e Portogallo. Nel 2013, si evidenzia, tale indicatore risulta in ulteriore peggioramento e stimato a un livello pari al 132,9%.

### 1.1.2. Evoluzione della Produzione Industriale

Nel grafico successivo è evidenziato l'andamento trimestrale della produzione industriale italiana complessiva (ad esclusione delle costruzioni) nel periodo 2007 -

2012. Tali dati, corretti per gli effetti di calendario, illustrano una generale contrazione, riconducibile a una minor produzione di tutte le tipologie di beni considerate.



Con riferimento all'ultimo biennio, il calo della produzione ha coinvolto tutti i principali raggruppamenti di industrie, individuando solo con riferimento al secondo semestre 2012 una stabilizzazione relativa ai beni di consumo non durevoli.

Si evidenzia, inoltre, una tendenziale divaricazione tra gli andamenti delle vendite sul mercato interno e quelle verso i mercati esteri. Le vendite del settore industriale risultano infatti avere sofferto sul versante nazionale, mantenendo, al contrario, una tendenza positiva verso l'estero. Gli ultimi dati disponibili e le stime degli operatori individuano, in tal senso, un'ulteriore flessione relativa alla domanda interna, nonché una tendenziale diminuzione delle nuove commesse provenienti dai mercati esteri.

La tabella seguente fornisce informazioni inerenti la variazione percentuale per settore di attività economica registrata nel 2012 rispetto all'anno precedente. Complessivamente l'indice della produzione industriale ha registrato, con una diminuzione del 6,7% rispetto all'anno precedente, la peggiore variazione annua dal 2009. I dati, corretti per gli effetti di calendario, evidenziano contrazioni con riferimento alla totalità di settori e particolarmente rilevanti con riferimento alla fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche, di apparecchiature elettriche e relativi all'industria del legno, della carta e stampa.

**Figura 1.7 Variazione percentuale annuale della produzione industriale per settore di attività economica**  
(dati corretti per gli effetti di calendario, indici in base 2005 = 100)

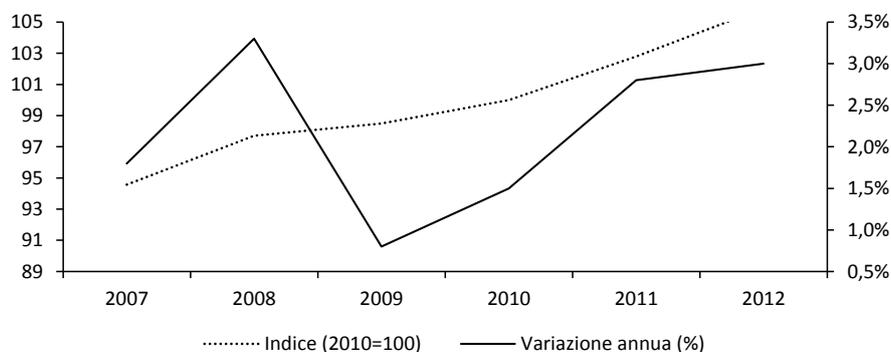
Settori di attività economica	Gen-Dic 2012 / Gen-Dic 2011
Attività estrattiva	-0,9%
Attività manifatturiere	-6,9%
Industrie alimentari, bevande e tabacco	-1,4%
Industrie tessili, abbigliamento, pelli e accessori	-9,4%
Industria del legno, della carta e stampa	-9,9%
Fabbricazione di coke e prodotti petroliferi raffinati	-6,1%
Fabbricazione di prodotti chimici	-4,3%
Produzione di prodotti farmaceutici di base e preparati farmaceutici	-4,1%
Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche	-10,4%
Metallurgia e fabbricazione di prodotti in metallo	-7,3%
Fabbricazione di computer, prodotti di elettronica e ottica, apparecchi elettromedicali, apparecchi di misurazione e orologi	-3,0%
Fabbricazione di apparecchiature elettriche e apparecchiature per uso domestico non elettriche	-10,0%
Fabbricazione di macchinari e attrezzature n.c.a.	-5,1%
Fabbricazione di mezzi di trasporto	-6,1%
Altre industrie manifatturiere, riparazione e installazione di macchine ed apparecchiature	-8,4%
Fornitura di energia elettrica, gas, vapore e aria	-2,8%
<b>Totale</b>	<b>-6,7%</b>

Fonte: ISTAT

### 1.1.3. Evoluzione del tasso d'inflazione

L'andamento del tasso d'inflazione, illustrato nel grafico successivo, individua una tendenziale crescita dell'indice generale nazionale dei prezzi al consumo nel periodo 2007 - 2012.

**Figura 1.8 Andamento dell'indice generale nazionale dei prezzi al consumo in Italia nel periodo 2007-2012**



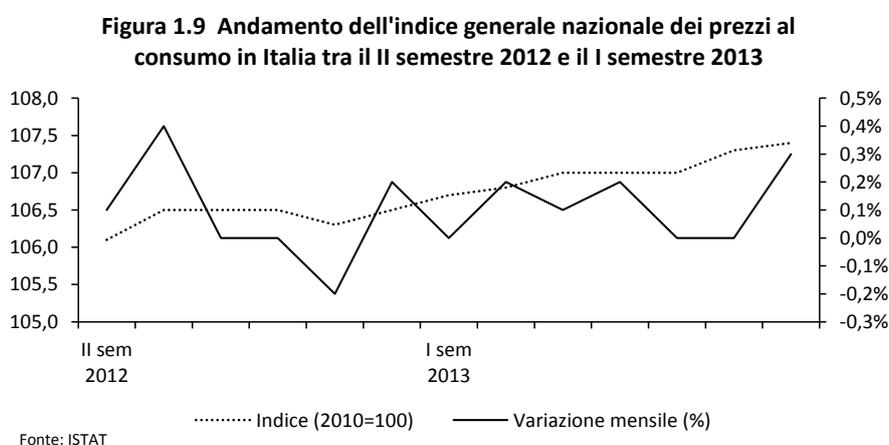
Fonte: ISTAT

Si evidenzia che, nel corso del 2012, l'inflazione è risultata elevata nonostante il quadro macroeconomico negativo, la forte disoccupazione e la rilevante contrazione dei consumi.

Tale trend è principalmente riconducibile ai rincari dei costi delle materie prime, in particolare energetiche e alimentari, ulteriormente amplificati dal deprezzamento della moneta europea rispetto al dollaro. Inoltre si evidenziano fattori di origine interna quali,

ad esempio, gli effetti della manovra sulle imposte indirette promossa dal governo nel corso dell'autunno 2011 e i ripetuti interventi, in primis l'aumento delle accise, volti al risanamento dei conti pubblici.

L'analisi delle variazioni mensili nel periodo secondo semestre 2012 - primo semestre 2013 (illustrate nel grafico successivo) individua tuttavia una generale stabilità dell'inflazione, risultato di spinte al rialzo e al ribasso dei prezzi (motivato anche dalla generale flessione della domanda da parte dei consumatori) di diverse tipologie di prodotti, in un quadro generale di attenuazione delle tensioni inflazionistiche.



In particolare, con riferimento a tale periodo, si evidenzia il rallentamento dei prezzi delle voci energetiche (derivante principalmente da ribassi registrati nelle quotazione del petrolio durante il primo trimestre 2013). Conseguentemente, nel corso del primo semestre 2013 si è prima diminuito e, successivamente, annullato il divario inflazionistico dell'Italia rispetto all'area euro. A fine 2012, infatti, il tasso di inflazione italiano era risultato tra i più alti d'Europa, superato solamente da quelli di Slovacchia e Estonia, evidenziando una distanza con i principali Paesi partner (Germania e Francia) di, rispettivamente, 1,2 e 1,1 punti percentuali.

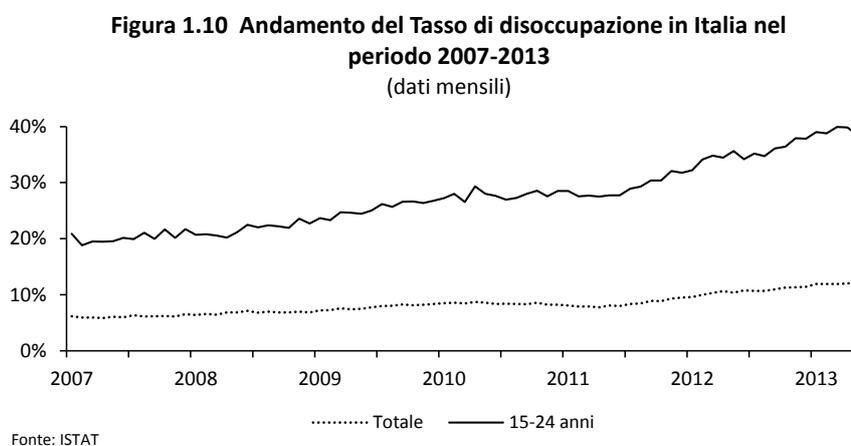
#### 1.1.4. Evoluzione del mercato del lavoro

Le maggiori incertezze si registrano relativamente al mercato del lavoro. Nel periodo considerato, il tasso di disoccupazione mantiene una tendenziale crescita e, a oggi, risulta raddoppiato rispetto al 2007, anno di inizio della crisi.

In particolare, nel corso del 2012 si è osservato un progressivo aggravarsi delle condizioni di tale mercato. L'occupazione risulta essere diminuita in maniera contenuta (- 0,3%) rispetto al 2011, anno durante il quale, nonostante l'effetto del peggioramento congiunturale, l'occupazione aveva registrato una crescita rispetto all'anno precedente (+ 0,4%). La diminuzione dell'occupazione è riscontrabile in particolare con riferimento al secondo semestre del 2012, pur essendo proseguita nei primi mesi del 2013.

Il tasso di disoccupazione, il cui andamento è illustrato nel grafico sottostante, è fortemente aumentato nel corso del 2012, passando dall'8,4% al 10,7%. Secondo gli ultimi dati disponibili, relativi novembre 2013, tale indicatore ha raggiunto la soglia del 12,5% e risulta in una fase di stabilizzazione.

Nel grafico è possibile osservare valori ancora più negativi con riferimento alla disoccupazione giovanile (15 – 24 anni). A tal riguardo, i dati Istat evidenziano per il 2012 un tasso pari al 35,3%, in aumento rispetto all'anno precedente di 6,2 punti percentuali.



Il calo dell'occupazione, si evidenzia, è riscontrabile in varia misura con riferimento ai settori industriale e agricolo mentre non risulta essersi ulteriormente esteso all'insieme dei servizi dove, nel corso del 2012, il numero di occupati ha registrato un incremento del + 0,7% rispetto all'anno precedente.

Gli ultimi dati disponibili, inerenti il terzo trimestre 2013, evidenziano una diminuzione su base annua del numero di occupati (- 2,3%) e un tasso di disoccupazione trimestrale

pari al 11,3%, in crescita di 1,5 punti percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

La diminuzione degli occupati è riscontrabile in particolare con riferimento all'industria (- 3,5% rispetto al secondo trimestre 2012) e ai servizi (- - 1,9%). I dati inerenti il numero di occupati nell'agricoltura risulta più stabile sebbene negativo (- 0,1%).

Il tasso di disoccupazione risulta essere in aumento da 8 trimestri per gli uomini e da 9 trimestri per le donne, individuando, rispettivamente, dei valori pari al 10,7% e al 12,1%.

#### *1.1.5. Evoluzione del rating del debito pubblico italiano*

La situazione di fragilità e di generale instabilità individuata dai dati presentati trova ulteriore riscontro nella successione di downgrade ai quali è stato soggetto il rating del debito pubblico italiano nell'ultimo periodo, nel dettaglio:

- Standard & Poor's, dopo quattro anni e mezzo di tregua, nel maggio 2011 ha cambiato le prospettive della A+, precedentemente riconosciuta, da stabili a negative. Nel settembre 2011 l'agenzia ha tagliato il rating dell'Italia ad A e un ulteriore downgrade nel corso del primo trimestre 2012 ha ulteriormente declassato la qualità dei nostri titoli di Stato a livello BBB+. Nel corso del terzo trimestre 2013 il rating del debito pubblico italiano è stato oggetto di un nuovo taglio, passando a BBB (ormai prossimo al livello considerato "spazzatura"), mantenendo un outlook negativo;
- Moody's, nel corso dell'ultimo triennio, ha tagliato tre volte il rating dei titoli di Stato italiani. Esso è infatti passato da Aa2 a A2 a ottobre 2011, ulteriormente abbassato al livello A3 nel corso del primo trimestre 2012 e, nel corso di luglio 2012, posto al livello Baa2. Tale livello di rating è stato fino a oggi riconfermato, nonostante permanga un outlook negativo;
- l'agenzia di rating Fitch, che dal 2006 aveva riconosciuto all'Italia la valutazione AA-, nel 2011 ha abbassato tale rating a livello A+. Due ulteriori downgrade, a gennaio 2012 e nel corso del primo trimestre 2013, rispettivamente ai livelli A- e Bbb+, hanno ulteriormente minato la fiducia internazionale nel debito pubblico italiano. Attualmente l'outlook è negativo.

Le principali agenzie di rating individuano quindi, nello scenario italiano, una situazione di grande fragilità e difficoltà, principalmente riconducibile a una protratta instabilità politica, sfavorevole alle riforme strutturali, e alla lenta crescita economica, ulteriormente ostacolata da una particolare rigidità del mercato del lavoro e produttivo italiano.

## *1.2. Outlook dell'economia italiana*

La semplice analisi dei primi dati inerenti il 2013 ci illustra come permangano grandi incertezze con riferimento al prossimo futuro del quadro macroeconomico nazionale e internazionale. In particolare, con riferimento ad alcune delle principali grandezze economiche previste per il mercato italiano si rileva quanto segue.

Le previsioni di crescita del PIL italiano sono negative e pari al  $-1,8\%$  per il 2013 mentre segni di una flebile ripresa sono attesi per il 2014 ( $+0,3\%$  rispetto all'anno precedente).<sup>1</sup>

La spesa delle famiglie è prevista in contrazione nel 2013 ( $-1,6\%$ ), per effetto principalmente del minor reddito disponibile, e in leggera ripresa ( $+0,4\%$ ) nel 2014. L'elevato clima di incertezza percepito dai consumatori, la caduta del reddito disponibile e il tentativo di ricostituire livelli di risparmio continueranno, infatti, a penalizzare i consumi privati. Con riferimento al 2014, una ripresa più significativa risulta essere inibita dalle persistenti difficoltà registrate nel mercato del lavoro e dall'orientamento restrittivo delle politiche di bilancio.

Con riferimento agli investimenti fissi lordi, è attesa per il 2013 una contrazione del  $3,5\%$ , per effetto di una riduzione congiunta sia da parte delle imprese che delle amministrazioni pubbliche. Tale trend è riconducibile alla generale incertezza relativa alle prospettive di miglioramento della domanda interna, al basso utilizzo della capacità produttiva e alle continue difficoltà nell'erogazione del credito alle imprese da parte del sistema bancario. Una leggera ripresa ( $+2,9\%$ ) è attesa nel 2014, giustificata dalle prospettive di un'evoluzione positiva del ciclo economico, dagli effetti positivi della restituzione dei crediti commerciali da parte della pubblica amministrazione e dal graduale miglioramento delle condizioni di accesso al credito.

---

<sup>1</sup> The Economist, Poll of forecasters, December averages, 7 dicembre 2013.

Le esportazioni sono attese in moderata espansione (+ 2,3%) nel 2013, registrando, quindi, un andamento tendenzialmente simile a quello del 2012. Si evidenzia che il consolidamento atteso con riferimento alle principali economie avanzate e il miglioramento della domanda nell'area euro comporterà un'accelerazione più significativa nel 2014 (+ 3,9%), principalmente trainata dalla componente dei beni.

Per il 2013 rimane prevista una flessione delle importazioni (- 1,5%), motivata dal perdurante deterioramento dei consumi privati e degli investimenti fissi lordi. Un recupero delle importazioni (+ 3,8%) è atteso nel 2014 per effetto della graduale ripresa delle vendite all'estero.<sup>2</sup>

Con riferimento al tasso di disoccupazione, secondo gli ultimi dati resi disponibili dalla Commissione Europea, sono attesi valori pari all'11,8% nel 2013 e al 12,2% nel 2014.<sup>3</sup> Secondo il Centro Studi della Confindustria le previsioni sono a favore di una stabilizzazione del tasso di disoccupazione e pari al 12,2% nel 2013 e al 12,3% nel 2014. Nel 2015 è attesa una nuova riduzione del tasso di disoccupazione con un valore atteso pari al 12,2%.<sup>4</sup>

Per quanto concerne l'inflazione è previsto un incremento all'1,3% nel 2013 e all'1,2% nel 2014.<sup>5</sup> In particolare, la riduzione del tasso d'inflazione registrata nei primi mesi del 2013 potrebbe risultare frenata dall'aumento dal 21% al 22% dell'aliquota ordinaria dell'IVA, introdotto a partire da ottobre 2013.

Sebbene lo scenario di previsione sia caratterizzato da diversi elementi di incertezza relativi sia al quadro macroeconomico internazionale che alle possibili evoluzioni dei provvedimenti di finanza pubblica, i dati e le informazioni sopra riportati mostrano il perdurare della fragilità dell'economia italiana per i prossimi anni.

Si evidenzia che i comportamenti attesi delle imprese e delle famiglie sono fortemente influenzati dalle prospettive future dell'economia. Conseguentemente, in un contesto caratterizzato da un miglioramento delle aspettative e da un aumento del clima di fiducia, i consumi e gli investimenti del settore privato potrebbero crescere in misura superiore di quanto precedentemente ipotizzato.

---

<sup>2</sup> Istat, Le prospettive per l'economia italiana, 6 maggio 2013.

<sup>3</sup> European Commission working document, In-depth review for Italy, 3 maggio 2013.

<sup>4</sup> Centro Studi Confindustria CSC, Scenari economici n. 19, 19 dicembre 2013.

<sup>5</sup> The Economist, Poll of forecasters, December averages, 7 dicembre 2013.



## Capitolo 2

# La crisi d'impresa

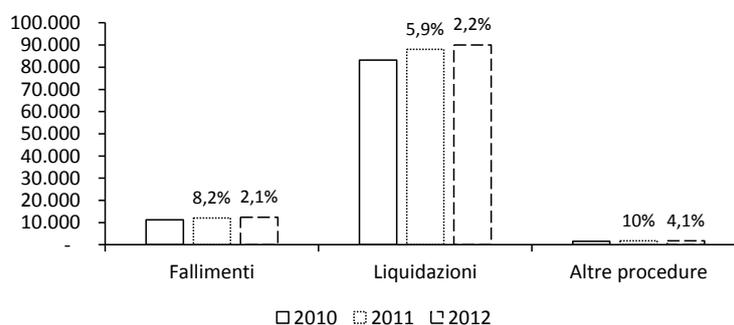
### 2.1. Dati di riferimento

Il sistema industriale e imprenditoriale italiano ha risentito notevolmente della crisi dell'economia finanziaria e reale che a partire dal 2007 ha caratterizzato il Paese con le ripercussioni già espresse nel precedente capitolo.

Sono di seguito illustrate le principali statistiche di riferimento, necessarie a meglio comprendere il contesto della trattazione.

Nel corso del 2012 c. 104.000 imprese sono state chiuse, un numero in aumento del 2,2% rispetto all'anno precedente. Come illustrato nel grafico sotto riportato, la liquidazione *in bonis* risulta, con una quota superiore all'86%, la forma più diffusa, mentre ai fallimenti è riconducibile il c. 12% delle chiusure 2012.

**Figura 2.1 Ripartizione delle imprese non più operative per modalità in Italia nel periodo 2010-2012**  
(dati annuali, variazioni % su anno precedente)

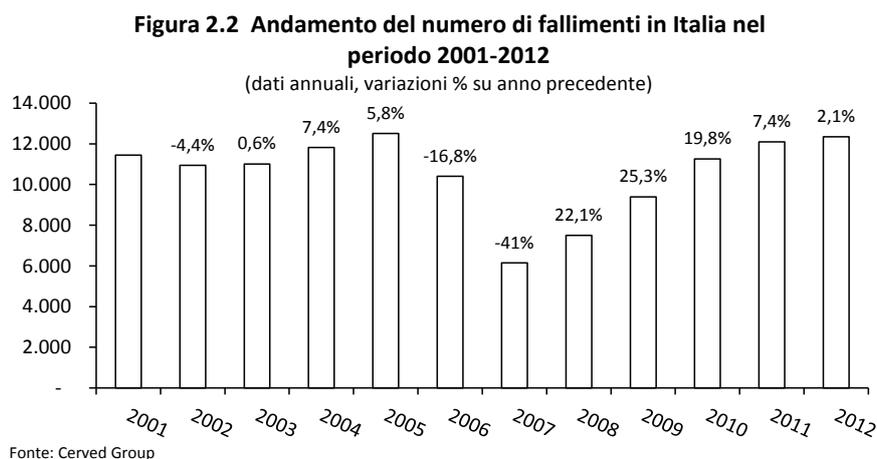


Fonte: Cerved Group

### 2.1.1. I fallimenti in Italia

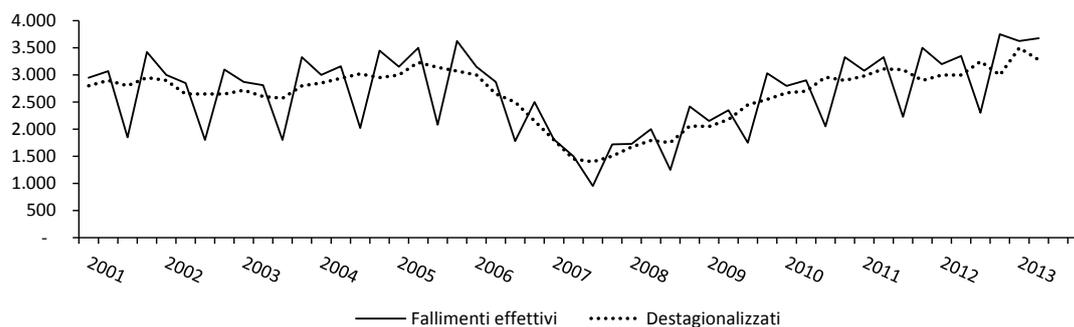
È riportata in seguito in forma grafica l'evoluzione annuale del numero di fallimenti in Italia nel periodo 2001 – 2012. Dall'analisi di tali dati è possibile osservare come i maggiori incrementi siano stati registrati negli anni subito successivi all'innesco dell'attuale crisi economica (2009 e 2008, rispettivamente con aumenti del 25,3% e del 22,1% rispetto al periodo antecedente). Complessivamente, nel periodo 2007-2012, è possibile individuare un costante incremento a un CAGR del 15%.

Con riferimento al 2012, è possibile osservare un aumento del 2,1% rispetto al 2011 e, complessivamente, del 64% rispetto al 2008. Tale dato risulta particolarmente negativo e rappresenta il valore massimo registrato nel periodo di osservazione, superiore anche ai valori registrati precedentemente alla riforma della Legge Fallimentare, quando il numero di imprese potenzialmente oggetto di procedura da parte dei tribunali risultava significativamente maggiore.



Nel grafico successivo, sono illustrate le variazioni trimestrali del numero di fallimenti in Italia nel periodo 2001 - 2012. Dopo la forte contrazione registratasi nel 2006 e diretta conseguenza della riforma del diritto fallimentare (la quale ha comportato l'esclusione di un elevato numero di imprese dall'applicazione della Legge Fallimentare) le imprese italiane sono state protagoniste di un sempre maggior numero di fallimenti.

**Figura 2.3 Andamento del numero di fallimenti in Italia nel periodo 2001-2013**  
(dati trimestrali)



Fonte: Cerved Group

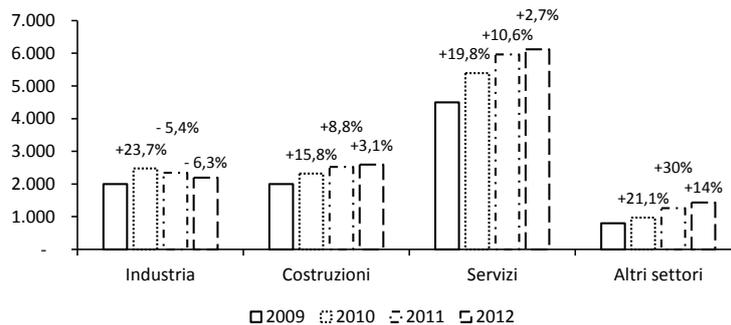
I primi dati del 2013 relativi al numero dei fallimenti in Italia evidenziano:

- i. con riferimento al primo trimestre un aumento del 12% rispetto all'anno precedente. Con oltre 3.500 procedure aperte tra gennaio e marzo si è toccato un livello mai registrato nel primo trimestre in oltre dieci anni;
- ii. relativamente al secondo trimestre un incremento del 10,7% rispetto al valore 2012 con l'apertura di oltre 3.600 procedure fallimentari.

Complessivamente, nel corso del primo semestre 2013, i fallimenti registrati risultano essere oltre 7.000, in incremento del 12,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Effettuando un'analisi dell'andamento del numero di fallimenti nei diversi settori economici nel periodo 2009 – 2012 si evidenzia un trend costantemente negativo con riferimento ai settori delle costruzioni, dei servizi e altri settori. L'industria, al contrario, ha registrato un decremento del 5,4% con riferimento al 2011 e del 6,3% nel 2012. Ciononostante, si evidenzia, a tale settore sono riconducibili il 47,9% dei fallimenti complessivi nel periodo considerato, seguito dal settore delle costruzioni (22,9% del totale), dagli altri settori (20,1%) e dai servizi (9,1%).

**Figura 2.4 Andamento del numero di fallimenti per macrosettore in Italia nel periodo 2009-2012**  
(valori assoluti e variazione % su anno precedente)



All'interno del settore industriale il sistema moda risulta il più colpito come numerosità di imprese nonostante la diminuzione del 6,6% registrata tra il 2012 e il 2011. La quasi totalità dei settori industriali (ad eccezione dei beni di consumo) ha registrato trend simili nel biennio considerato. In particolare, si evidenziano l'Hi tech (- 19%), il sistema casa (- 7,6%), il settore dei metalli (- 7,3%) e della meccanica (- 5,6%).

Con riferimento al numero di fallimenti nei settori non industriali, nella distribuzione si concentra oltre il 20,2% dei fallimenti 2012, seguita dai servizi non finanziari (12,1%), in parte per effetto della numerosità delle imprese che vi operano.

Con riferimento alla ripartizione settoriale dei fallimenti, i primi dati 2013 evidenziano quanto segue:

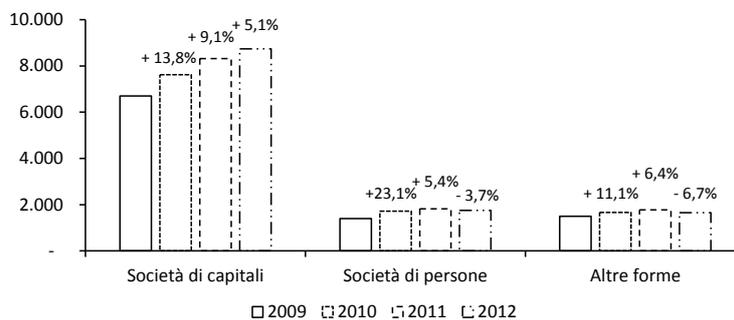
- i. nel primo trimestre circa metà delle procedure fallimentari ha riguardato aziende operanti nel settore dei servizi (+ 14% rispetto al 2011). L'edilizia ha registrato un incremento del 6% rispetto al dato 2011 e il numero delle procedure nel settore industriale ha ripreso a crescere con un incremento del 10,6% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente;
- ii. nel secondo trimestre all'accelerazione del numero di procedure sono conseguiti incrementi a doppia cifra nella totalità dei settori individuati, nel dettaglio + 13,3% per i servizi, + 11,3% per l'edilizia e + 10% per l'industria.

Dall'analisi dell'incidenza dei fallimenti all'interno dei settori negli ultimi quattro anni, l'industria risulta il macro settore che ha registrato il maggior rapporto tra società di capitale fallite e società con un bilancio valido (5,2%). Con riferimento agli altri macro settori (costruzioni, servizi e altri settori), i valori si individuano mediamente su livelli

inferiori rispetto quelli del settore industriale e risultano, rispettivamente, pari a 4,6%, 2,2% e 2,1%. Sebbene registri un'incidenza molto bassa, il settore dei servizi, a causa dell'elevato numero di imprese in esso incluse, individua al proprio interno circa il 48% dei 45.184 fallimenti registrati del periodo analizzato, con un totale complessivo di 21.702 fallimenti.

Analizzando l'andamento dei fallimenti per forma giuridica nel periodo 2009 – 2012 è possibile individuare un trend crescente con riferimento a tutte le tipologie individuate. I dati, illustrati nel grafico successivo, illustrano come alle società di capitali sia riconducibile la maggior parte dei fallimenti, nonché la maggiore crescita complessiva di periodo (+ 41%). Con riferimento alle società di persone e alle altre forme (principalmente imprese individuali e consorzi) si individua una tendenziale stabilità derivante, in particolare, dal decremento registrato nel corso del 2012.

**Figura 2.5 Andamento del numero di fallimenti in Italia per forma giuridica nel periodo 2009 - 2012**  
(numero di procedure e variazioni % su anno precedente)



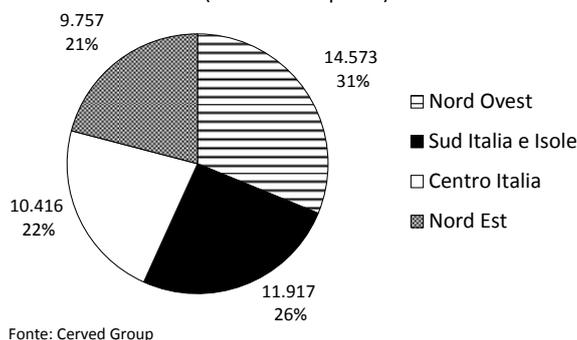
Fonte: Cerved Group

Nel primo trimestre 2013 si evidenziano, rispetto allo stesso periodo del 2012, incrementi del 12,6% con riferimento al numero di procedure fallimentari predisposte per società di capitali, del 9,2% per le società di persone e del 12,8% per le altre forme. Tale trend di crescita è rinvenibile nuovamente nel secondo trimestre con variazioni pari a, rispettivamente, + 12,2%, + 12,4% e + 13,1%. Si evidenzia, dunque, un particolare peggioramento relativo alle ultime due tipologie individuate: se negli anni precedenti la crescita dei fallimenti era da ricondurre, infatti, quasi esclusivamente alle società di capitale, a oggi anche le società di persone e le altre forme registrano tassi di crescita a doppia cifra.

Con riferimento alla dimensione delle imprese, i dati sull'insolvency ratio risultano maggiori per le società con attivo di bilancio compreso tra i 2 e i 50 milioni di euro. Al contrario, i dati relativi alle imprese di maggiori dimensioni (attivo superiore a € 50 m), risultano di minore entità.

Dall'analisi del numero di fallimenti per macro area geografica nel periodo 2009 - 2012, il Nord Ovest risulta essere caratterizzato dal dato più rilevante. A esso è, infatti, riconducibile il c. 31% dei fallimenti italiani, seguito dal Sud Italia (26%), dal Centro Italia (22%) e dal Nord Est (21%). Nel corso del 2012, inoltre, tale area ha registrato una crescita dei fallimenti rispetto al 2011 del 6,6%; tale dato risulta maggiore rispetto al Centro Italia, il quale ha registrato un incremento del + 4,7%. Al contrario, il Nord Est e il Sud Italia e Isole hanno evidenziato un leggero decremento del proprio numero di fallimenti, rispettivamente di valori pari al - 4,3% e al - 0,4%.

**Figura 2.6 Ripartizione per macro aree del numero di fallimenti in Italia nel periodo 2009 - 2012**  
(società di capitale)



Le diverse caratteristiche delle imprese delle rispettive macro aree (in primis la dimensione media), hanno ripercussioni in termini di incidenza dei fallimenti. Nelle regioni settentrionali, dove le imprese risultano di maggiore dimensione, tale indicatore risulta pari al 3,5% per il Nord Ovest e al 3,2% per il Nord Est. La minor dimensione media delle imprese e la conseguente esclusione di parte delle stesse dalle procedure fallimentari, riconduce i dati relativi al Centro Italia e Sud e Isole al c. 2,7%.

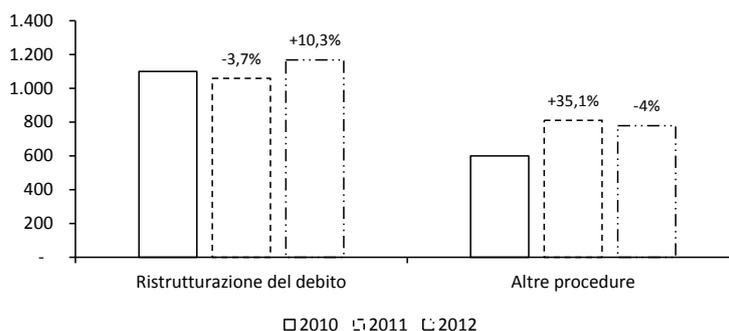
Con riferimento ai primi dati 2013 inerenti la ripartizione geografica dei fallimenti in Italia, si evidenzia:

- i. nel primo trimestre un forte aumento dei fallimenti registrati nel Nord Est (+ 24% rispetto allo stesso periodo del 2012 e primo incremento dalla seconda metà del 2011), e nel Nord Ovest (+ 15,4%), nonché crescite, sebbene a ritmi inferiori, per Centro e Sud Italia (rispettivamente + 9% e + 3,2%);
- ii. nel secondo trimestre una variazione a doppia cifra con riferimento alla totalità delle macro aree individuate. Nell'ordine si individuano incrementi del 19,5% con riferimento al Nord Est, dell'11,2% per il Centro Italia e del 10,6% per Nord Ovest e Mezzogiorno.

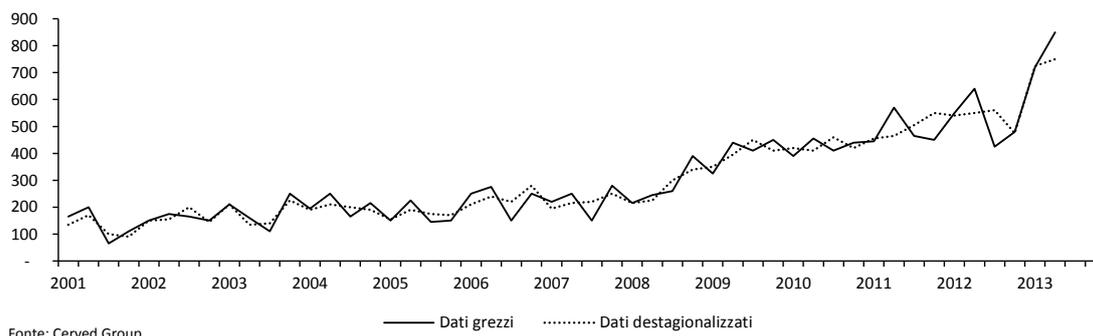
### 2.1.2. Le procedure non fallimentari in Italia

Il numero delle procedure non fallimentari ha registrato nel 2012 una crescita del 4,1% rispetto all'anno precedente, arrivando a sfiorare quota 2.000. Di queste, il c. 60% è riconducibile a ristrutturazioni del debito dell'impresa in crisi, le quali hanno registrato una crescita del 10,3% rispetto all'anno precedente. Il restante 40% risulta essere costituito da concordati preventivi, amministrazioni controllate, amministrazioni straordinarie, liquidazioni coatte amministrative e insolvenze.

**Figura 2.7 Andamento del numero di procedure non fallimentari per tipologia in Italia nel periodo 2010 - 2012**  
(numero di procedure e variazione % su anno precedente)



**Figura 2.8 Andamento del numero di procedure non fallimentari in Italia nel periodo 2001-2013**  
(dati trimestrali)



I primi dati del 2013 evidenziano il prosieguo dell'incremento dell'utilizzo delle procedure non fallimentari. Il primo trimestre 2013 ha registrato una variazione del + 13% rispetto allo stesso periodo del 2012 anche se, a un'analisi più approfondita, è possibile individuare dinamiche molto diverse a seconda della tipologia di procedura considerata. In particolare, in tale periodo, i concordati preventivi sono risultati in incremento del 75,8% rispetto all'anno precedente, complice l'introduzione del concordato con riserva. Al contrario le altre procedure evidenziano complessivamente una riduzione del 47%. Un trend simile è riscontrabile con riferimento al secondo trimestre 2013 e conseguentemente, con riferimento al primo semestre 2013, è possibile individuare un aumento complessivo delle procedure di concordato preventivo dell'87,5% rispetto alla prima metà del 2012 e una riduzione delle altre procedure del 26%. Complessivamente le procedure non fallimentari registrate nel primo semestre 2013 sono oltre 1.500, in incremento del 31,1% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

I dati 2012 evidenziano un forte aumento delle procedure (+ 24%) relativamente al settore edile, fortemente colpito dall'attuale crisi economica, mentre i servizi e l'industria si sono dimostrati più stabili, con variazioni pari a, rispettivamente, + 1,1% e - 0,5% rispetto all'anno precedente. Ciononostante, con riferimento al primo semestre 2013, è possibile individuare rispetto all'anno precedente valori molto diversi, nel dettaglio + 60,7% per l'industria, + 32% per il settore delle costruzioni e + 22% per i servizi.

A livello geografico, con quasi 600 procedure nel 2012, il Nord Ovest rappresenta la macro area caratterizzata dal maggior numero di procedure e dal maggior tasso di crescita (+ 11,5% rispetto al 2011). Seguono il Centro Italia (c. 500 procedure, in

crescita dell'8,5%) e il Sud Italia (c. 400, in aumento dello 0,5%). Il Nord Est, al quale si riconducono oltre 400 procedure nel 2012, ha registrato in tale anno una sentita diminuzione rispetto all'anno precedente (- 5,3%).

I primi dati del 2013 evidenziano un forte aumento delle procedure avviate nel Nord Est (+ 63,8% nel primo semestre 2013 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) mentre risultano più contenute, sebbene sempre in aumento, le variazioni riscontrabili nelle altre macro aree: + 27,5% con riferimento al Sud Italia, + 25,7% per il Nord Ovest e + 15,8% per il Centro.

Come si è già avuto modo di evidenziare in precedenza, tra le procedure non fallimentari i concordati preventivi necessitano di un particolare approfondimento, motivato dall'incremento delle domande riconducibili all'introduzione, dall'11 settembre 2012, delle nuove modalità. È presumibile che un numero consistente di società abbia utilizzato la suddetta procedura a fini liquidatori (al primo trimestre 2013 il c. 37% delle imprese risultava in liquidazione prima della domanda in bianco), tuttavia i primi dati a disposizione confermano che le imprese che hanno fatto istanza di concordato risultano molto diverse da quelle per cui ha avuto inizio una procedura di fallimento. Tali imprese, oltre a essere molto più strutturate, presentano giri d'affari cinque volte superiori e evidenziano riduzioni del valore aggiunto molto più contenute, indice di uno stato di crisi meno acuta. Complessivamente, dall'analisi dei dati preliminari, è quindi possibile osservare che l'introduzione delle nuove modalità di concordato preventivo sembra aver permesso di far emergere precocemente in molti casi la crisi d'impresa.

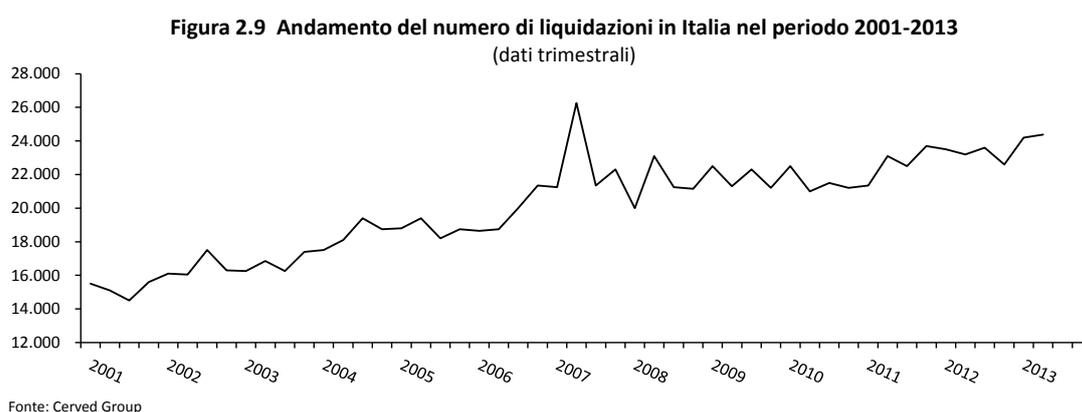
Si rimanda al Capitolo 3 del presente elaborato per l'esplicazione delle principali caratteristiche del concordato preventivo in bianco.

### 2.1.3. *Le liquidazioni in Italia*

Nel 2012 il totale delle liquidazioni volontarie di aziende *in bonis* (ossia che non hanno precedenti procedure concorsuali) ammonta a c. 90.000, in aumento del 2,2% rispetto al 2011. Nel corso dell'intero decennio, tale valore risulta superato solamente nel 2007, anno che aveva visto un forte incremento di tale tipologia di procedura riconducibile alla riforma della disciplina fallimentare.

L'analisi dei dati dell'ultimo decennio, illustrati nel grafico seguente, evidenzia che un numero sempre crescente di imprese, anche strutturate, esce volontariamente dal mercato. Le liquidazioni non riguardano esclusivamente imprese rischiose da un punto di vista economico finanziario, anzi, oltre il 30% del totale delle liquidate risulta composto da società sostanzialmente solide. Alla crisi è dunque riconducibile, oltre all'aumento dei casi di default, un forte incremento delle chiusure di imprese sane ma, probabilmente, caratterizzate da aspettative pessimistiche sulle profittabilità dell'azienda.

Tale trend è rinvenibile anche con riferimento ai primi dati del 2013: nel primo semestre risultano avviate oltre 36.000 procedure di liquidazione volontaria, in crescita dell'8% rispetto allo stesso periodo del 2012.



Nel 2012 le liquidazioni sono risultate in calo per le società di persone (- 8,5%) e per le società di capitale se in considerazione delle c.d. “scatole vuote” (- 11,4%). Le “vere” società di capitale registrano, al contrario, un forte incremento pari al 16,1%.

Nel corso del primo semestre 2013 il numero di liquidazioni delle “scatole vuote” risulta in crescita del 76% rispetto all'anno precedente. Nello stesso periodo le procedure relative alle società di capitale risultano in forte decelerazione, sebbene ancora in crescita (+ 5,2%), mentre, con riferimento alle società di persone, la variazione risulta pari al + 1,4%.

A livello settoriale l'aumento delle chiusure volontarie è rinvenibile nella totalità dell'economia. In particolare, nel 2012 si registrano aumenti con tassi a doppia cifra nel terziario (+ 14%), nelle costruzioni (+ 13,8%) e nell'industria (+ 13,1%).

Con riferimento al primo semestre 2013 risultano aumentate a ritmi maggiori le liquidazioni volontarie nei servizi (+ 6,5%), seguiti da costruzioni (+ 4,3%) e industria (+ 3%).

A livello geografico nel 2012 è stato registrato un forte incremento nelle procedure avviate in tutte le macro aree individuate, nell'ordine + 31,2% nel Nord Est, + 25,1% nel Nord Ovest, + 9,5% nel Centro-Sud. Il Nord Ovest, con quasi 13.000 liquidazioni registrate, risulta nuovamente la macro area caratterizzata dal dato maggiore, seguita da Centro Italia, Sud Italia e Nord Est con valori rispettivamente pari a c. 12.000, 11.000 e 9.000.

Nel primo semestre 2013 a livello geografico le liquidazioni volontarie sono risultate in particolare crescita nel Mezzogiorno (+ 7,7%) mentre risultano in crescita a tassi inferiori e compresi tra il 4% e il 5% nel resto del Paese.

## 2.2. *La crisi d'impresa*

Si rende a questo punto necessario individuare da cosa possa derivare uno stato di crisi d'impresa. Verrà innanzitutto esaminato cosa significhi per una società essere in stato di crisi e, in seguito, ne verranno illustrate le principali cause.

### 2.2.1. *Il concetto di crisi*

È molto complesso fornire una definizione univoca del concetto di crisi.

Da un punto di vista strettamente finanziario e giuridico, essa è ritenuta un sinonimo di insolvenza, individuando perciò in crisi l'impresa che *“non sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni, o meglio, quando vengano meno le condizioni di liquidità e di credito necessarie per adempiere regolarmente e con mezzi normali, alle obbligazioni contratte”*<sup>6</sup>. Altresì, la dottrina e la concezione aziendalistica forniscono un'ulteriore definizione: *“la crisi si sostanzia nell'instabilità della redditività che porta a rovinose perdite economiche e di valore del capitale, con conseguenti dissesti nei flussi finanziari, perdita della capacità di ottenere finanziamenti creditizi per un crollo di fiducia da parte della comunità finanziaria, ma anche da parte dei clienti e dei*

---

<sup>6</sup> Zito (1999).

*fornitori, innescando così, un pericoloso circolo vizioso*<sup>7</sup>. In particolare, quest'ultima definizione fa riferimento alla crisi d'impresa come una sorta di "allarme sociale", in quanto numerosi sono gli interessi che ruotano intorno a ogni singola società e che possono essere impattati, in maniera anche molto negativa, dalla crisi stessa.

Generalmente viene intesa come crisi d'impresa "*una situazione di intensa instabilità interna che coinvolge il sistema impresa nella sua globalità*"<sup>8</sup>, un particolare momento nonché fase fisiologica del ciclo di vita di un'impresa, collegabile al dinamismo e all'instabilità dell'ambiente, durante il quale viene a crearsi uno squilibrio economico-finanziario destinato a perdurare e a portare la società all'insolvenza e al dissesto qualora non vengano effettuati opportuni e tempestivi interventi.

### 2.2.2. *Le cause della crisi d'impresa*

Nonostante non sia possibile classificare in maniera completamente esaustiva le diverse cause di crisi aziendali, la dottrina è solita distinguere due principali tipologie:

- i. fattori di natura soggettiva, relativi a comportamenti del management e dei soci;
- ii. fattori di natura oggettiva, legati al settore o alla congiuntura economica.

È quindi possibile effettuare un'ulteriore distinzione in tre macro-categorie concettuali. Si individuano, quindi:

#### 1. **fattori macroeconomici** (economici, culturali e catastrofici), quali, ad esempio:

- crisi finanziaria ed eventi economico congiunturali, causa di modifiche, anche rilevanti, sulla propensione al consumo delle famiglie, sulla volatilità dei tassi e sui corsi azionari;
- globalizzazione e, in particolare, l'ascesa di Paesi emergenti maggiormente competitivi;

---

<sup>7</sup> Guatri (1995).

<sup>8</sup> Mariniello (2006).

- tensioni geopolitiche, terrorismo e eventi socio-culturali con impatti demografici, fonti di volatilità nei prezzi delle materie prime con conseguente riduzione dei margini e degli utili dell'impresa, di interruzione dei cicli produttivi e di contrazione delle transazioni commerciali;

2. **fattori settoriali** (legati al ciclo di vita e alla normativa di settore), come:

- cambiamenti nella normativa di settore ed eventi politico-normativi, come l'imposizione di dazi, la modifica dei requisiti tecnici o formali necessari all'ottenimento di licenze e concessioni, l'introduzione di politiche di liberalizzazione, di incentivazione o l'abbandono di politiche protezionistiche;
- innovazione nel settore e cambiamento degli standard tecnologici attraverso l'introduzione di nuovi prodotti o processi da parte delle aziende concorrenti;
- declino del ciclo di vita settoriale con cambiamenti nei consumi e/o l'introduzione di nuovi modelli commerciali o produttivi;
- cambiamento dell'intensità concorrenziale, in quanto una maggiore concorrenza può comportare maggior potere contrattuale da parte dei clienti e dei fornitori nonché un numero maggiore di nuovi potenziali entranti e/o prodotti/servizi sostitutivi;

3. **fattori aziendali** (di natura soggettiva, qualitativi, quantitativi e quali-quantitativi), quali:

- governance inadeguata, con definizione di obiettivi errati, minori capacità previsionali rispetto alla concorrenza, mancanza di leadership operativa e l'inerzia o l'incapacità del management di adattare le strategie dell'azienda alle mutate condizioni del mercato;
- perdita di competitività, dovuta a prodotti obsoleti e/o processi produttivi inefficienti oltre che, eventualmente, a una strategia di imitazione pedissequa della concorrenza, con conseguente riduzione della quota di mercato, di margini, fatturato e utili, nonché aumento del magazzino;

- rigidità operativa, ovvero una leva operativa elevata, con eccesso dei costi fissi sui costi variabili. Una produzione eccessiva rispetto alla domanda (ad esempio dovuta a una perdita rapida e inaspettata di quote di mercato) accompagnata dall'incapacità di ridimensionare i costi fissi nel breve termine determina per l'impresa una crisi da sovra-capacità;
- eccesso di indebitamento, ovvero leva finanziaria elevata, con eccesso dei mezzi di terzi rispetto ai mezzi propri. Lo squilibrio finanziario è spesso causa anche di perdite economiche a causa degli oneri finanziari pagati alle banche ed è spesso la conseguenza di altri inefficienze, sovra-capacità produttive, decadimento dei prodotti e altri fattori che lo rendono non una causa primaria della crisi, bensì una causa secondaria;
- inefficienza, diminuzione dell'EBITDA derivante da un differenziale di costo sfavorevole rispetto alla concorrenza. Ciò può dipendere da diversi fattori quali macchinari obsoleti, tecnologia arretrata e politiche salariali disallineate per eccesso rispetto al rendimento dei dipendenti;
- incapacità del management di individuare tempestivamente lo stato di crisi, spesso accompagnata da un'eccessiva fiducia nelle proprie capacità manageriali e dall'incapacità di ammettere i propri errori, con conseguente aggravamento della crisi stessa a causa dell'assenza di interventi tempestivi.

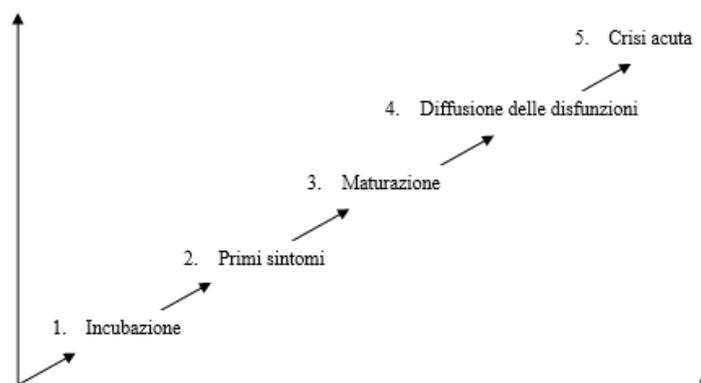
### *2.2.3. Le fasi della crisi d'impresa*

La crisi d'impresa, oltre a poter avere origini e cause anche molto diverse, può manifestarsi in stadi di gravità molto differenti. Tendenzialmente si ritiene che lo sviluppo della crisi possa assumere le caratteristiche di un processo a stadi. In particolare è possibile individuare cinque distinte fasi, di seguito illustrate:

1. **Incubazione:** in tale fase è possibile individuare un rallentamento del trend di crescita di fatturato/marginalità, si riconoscono fenomeni di inefficienza e si registrano risultati in pareggio, lievi tensioni finanziarie e assenza di erosione patrimoniale. I sintomi tipici di tale fase si riconducono, quindi, a squilibri di natura economico gestionale e la crisi risulta sicuramente ancora sanabile in quanto non si sono ancora prodotti effetti irreversibili. È riscontrabile un ostacolo connesso alla tempestiva individuazione della crisi stessa, connesso all'eventualità che i sintomi

possano non avere una manifestazione evidente (o possano essere compensati da punti di forza dell'impresa) e che possa esserci, da parte dell'imprenditore, un atteggiamento di "rifiuto psicologico";

2. **Primi sintomi:** in questa seconda fase non vengono rispettati gli obiettivi di bilancio previsti, l'indebitamento dell'impresa e/o i tassi applicati dalle banche tendono a crescere (seppur lievemente), è riscontrabile una crescita delle inefficienze, un peggioramento della liquidità e una marginalità decrescente. Gli squilibri venutisi a creare sono tali da rendere la crisi "manifesta";
3. **Maturazione:** i cali di redditività diventano consistenti, la possibilità di autofinanziamento risulta inesistente, vengono registrate perdite e crescite più sostenute dell'indebitamento mentre si manifestano problemi di circolante. L'equilibrio finanziario non risulta compromesso e, generalmente, la crisi può essere ancora bloccata attraverso interventi idonei;
4. **Diffusione delle disfunzioni:** in tale fase la crisi dell'impresa viene percepita fuori dalla stessa. Si generano una serie di effetti esterni quali la perdita di immagine, di clientela e di credibilità, nonché il ritiro degli affidamenti bancari. Si manifesta, inoltre, inadempienza verso fornitori ritenuti "non essenziali" mentre l'impresa perde potere contrattuale e si riducono, di conseguenza, le dilazioni di pagamento e la fiducia dei clienti. I flussi di cassa diventano negativi, vi sono squilibri monetari e finanziari e una riduzione del patrimonio netto;
5. **Crisi acuta:** in quest'ultima fase l'impresa presenta uno squilibrio globale, una disfunzione generalizzata, un'insolvenza prolungata, il blocco dell'operatività, un patrimonio netto negativo e si trova in una generale situazione di dissesto.



### 2.3. La matrice di controllo e diagnosi preventiva

È possibile a questo punto costruire una matrice che permetta di associare i diversi fattori causali di crisi aziendali allo stadio di crisi di appartenenza.<sup>9</sup> Tale matrice può rivelarsi utile, oltre a una maggiore comprensione dell'argomento trattato nel presente capitolo, nell'individuazione dello stato di crisi dell'azienda ricordando tuttavia che:

- la compilazione della matrice è caratterizzata da discrezionalità e soggettività: si rende necessario conoscere in maniera adeguata i fattori quantitativi e qualitativi dell'impresa e del settore di appartenenza;
- alcuni valori sono soggetti a "relatività": ogni diversa tipologia di azienda/settore presenta dei valori (indici) caratteristici del proprio mercato;
- la valutazione deve basarsi su una prospettiva ampia e va integrata alla luce delle risultanze dell'analisi andamentale (CR e andam. interno).

**Tabella 2.1** Illustrazione della matrice di controllo e diagnosi preventiva

	Incubazione	Primi sintomi	Maturazione	Diffusione delle disfunzioni	Crisi acuta
<b>Fattori non misurabili</b>					
Business Model non coerente	X	X			
Inefficienze diffuse			X	X	
Mancata programmazione degli obiettivi		X	X		
Blocco dell'operatività				X	X
Perdita di forza contrattuale			X	X	
Perdita di fiducia dei clienti				X	X
Crisi percepita all'esterno				X	X

<sup>9</sup> Capizzi (2012).

**Tabella 2.1** Illustrazione della matrice di controllo e diagnosi preventiva (continua)

	Incubazione	Primi sintomi	Maturazione	Diffusione delle disfunzioni	Crisi acuta
<b>Fattori misurabili</b>					
Peggioramento della leva operativa		X	X		
Riduzione del fatturato (minori quantità vendute)		X	X		
Diminuzione dell'EBITDA	X	X			
Diminuzione degli OCF			X	X	
Diminuzione del margine di contribuzione			X	X	
Crescita indebitamento		X	X		
Flussi di cassa negativi				X	X
Insolvenza					X
Perdita di competitività		X	X		
Rigidità operativa	X	X			
Decadimento dei prodotti			X	X	
Inefficienza		X	X		
Squilibri finanziari			X	X	
Lieve diminuzione del ROI e/o del ROE	X	X			
Marcata diminuzione del ROI e/o del ROE			X	X	

#### 2.4. *Le soluzioni alle crisi d'impresa*

Dalla tipologia di crisi, dalle cause e dallo stadio di gravità derivano conseguenze sulla possibilità e sulla volontà dell'imprenditore di ricercare soluzioni diverse, alternative alla classica procedura fallimentare.

Esistono due diverse tipologie di soluzione alla crisi d'impresa: giudiziale e stragiudiziale. La scelta dell'alternativa più idonea al caso in questione deve basarsi sui costi diretti e indiretti della crisi, nonché sul contesto normativo di riferimento.

Nella maggior parte dei Paesi è possibile individuare due diverse tipologie di regolamentazione della crisi d'impresa:

- i. procedure con intento liquidatorio;

ii. procedure volte alla continuità aziendale, eventualmente sotto il controllo del giudice.

Nel prossimo capitolo sono analizzate le caratteristiche fondamentali e gli ambiti di applicazione delle principali soluzioni alla crisi d'impresa.

## Capitolo 3

# **Valutazione comparativa delle procedure di soluzione della crisi d'impresa**

### *3.1. Introduzione*

I precedenti capitoli hanno illustrato il contesto di riferimento della trattazione, rendendo chiara la crescente rilevanza che ha caratterizzato le procedure di soluzione della crisi d'impresa negli ultimi anni.

Obiettivo principale del presente capitolo è quello di fornire una rappresentazione chiara e completa delle diverse alternative esistenti e riconosciute dall'ordinamento nazionale al fine di tutelare gli interesse dei creditori di un'impresa che si trovi nella condizione di non poter far fronte al regolare adempimento delle proprie obbligazioni contrattuali.

Come si vedrà, peraltro, non è indifferente il tipo di crisi, ossia la sua natura di evento temporaneo e reversibile piuttosto che strutturale e irreversibile, ai fini della concreta possibilità di ricorso ai diversi istituti giuridici disponibili.

Il filo narrativo dell'intero capitolo è imperniato sulla fondamentale distinzione tra le diverse soluzioni possibili in due macro-categorie: da un lato, le procedure che prevedono la possibilità della sopravvivenza dell'impresa debitrice secondo condizioni di economicità nel medio/lungo periodo – le cosiddette “procedure in continuità” – e, dall'altro lato, le soluzioni – le cosiddette “procedure liquidatorie” – che prevedono il soddisfacimento degli interessi dei terzi aventi diritto attraverso l'interruzione dell'attività aziendale e la liquidazione del patrimonio di asset del debitore.

Vale subito la pena ribadire come, in primo luogo, l'approccio utilizzato sarà solo parzialmente giuridico, privilegiando piuttosto un'impostazione squisitamente pragmatica, volta ad assumere la prospettiva dell'imprenditore e del professionista chiamato ad elaborare congiuntamente al top management aziendale un piano di *restructuring*, qualora possibile, finalizzato alla ricomposizione della crisi aziendale che ha portato ad una data situazione di insolvenza, ancorché non ancora accertata

giudizialmente. In secondo luogo, si farà riferimento ad un approccio comparatista che consenta di confrontare chiaramente i pro e i contro dal punto di vista dell'imprenditore di ogni procedura, così da evidenziarne chiaramente ambiti di utilizzo, costi e tempistiche di implementazione.

Sebbene il presente capitolo presenti un'analisi anche delle procedure liquidatorie, occorre evidenziare che il focus è costituito dalle procedure in continuità che, di fatto, rappresentano la principale discontinuità introdotta nel nostro ordinamento con la riforma del diritto fallimentare, consentendo dunque di porre in essere soluzioni di tutela dei creditori coerenti anche con la salvaguardia del tessuto imprenditoriale e sociale nazionale, così profondamente segnato dal quadro macroeconomico in essere a partire dalla crisi globale innescatasi nel 2008 con l'instabilità dei mercati finanziari e il fallimento di Lehman Brothers.

### *3.2. Classificazione degli istituti giuridici a tutela dei creditori in relazione a finalità e presupposti di applicazione*

Al fine di individuare il ventaglio delle alternative e degli strumenti disponibili per garantire ai creditori la tutela delle loro ragioni in caso di insolvenza del debitore, non si può prescindere dalla disamina del quadro normativo di riferimento, costituito dal Regio Decreto n. 267 del 16 marzo 1942 (c.d. Legge Fallimentare). Dopo oltre 60 anni di quasi totale assenza di interventi normativi, tale testo è stato oggetto di rilevanti modifiche nell'ambito del processo di riforma fallimentare il quale, iniziato con il D.L. 35/2005, è proseguito con il D.Lgs. 5/2006 e il D.Lgs. 169/2007, risultando ulteriormente integrato dai D.L. 78/2010, D.L. 83/2012, D.L. 179/2012 e D.L. 69/2013.

Nella sua prima versione, la Legge Fallimentare risultava fondata sull'antica tradizione punitiva del reato anche economico e sulla visione prettamente patrimonialista di tutela del ceto creditorio, individuando come obiettivi primari la condanna dell'imprenditore insolvente e la soddisfazione dei creditori attraverso i flussi monetari derivanti, di fatto, dalla liquidazione delle attività aziendali. È pur vero che, contrariamente a ciò che talvolta si sente affermare, la prospettiva di continuità aziendale rappresentava già una possibilità per il Legislatore del 1942: gli istituti del concordato preventivo (art. 167 L.F.), dell'amministrazione controllata (artt. 187 e 188 L.F., ora abrogati), del fallimento (art. 90 L.F., attuale art. 104 L.F.) e della liquidazione coatta amministrativa

(art. 206 L.F.) prevedevano, infatti, la possibilità della continuazione dell'esercizio di un'impresa insolvente al fine di preservarne i relativi valori. Ciononostante, tale possibilità poteva essere facilmente interrotta o addirittura impedita dai creditori, rendendo, di fatto, possibile, per l'impresa in crisi, accedere esclusivamente a procedure concorsuali di carattere liquidatorio. Inoltre, va rilevato come la decisione di mancata interruzione dell'attività aziendale non era fondata su una rigorosa valutazione in merito alla sussistenza dei presupposti economico-finanziari della continuità aziendale, ossia sull'accertamento – certificato peraltro da esperti indipendenti – delle reali prospettive strategiche, competitive, reddituali e finanziarie nel medio - lungo periodo, tali da consentire la possibilità all'impresa di sopravvivere secondo condizioni di economicità. Conseguentemente, la liquidazione del patrimonio e la disgregazione dell'impresa si ponevano, in buona sostanza, come unici strumenti di regolamentazione del fenomeno dell'insolvenza, intesa come l'incapacità da parte dell'imprenditore di soddisfare con regolarità le proprie obbligazioni.<sup>10</sup>

Tale impianto normativo si è dimostrato col tempo troppo rigido e inadeguato alle nuove necessità delle imprese italiane, rendendo, dunque, opportuna l'implementazione della riforma fallimentare.<sup>11</sup> A tal fine, a partire dal già citato D.L. 35/2005, il Legislatore è intervenuto introducendo nuove tipologie di strumenti a carattere prevalentemente negoziale e modificando quelli già esistenti. L'orientamento perseguito si presentava maggiormente privatistico e finalizzato a una maggior flessibilità e tempestività della gestione della crisi aziendale, garantendo, insieme alla soddisfazione dei terzi aventi diritto, il recupero dell'impresa e della sua capacità di generare flussi reddituali e monetari nel medio – lungo periodo, peraltro superiori a quelli ottenibili attraverso lo scioglimento e la liquidazione delle attività aziendali. Ciò attraverso l'introduzione nell'ordinamento di istituti giuridici mutuati da altri ordinamenti anche e soprattutto, come si vedrà nel successivo paragrafo 3.3.1, per la loro scarsa efficacia qualora implementati come soluzioni stragiudiziali atipiche (c.d. *workout*).<sup>12</sup>

In pratica, in seguito alla riforma fallimentare e ai successivi decreti integrativi, la crisi d'impresa pone oggi debitori e creditori di fronte a una serie di alternative, distinte principalmente in base all'obiettivo perseguito, che si tratti di continuità aziendale o di finalità liquidatoria.

---

<sup>10</sup> Art. 5 R.D. 267/1942, c.d. Legge Fallimentare.

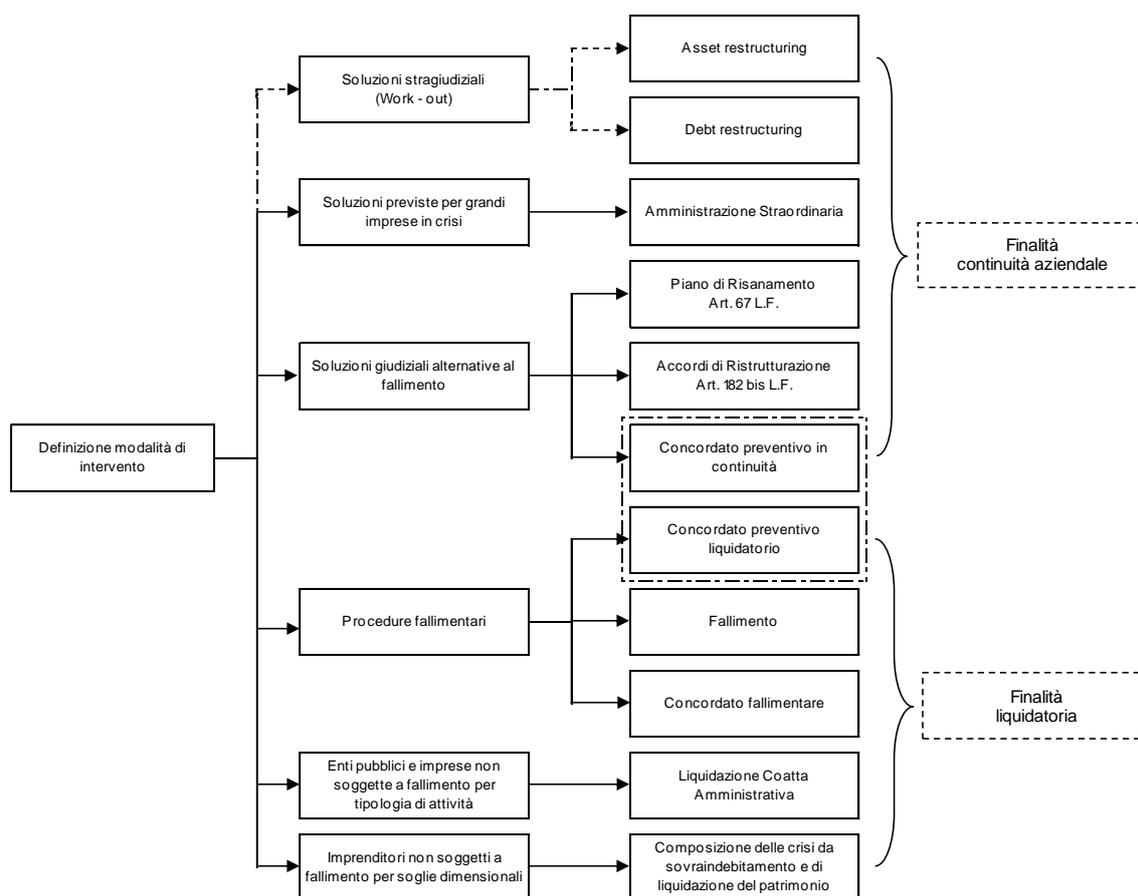
<sup>11</sup> Bonfatti, Censoni (2011).

<sup>12</sup> Piseddu (2011).

In particolare, ha senso l'assunzione di provvedimenti volti alla continuità aziendale in un contesto di crisi reversibile e temporanea, caratterizzato da una carenza di liquidità e da effettive possibilità di salvataggio dell'impresa. Al contrario, la finalità liquidatoria rappresenta la scelta ottimale in un contesto di crisi permanente e con un'impresa di maggior valore più "morta che viva". Ciò avverrà qualora il valore recuperabile in un contesto liquidatorio risultasse superiore al *going concern value*, individuato quale valore economico dell'impresa dopo la ristrutturazione, al netto dei costi sostenuti nel processo di ristrutturazione.<sup>13</sup>

La figura seguente illustra la ripartizione per finalità delle procedure di soluzione e gestione della crisi d'impresa.

**Figura 3.1 Classificazione delle procedure di soluzione della crisi d'impresa per finalità**



Fonte: adattamento da Capizzi, Chiesi (2013)

<sup>13</sup> Zanotti, in Forestieri (2011).

Nei successivi paragrafi si avrà modo di approfondire le principali caratteristiche delle procedure illustrate graficamente. Nel dettaglio si provvederà innanzitutto a prendere in esame le procedure finalizzate alla continuità aziendale e, in seguito, quelle con intento liquidatorio.

### 3.3. Procedure con finalità di continuità aziendale

Nel presente paragrafo saranno esaminate *in primis* le soluzioni stragiudiziali e la procedura di amministrazione straordinaria. Successivamente si provvederà all'individuazione delle principali caratteristiche delle procedure introdotte dal Legislatore con la riforma fallimentare: il piano di risanamento ex art. 67 L.F., l'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F. e il concordato preventivo in continuità ex artt. 160 e ss L.F..

Infine si avrà modo di sviluppare una valutazione comparativa tra queste ultime procedure, individuandone le differenze ed evidenziandone i principali vantaggi e svantaggi per l'imprenditore.

#### 3.3.1. Soluzioni stragiudiziali (*work-out*)

In seguito alla emersione e conclamazione di uno stato di crisi nella quale l'impresa evidenzia la propria difficoltà a garantire il regolare adempimento delle proprie obbligazioni contrattuali, pur non essendo in dubbio la prospettiva della continuità aziendale, i creditori e i debitori si trovano nella posizione di decidere se intraprendere procedure giudiziali (espressamente previste e normate dalla Legge Fallimentare) o stragiudiziali (solitamente definite nella prassi e nella letteratura internazionale con il termine di *work-out*).

Il confronto tra le due tipologie individuate avviene, in genere, sulla base della valutazione dei costi diretti e indiretti della crisi: spesso, infatti, le soluzioni stragiudiziali sono da preferirsi, in quanto più veloci e meno onerose, oltre che maggiormente compatibili con processi di profonda ristrutturazione del modello di business e dell'assetto strutturale e organizzativo aziendale. Inoltre, intraprendere una procedura stragiudiziale porta alla possibilità di beneficiare di una maggiore libertà di contenuti (derivante dalla mancanza di regole di procedura esplicite nella normativa), di una maggiore riservatezza e confidenzialità, dell'assenza di formalità e controlli da

parte dell'autorità giudiziaria e della possibilità di favorire l'ingresso di nuovi investitori, nonché di prevedere molteplici soluzioni negoziali e contrattuali per il raggiungimento di accordi privatistici con i creditori.

Allo stesso modo, l'assenza dell'aspetto giudiziale della procedura comporta l'esistenza di rilevanti svantaggi:<sup>14</sup> gli accordi stragiudiziali non sono opponibili a terzi in caso di una successiva fase giudiziale, vincolano solo i soggetti stipulanti, non prevedono la possibilità di transazioni fiscali o previdenziali, nonché l'esenzione dalla revocatoria fallimentare e dalle varie ipotesi di bancarotta in un eventuale successivo fallimento della società. Inoltre, essi espongono l'impresa a azioni esecutive e cautelari da parte dei creditori e comportano il sostenimento di tutti i costi di gestione della procedura da parte del debitore. A tal riguardo si evidenzia che una delle intenzioni del Legislatore attraverso l'implementazione del D.L. 35/2005 è stata sviluppare una normativa di riferimento anche per le soluzioni stragiudiziali, ispirata al Chapter 11 del Bankruptcy Code statunitense (sinteticamente illustrato al successivo paragrafo), ampliando le modalità di risoluzione stragiudiziale e/o concordata della crisi e ponendole al riparo dal rischio di revocatoria fallimentare in caso di insuccesso, mantenendo dunque intatti i vantaggi e cercando di limitarne gli svantaggi.

In un contesto di crisi avanzata, ma ancora reversibile, è necessario avviare al più presto un processo di risanamento (*turnaround*), fondato soprattutto sulla possibilità di ricreare prospettive di generazioni di flussi finanziari derivanti dallo svolgimento delle attività aziendali; ciò implica, in prima approssimazione, la necessità di valutare politiche di rifocalizzazione del *core business* per il recupero di competitività e politiche di riorganizzazione dei processi operativi e di ottimizzazione dei costi per il recupero dell'efficienza.

Ai fini di evidenziare chiaramente il processo di design e implementazione di un *workout*, è possibile scomporre la procedura in oggetto nelle seguenti cinque fasi tipiche: i) nomina dell'advisor; ii) primi interventi iniziali; iii) predisposizione del piano di risanamento; iv) ricerca del quorum di adesione tra i creditori; v) ristrutturazione dei contratti creditizi e implementazione del piano.

La prima fase, dunque, prevede la nomina del professionista o del team di advisor che supporterà l'azienda nell'intero processo di risanamento. Va subito precisato come,

---

<sup>14</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

sebbene da un punto di vista formale la nomina sia di competenza dell'azienda in crisi, nella pratica il punto di vista dei debitori, e soprattutto quello degli istituti creditizi con le esposizioni più rilevanti, sia decisivo ai fini della scelta, la quale è spesso preceduta da incontri e consultazioni ufficiose con i professionisti del ceto bancario preposti alla gestione delle posizioni debitorie patologiche. In questo modo, è possibile coinvolgere un advisor credibilmente in possesso di alcuni fondamentali requisiti, come indipendenza, esperienza, legittimazione, reputazione e rapidità d'azione. Affiancato al management societario, ed in particolare in stretto coordinamento con un *temporary manager*<sup>15</sup> normalmente inserito nel consiglio di amministrazione con l'assunzione della delega specifica alla ristrutturazione del debito e alla negoziazione con i creditori e/o i loro legali rappresentanti, il suo compito principale consiste nell'introdurre in azienda una forte discontinuità aziendale sostanziata, da un lato, nei primissimi interventi iniziali di cui alla fase successiva e, dall'altro lato, nella predisposizione del piano di risanamento da presentare ai creditori ai fini dell'approvazione. In questa fase, fondamentale è la legittimazione, l'esperienza e l'indipendenza dell'advisor nella individuazione corretta delle cause e delle responsabilità della crisi, in modo da poter successivamente formulare e proporre interventi precisi di ristrutturazione aziendale e caratterizzati da forte credibilità verso i creditori.

La seconda fase delle soluzioni stragiudiziali è inerente gli interventi iniziali, solitamente mirati all'arresto della vera e propria "emorragia monetaria" in cui si trova l'impresa in crisi. In un simile contesto, risulta fondamentale il fattore temporale e la capacità di agire rapidamente per il recupero della liquidità mentre è in fase di ideazione il piano di risanamento di cui alla fase successiva. Per tale ragione, il controllo e la gestione della tesoreria rappresenta di solito la prima area di lavoro del team di professionisti interni ed esterni all'azienda dedicato alla gestione della crisi. Anche ai fini dell'ottimizzazione della gestione della tesoreria, tra i primi interventi aziendali rientrano politiche di gestione del capitale circolante anche piuttosto aggressive, volte a monetizzare rapidamente le scorte in magazzino e a proporre a clienti e fornitori variazioni nei termini di pagamento tali da razionalizzare e ridurre i flussi di cassa usciti riconducibili al *working capital* aziendale. Sempre nell'ottica della gestione dei flussi monetari in uscita, si possono prevedere blocchi agli investimenti in capitale immobilizzato e strategie di razionalizzazione della capacità produttiva, con eventuale

---

<sup>15</sup> Per un approfondimento sul ruolo di tale figura si rimanda al capitolo 4.

chiusura di alcune linee produttive, anche in ottica di temporanea rifocalizzazione del modello di business societario. Forte attenzione, infine, è data al recupero immediato dell'efficienza operativa attraverso opportune politiche di contenimento dei costi discrezionali (spese di rappresentanza, consulenze, acquisto di beni di consumo) e di razionalizzazione della forza lavoro (blocco del turnover e incentivazione della flessibilità in uscita).

La terza fase consiste nell'implementazione del piano di risanamento (o *turnaround plan*), costituito da due parti fortemente correlate: il piano industriale e il piano finanziario (o "manovra finanziaria").

Il piano industriale è comprensivo delle azioni strategiche e strutturali da intraprendere per il ritorno alla redditività e, dunque, di operazioni di *asset restructuring* (ristrutturazione dell'attivo), di riposizionamento strategico, di interventi gestionali e volti al recupero della liquidità necessaria al soddisfacimento degli interessi dei creditori. Nel dettaglio, le principali manovre da intraprendere nel ristrutturare le attività risultano essere le dismissioni e le razionalizzazioni, finalizzate a migliorare i margini di profitto. Le dismissioni sono disinvestimenti volti a smobilizzare parte del capitale investito al fine di utilizzare i cash flow così generati per compiere nuovi investimenti e/o ridurre l'indebitamento. Esse possono riguardare cespiti non strumentali o intere aree strategiche d'affari, obbligando l'advisor e il team interno di gestione della crisi a definire in breve tempo cosa cedere e cosa conservare, decidendo in base alle aree strategiche in cui l'impresa risulta attiva, alle sinergie generabili dai legami tra le varie aree e alle tempistiche di realizzo attese. Le razionalizzazioni, al contrario, possono tradursi in operazioni di spin-off, riorientamento strategico, razionalizzazione e smobilizzo del portafoglio crediti, ristrutturazione del magazzino e delle politiche di approvvigionamento.

Il piano finanziario, viceversa, prevede la ristrutturazione e il consolidamento delle fonti di finanziamento della società attraverso operazioni di *debt restructuring* o ristrutturazione dei debiti finanziari (consolidamento delle scadenze, rinegoziazione dei tassi, ridefinizione dei piani di ammortamento, variazione dei contratti di finanziamento, stralci, conversioni di capitale di debito in capitale di rischio, ecc.) , l'ottenimento di nuova finanza (attraverso ricapitalizzazioni, finanziamenti-ponte bancari e nuovi affidamenti) e la definizione di idonee clausole contrattuali (*covenant*) finalizzati alla mitigazione del rischio e alla predisposizione di meccanismi di monitoraggio da parte

dei creditori. E' chiaro che, con riferimento al capitale di debito, data la scarsa convenienza all'investimento in aziende in crisi da parte di nuovi istituti bancari, risulta decisiva l'interazione con il ceto bancario, che deve essere convinto circa la bontà e credibilità della dinamica dei flussi di cassa generati dal piano industriale. Con riferimento al capitale di rischio, la compagine societaria post restructuring potrebbe prevedere sia la presenza come azionisti di alcune banche, che potrebbero aver accettato alla conversione di parte del capitale di debito in capitale di rischio, sia la presenza di nuovi azionisti, tra cui i c.d. fondi chiusi di turnaround, ossia investitori istituzionali specificamente focalizzati su aziende in situazioni di distress finanziario da rivitalizzare attraverso l'implementazione di opportune e condivise strategie di risanamento.

La quarta fase prevede la ricerca e l'ottenimento dell'approvazione del piano di risanamento da parte dei creditori. Normalmente, la ricerca del consenso implica il soddisfacimento di 2 "quorum" tra i creditori: il quorum di adesione, raggiunto in caso di approvazione di almeno il 90% del complesso dei creditori in essere, e il quorum di efficacia, raggiunto in caso di parere positivo sul totale della nuova finanza necessaria per il sostegno dell'intervento di risanamento. È chiaro che i suddetti quorum sono elevati in ragione del carattere privatistico e stragiudiziale della procedura in essere, che dunque implica la necessità del pressoché integrale consenso dei terzi aventi diritto al piano di risanamento, anche per evitare successivamente all'avvio della procedura l'apertura di procedimenti giudiziari da parte di creditori insoddisfatti, verso i quali non potrebbero essere fatti valere gli effetti della procedura in oggetto, a differenza di quanto, si vedrà, previsto per le procedure tipiche inserite nel nostro ordinamento con la riforma del diritto fallimentare.

In caso di esito positivo della negoziazione con i creditori e, dunque, di approvazione del piano di risanamento, la fase successiva, la quinta, consiste nel perfezionamento dell'operazione attraverso la ridefinizione dei contratti finanziari necessaria alla ristrutturazione del debito in essere e al reperimento di nuova finanza (sia a titolo di capitale di debito sia di capitale di rischio) da inserire in azienda finalizzata alla vera e propria implementazione del piano. Va specificato che la nuova finanza serve sia al soddisfacimento degli interessi dei creditori nella misura e secondo le modalità definite nella manovra finanziaria, sia alla effettuazione degli investimenti in capitale circolante e capitale fisso fisiologici per una azienda in condizioni di continuità e necessariamente previsti nel piano di risanamento.

In conclusione, ribadendo gli elementi di criticità caratterizzanti le procedure stragiudiziali non esplicitamente disciplinate dal nostro ordinamento, sembra opportuno segnalare come ulteriore profilo di debolezza dei workout la lunghezza nei tempi di delibera (anche 6/12 mesi) da parte degli istituti di credito e di successiva stipula dei contratti di ristrutturazione dei debiti, che, come si vedrà nel successivo capitolo 11, in caso di molteplicità di banche affidatarie implica la stipula di apposite convenzioni interbancarie. Ciò non agevola una rapida e tempestiva conclusione della procedura, e può anzi portare ad un aggravamento dello stato di tensione finanziaria e crisi aziendale, con la conseguenza della perdita del presupposto della continuità aziendale, anche in virtù dell'assenza di quei meccanismi protettivi, previsti invece dalle procedure giudiziali nel prosieguo descritte, sui beni dell'azienda e sugli atti, pagamenti e garanzie concessi dai creditori aderenti al piano in funzione ed in esecuzione del piano di risanamento medesimo.

#### *3.3.1.1. Le soluzioni stragiudiziali nell'ordinamento USA: il Chapter Eleven*

Nel processo di riforma fallimentare, in particolare nell'introduzione degli istituti giuridici del piano di risanamento attestato ex art. 67 L.F., co. 3, lett. d), degli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182bis L.F. e, soprattutto, nelle modifiche del concordato preventivo ex art. 160 e ss. L.F., il Legislatore italiano ha saputo trarre vantaggio e spunto dall'esperienza statunitense e, in particolare, dal contenuto del Bankruptcy Code, l'equivalente della Legge Fallimentare italiana.

In termini essenziali, nel contesto statunitense, un imprenditore incapace di soddisfare i propri creditori può optare per una procedura ex Chapter 7 o ex Chapter 11 del Bankruptcy Code.

Con la procedura espressa nel Chapter 7, equivalente al fallimento previsto dalla legge italiana, l'impresa è portata alla cessazione della propria attività e alla conseguente liquidazione dei beni al fine del soddisfacimento, parziale o totale, dei creditori.

Il Chapter 11, al contrario, rappresenta una procedura di natura prevalentemente negoziale, finalizzata non solo alla soddisfazione dei creditori ma anche al risanamento dell'impresa e alla continuità aziendale. In questo caso l'imprenditore mantiene il possesso di tutti i suoi beni risultando, tuttavia, sottoposto al controllo e alla giurisdizione dell'autorità giudiziaria. Con l'ingresso nel Chapter 11 tutte le azioni

esecutive intraprese dai creditori risultano interrotte e risulta necessaria l'impostazione e la stesura di un piano di risanamento proposto dalla società. Il contenuto del piano è lasciato all'iniziativa dell'imprenditore e può prevedere il soddisfacimento parziale o integrale dei creditori, eventualmente suddivisi in classi. Esso dovrà quindi essere, previa approvazione da parte della maggioranza dei creditori, valutato dall'autorità giudiziaria ai fini dell'omologazione. In caso di opposizioni è compito del Tribunale accertare che il debitore sia in buona fede e che il piano sia effettivamente attuabile, nonché idoneo a garantire la miglior soddisfazione possibile dei creditori. In caso di approvazione e ottenimento dell'omologazione la procedura risulta chiusa e il debitore "discharged", ovvero liberato dei propri debiti antecedenti. In caso contrario è intrapresa la procedura di liquidazione secondo il Chapter 7 del Bankruptcy Code.

### 3.3.2. *Amministrazione straordinaria*

L'amministrazione straordinaria è una procedura concorsuale riservata alle grandi imprese in crisi. Tale procedura fu introdotta con la Legge n. 95 del 3 aprile 1979 (c.d. Legge Prodi) al fine di evitare una possibile catena di fallimenti che avrebbe condizionato negativamente l'intero sistema economico e sociale italiano. La Legge Prodi aveva come proprio obiettivo il salvataggio dal fallimento delle imprese di maggiori dimensioni e di maggior interesse per l'economia italiana, al fine di ricollocare l'attività sul mercato piuttosto che provvedere al soddisfacimento dei creditori attraverso la mera liquidazione, evitando la dispersione del patrimonio della società e salvaguardando l'occupazione. A differenza delle altre procedure concorsuali anteriori alla riforma del diritto fallimentare (quali il fallimento e la liquidazione coatta amministrativa) l'amministrazione straordinaria è dunque finalizzata alla continuità dell'attività aziendale, secondo le modalità e i tempi (uno o due anni) previsti dalla legge, attraverso l'affidamento della gestione a un commissario straordinario nominato dall'autorità amministrativa e supportato da aiuti statali di varia tipologia.

Su sollecitazione europea per il rispetto del principio concorrenziale di non assistenza statale alle imprese, la procedura individuata venne abrogata nel 1999 dallo stesso Prodi (allora Presidente del Consiglio dei Ministri), attraverso l'approvazione del D. Lgs. 270/1999 (c.d. Prodi bis). Negli anni successivi nuovi interventi hanno apportato modifiche e integrato la disciplina di riferimento, al fine di adattare la procedura alle

specificità delle situazioni di difficoltà sorte in grandi gruppi italiani: in occasione della crisi Parmalat, è dunque intervenuto il D.L. 119/2005 (c.d. decreto Marzano), modificato successivamente dal D.L. 119/2004 e dal D.L. 22/2005; in seguito alla crisi di Alitalia furono elaborati, invece, il D.L. 134/2008 e il D.L. 40/2010 a cui seguì, successivamente, il D.L. 70/2011.

A oggi, sul fronte applicativo, è possibile individuare due discipline di riferimento, differenti in base alle caratteristiche delle società coinvolte:

1. il D. Lgs. Prodi Bis, rivolto a società di grandi dimensioni (almeno 200 dipendenti) e molto indebitate (totale dei debiti non inferiore ai 2/3 sia del totale dell'attivo dello stato patrimoniale sia dei ricavi dell'ultimo esercizio) prevede l'accesso alla procedura dell'amministrazione straordinaria solo in seguito a una fase giudiziale di osservazione, volta a confermare, anche attraverso l'intervento di uno o più commissari giudiziali nominati dal Tribunale, l'esistenza di concrete prospettive di risanamento in assenza delle quali si provvederà alla dichiarazione di fallimento. In seguito alla nomina ministeriale di un commissario straordinario, questo sarà dedito alla gestione dell'impresa e alla predisposizione ed esecuzione di un programma di risanamento. Il commissario può esercitare le azioni revocatorie in caso di un programma di cessione dei complessi aziendali (e non di ristrutturazione) e i creditori perdono l'esercizio delle azioni esecutive individuali;
2. la Legge Marzano, rivolta a imprese di ancora maggiori dimensioni (almeno 500 dipendenti) e con almeno € 300 m di debiti, prevede in ogni caso il tentativo di ristrutturazione economico finanziaria della società, senza la previa verifica dell'esistenza di concrete prospettive di recupero, come evidenziato, al contrario, nell'ambito del decreto Prodi Bis. In questo contesto il commissario straordinario, di nomina ministeriale, è dotato di amplissimi poteri di gestione, incluse le possibilità di predisporre un programma di ristrutturazione, di esercitare le azioni revocatorie contro gli atti dannosi per i creditori compiute dall'imprenditore prima dell'ammissione alla procedura e di proporre al ceto creditorio un concordato per la chiusura della procedura. Quest'ultimo strumento, utilizzato per la prima volta proprio in occasione del crac Parmalat, è caratterizzato da una grande flessibilità di contenuto, potendo prevedere la soddisfazione dei creditori attraverso qualsiasi

forma tecnica o giuridica, inclusa l'attribuzione di azioni o quote della società agli stessi creditori, trasformando, di fatto, il debito in equity.<sup>16</sup>

Dal 1979 la procedura di amministrazione straordinaria ha interessato circa 1.000 imprese italiane, appartenenti a oltre 150 gruppi, permettendo la ricollocazione di circa 150.000 lavoratori.<sup>17</sup>

### 3.3.3. *Il piano di risanamento attestato ex art. 67 L.F.*

Il piano di risanamento attestato ex art. 67 co. 3 lett d) L.F., introdotto attraverso il D.L. 35/2005 (c.d. Decreto per la competitività) rappresenta un esempio di procedura in continuità completamente stragiudiziale. L'applicazione di tale istituto giuridico, finalizzato a premiare l'imprenditore che tempestivamente riconosce uno stato embrionale di crisi d'azienda, consente di escludere dalla revocatoria gli atti, i pagamenti e le garanzie effettuate *“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”*,<sup>18</sup> tutelando in tal modo i soggetti che hanno confidato nel successo dell'operazione di salvataggio aziendale. Inoltre, in considerazione delle novità normative introdotte dal D.L. 78/2010 e recepite all'art. 217 bis L.F., finalizzate a incentivare l'utilizzo dei nuovi istituti giuridici introdotti nell'ambito della riforma fallimentare, risultano esenti dai reati di bancarotta semplice e preferenziale le operazioni effettuate in esecuzione di un piano di risanamento attestato ex art. 67 L.F..<sup>19</sup>

L'applicazione della procedura ex art. 67 L.F. presuppone il soddisfacimento di determinati presupposti di applicabilità. Innanzitutto, al pari delle altre opportunità offerte dalla Legge Fallimentare, il piano di risanamento è una soluzione fruibile soltanto dagli imprenditori commerciali *“fallibili”* e non piccoli (*presupposto soggettivo*), come definiti dall'art.1 L.F.. Conseguentemente alle modifiche apportate dal D.Lgs 5/2006 e dal D.Lgs. 169/2007, finalizzate a ridurre il numero di soggetti

---

<sup>16</sup> Castagnola, Sacchi (2006).

<sup>17</sup> Fonte: Ministero dello Sviluppo Economico.

<sup>18</sup> Art. 67 L.F., *“Atti a titolo oneroso, pagamenti, garanzie”*, comma 3, lett d), in seguito al D. L. 35/2005.

<sup>19</sup> Art. 217 bis L.F., *“Esenzioni dai reati di bancarotta”*, introdotto dal D.L. 78/2010 e modificato dal D.L. 179/2012.

assoggettabili alle procedure di diritto fallimentare e a risolvere i dubbi e le incertezze sollevate dalla dottrina in merito alla figura del “piccolo imprenditore”, tale articolo precisa che non sono soggetti alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo gli imprenditori commerciali che *“dimostrino il possesso congiunto dei seguenti requisiti: a) aver avuto, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito della istanza di fallimento o dall’inizio dell’attività se di durata inferiore, un attivo patrimoniale di ammontare complessivo annuo non superiore ad euro trecentomila; b) aver realizzato, in qualunque modo risulti, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell’istanza di fallimento o dall’inizio dell’attività se di durata inferiore, ricavi lordi per un ammontare complessivo annuo non superiore ad euro duecentomila; c) avere un ammontare di debiti anche non scaduti non superiore ad euro cinquecentomila”*.<sup>20</sup>

Sebbene non sia espresso esplicitamente dalla normativa, è possibile evincere un ulteriore presupposto di ammissibilità, rappresentato dalla sussistenza di uno stato di crisi temporaneo e reversibile o, come è stato definito dalla dottrina, di un dissesto meno conclamato rispetto alla vera e propria insolvenza (*presupposto oggettivo*). E’ solo il caso di precisare che se la crisi aziendale non è tale da far ragionevolmente e credibilmente presupporre il requisito della reversibilità e, anzi, il piano ha unicamente lo scopo di spostare in avanti nel tempo la crisi, i creditori che aderiscono al piano e concedono la finanza necessaria all’implementazione dello stesso possono incorrere nel reato di concessione abusiva di credito, con i correlati risvolti in ambito civile e penale.

La pubblicità, necessaria e obbligatoria in altre procedure, non rappresenta invece un requisito imprescindibile per la produzione di effetti successivi al completamento della procedura; l’assenza di un obbligo stringente di pubblicità, anzi, costituisce un elemento di ricorso preferenziale a tale procedura per l’imprenditore e/o il management dell’impresa in crisi, spesso legittimamente preoccupati delle ricadute negative a livello commerciale presso clienti, committenti e fornitori della diffusione della notizia circa lo stato di crisi e il ricorso a un istituto giuridico disciplinato dalla normativa fallimentare. Il Legislatore, infatti, non richiede esplicitamente che il piano di risanamento sia reso noto a terzi (compresi i creditori) e solo in caso di un’eventuale azione e successiva dichiarazione di fallimento con assoggettamento a revocatoria di uno degli atti che

---

<sup>20</sup> Art. 1 L.F., “Imprese soggette al fallimento e al concordato preventivo”, sostituito dall’art. 1 del D.Lgs. del 12 settembre 2007, n. 169.

hanno dato esecuzione al piano, lo stesso dovrà essere reso pubblico mediante l'inserimento nel Registro delle Imprese. Ciononostante, al fine di evitare che l'esistenza e la certezza della data di riferimento del piano di risanamento integrato dalla relazione di attestazione siano eccepiti ex post, nella prassi si è sviluppato l'orientamento a depositare il piano e la relazione di attestazione presso un notaio con firme autenticate o rendere pubblico tale documentazione mediante l'inserimento nel Registro delle Imprese. Non è, inoltre, da trascurare il ruolo della pubblicità in conseguenza alle modifiche della normativa fiscale apportate dai D.L. 83/2012 (c.d. Decreto Sviluppo) e 179/2012 (c.d. Decreto Sviluppo bis), finalizzati al miglioramento dell'efficienza dei procedimenti di soluzione della crisi e alla risoluzione delle criticità sollevate dalla dottrina: la richiesta da parte del debitore di pubblicare il piano di risanamento nel Registro delle imprese<sup>21</sup> rappresenta, oggi, un requisito necessario al fine di poter beneficiare dei vantaggi fiscali conseguenti alle modifiche apportate all'art. 88 comma 4 del Tuir, secondo il quale la riduzione dell'indebitamento (stralcio/rinuncia) eventualmente prevista dal piano *“non costituisce sopravvenienza attiva (grandezza che concorre alla formazione del reddito dell'esercizio e, dunque, fiscalmente tassabile) per la parte che eccede le perdite, pregresse e di periodo, di cui all'art. 84”*,<sup>22</sup> caratteristica prima prevista solo per concordato preventivo e fallimentare. Rimane invece argomento di discussione se le modifiche apportate dal D.L. 83/2012 all'art. 101 comma 5 del Tuir, relativo alla deduzione delle perdite subite dai creditori dell'impresa in crisi, siano applicabili in un contesto di piano di risanamento ex art. 67 L.F.. Tale procedura non risulta, infatti, esplicitamente riportata all'interno della norma (una disparità di trattamento che pare giustificata solo dall'assenza dell'intervento giudiziario volto a garantire l'effettiva sussistenza dei presupposti della rilevazione della perdita)<sup>23</sup>, sebbene sia possibile individuare in essa tutte le caratteristiche ritenute teoricamente necessarie seguendo l'impostazione indicata dalla Corte di Cassazione e dall'Agenzia delle Entrate.<sup>24</sup> In considerazione degli elementi riportati, spetta all'imprenditore la decisione di procedere o meno alla pubblicazione del piano nel Registro delle Imprese, in considerazione dei vantaggi e

---

<sup>21</sup> Possibilità introdotta dal D.L. 83/2012.

<sup>22</sup> Art. 88 D.P.R. 917/1986, “Sopravvenienze attive”, comma 4 come modificato dal D.L. 179/2012.

<sup>23</sup> Chirichigno et al (2013)

<sup>24</sup> Si vedano *ex multis* le sentenze Cass., 23 maggio 2002, n. 7555, in *Banca Dati BIG Suite*, IPSOA; Id., 20 novembre 2001, n. 14568, in *GT - Riv. giur. trib.* n. 9/2002, pag. 848, con commento di M. Beghin, e in *Banca Dati BIG Suite*, IPSOA; Id., 4 ottobre 2000, n. 13181, *ivi*.

degli svantaggi che potrebbero derivare dal rendere pubblico lo stato di difficoltà della propria azienda.

In considerazione dei presupposti individuati, una società in uno stato di crisi temporanea e reversibile e in possesso dei requisiti di cui all'art. 1 L.F. può, dunque, procedere all'elaborazione di un piano di risanamento ex art. 67 L.F.. Il contenuto di tale piano non è previsto esplicitamente dalla normativa ed è, dunque, lasciato all'imprenditore e ai suoi advisor, i quali possono riferirsi anche ai soli creditori indispensabili e strategici per il risanamento e il riequilibrio dell'azienda. Allo stesso modo, il piano di risanamento non è necessariamente da costituirsi sulla base di un accordo con i soli creditori essendo possibile estendere lo stesso a terzi estranei (quali, per esempio, nuovi investitori da coinvolgere nel capitale dell'impresa) o limitarlo unicamente ai soci (per esempio attraverso il conferimento di nuovi beni e/o finanziamenti da parte dei soci all'impresa in crisi).<sup>25</sup>

Il contenuto del piano di risanamento può essere tendenzialmente vario e atipico. Generalmente esso consiste nella redazione di un piano industriale e di un piano finanziario, in un orizzonte non superiore ai 3-5 anni,<sup>26</sup> finalizzati al superamento della crisi, al riequilibrio finanziario della società e inclusivi della dichiarazione delle azioni previste al fine del conseguimento di tali obiettivi. Nella prassi il piano di risanamento risulta essere costruito utilizzando le linee guida relative la redazione del *business plan*<sup>27</sup> e tendenzialmente strutturato in diverse sezioni riguardanti:

- i. l'individuazione delle caratteristiche principali della società in stato di crisi, inclusiva di un'analisi consistente nella descrizione dei principali elementi e aggregati numerici relativi alla performance storica aziendale e al piano industriale (conto economico, stato patrimoniale, rendiconto finanziario, current trading e portafoglio ordini), al fine di evidenziare la sostenibilità delle assunzioni e delle previsioni;
- ii. l'individuazione dei fattori alla base della crisi aziendale. A tale fine è possibile effettuare una distinzione tra fattori esterni alla società (quali crisi macroeconomica e/o di settore, cambiamenti normativi, instabilità politica, ecc.) e fattori interni, riconducibili, cioè, a scelte errate o caratteristiche interne alla società. Rientrano in

---

<sup>25</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

<sup>26</sup> Assonime (2010).

<sup>27</sup> Assonime (2010).

questa tipologia di fattori, per esempio, la gestione errata degli acquisti, del magazzino e, in generale, del capitale circolante netto (CCN), l'elevata incidenza dei costi fissi di struttura, nonché problemi connessi all'assetto produttivo e organizzativo e al management societario;

- iii. la descrizione delle strategie di rilancio e delle iniziative volte a realizzare il piano, avendo cura di effettuare un'attenta distinzione tra le azioni strategiche già implementate e da implementare. A tal riguardo, le iniziative prevedibili dal piano possono essere molto varie, purché volte al conseguimento degli obiettivi attesi. Per garantire il riequilibrio della situazione economica possono, per esempio, essere contemplate la dismissione di beni strumentali non essenziali, la dismissione di Aree Strategiche di Affari (ASA) no core, operazioni di modifica della struttura societaria o del gruppo di appartenenza (e.g. fusioni o acquisizioni infragrupo), l'adozione di politiche di contenimento e ottimizzazione dei costi aziendali e del costo del personale. Al contrario, per il risanamento dell'esposizione debitoria le principali iniziative che il piano può prevedere risultano essere la ricapitalizzazione (ovvero l'apporto di patrimonio netto da parte dei soci, preesistenti o nuovi), il consolidamento dei debiti inteso come l'impegno da parte dei creditori a non richiederne il pagamento prima di un termine stabilito, la conversione dei crediti in capitale di rischio, la contrazione dei tassi di interesse sui finanziamenti bancari, l'erogazione di nuove risorse finanziarie mediante la conversione dei debiti da breve a medio lungo termine, l'estinzione di una quota dei debiti attraverso la *Datio in solutum*<sup>28</sup> e il pagamento in percentuale di una parte o della totalità dei debiti, in base alla disponibilità dei creditori stessi;
- iv. la descrizione delle assunzioni alla base del piano di risanamento e dei capisaldi cardine della strategia di sviluppo, nonché della metodologia usata per la costruzione del piano;
- v. un prospetto di corporate governance con chiara esplicitazione dell'evoluzione attesa e del ruolo attribuito ai creditori nel controllo della gestione della società;
- vi. una sezione conclusiva, inclusiva di una valutazione comparata del risanamento e delle ipotesi alternative di cessione e liquidazione, al fine di comprovare come la continuità dell'impresa rappresenti la scelta ottimale per il ceto creditorio. Inoltre è

---

<sup>28</sup> Art. 1197 c.c., "Prestazione in luogo dell'adempimento".

prassi che il piano contenga un'analisi di sensitività integrata, volta a illustrare l'evoluzione attesa in scenari alternativi sia “*worst case*” sia “*best case*” e l'impatto atteso in termini di redditività operativa (EBITDA), Capitale circolante netto, Posizione finanziaria netta bancaria (PFN), rapporto di leverage D/E, PFN bancaria/EBITDA e EBITDA/Oneri finanziari netti, al fine di verificare l'effettiva tenuta delle grandezze esaminate all'interno dei diversi scenari.

Le sezioni così individuate devono essere sviluppate in un adeguato grado di dettaglio quantitativo e qualitativo, volto a evidenziare le effettive capacità del piano di riequilibrare la situazione finanziaria e di risanare l'esposizione debitoria dell'impresa in crisi. Inoltre, devono essere previste la rimozione delle cause della crisi, requisito fondamentale per il ripristino delle condizioni di normalità della società e di un rapporto equilibrato tra costi e ricavi, e l'avvio di iniziative volte sia alla riduzione dell'esposizione debitoria sia ad un processo di risanamento che incida sull'azienda nel suo complesso.<sup>29</sup> Infine, il piano deve presentare caratteristiche di ragionevolezza che, come previsto dall'art 67 L.F., saranno oggetto di formale attestazione da parte di un esperto indipendente.<sup>30</sup>

La ragionevolezza del piano rappresenta un elemento di fondamentale importanza per i creditori e, in particolare, per il ceto bancario. La partecipazione di una banca a un'operazione di salvataggio d'impresa può comportare, infatti, il rischio di responsabilità per “concessione abusiva di credito”. Ciò avverrebbe nel caso la banca concedesse un finanziamento (*ex novo* o attraverso il “mantenimento” del credito) a un'impresa insolvente con la consapevolezza o la colpevole ignoranza del dissesto di tale impresa e con il risultato di procrastinare l'emersione dello stato di insolvenza e l'apertura di una procedura concorsuale.<sup>31</sup> Per escludere la responsabilità della banca occorre che vi siano ragionevoli prospettive di risanamento, che la situazione di crisi sia reversibile e che l'intervento bancario sia comunque supportato da un piano di risanamento credibile sul piano sia produttivo sia finanziario.<sup>32</sup> In particolare occorre che la banca abbia effettuato in autonomia una diligente valutazione delle prospettive di risanamento, eventualmente rivelatesi infondate successivamente e in maniera

---

<sup>29</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

<sup>30</sup> Per maggiori informazioni sul contenuto dell'attestazione e sulle caratteristiche dell'attestatore si rimanda al capitolo 4 della presente trattazione.

<sup>31</sup> Bonelli Erede Pappalardo Studio Legale (2009).

<sup>32</sup> Campolattaro (2004).

imprevedibile.<sup>33</sup> Inoltre, secondo la dottrina prevalente, la banca deve anche curarsi di monitorare l'attuazione del piano,<sup>34</sup> incorrendo nella responsabilità qualora *“la responsabilità (dell'esperto) non risulti attendibile e ciò non possa sfuggire a un operatore qualificato ovvero la situazione sia peggiore di quella “certificata” dall'esperto e la banca ne sia in qualche modo al corrente”*.<sup>35</sup>

Le tempistiche effettivamente necessarie alla redazione di un piano di risanamento in possesso delle caratteristiche riportate nel paragrafo e all'ottenimento dell'attestazione da parte del professionista, rappresentano il tempo necessario all'intera procedura ex art. 67 L.F.. In seguito all'ottenimento dell'attestazione, il piano potrà produrre effetti e gli accordi stipulati tra le parti acquisteranno efficacia secondo le consuete regole di diritto privato non coinvolgendo, dunque, soggetti estranei. Essendo la procedura oggetto di analisi completamente stragiudiziale può beneficiare dei vantaggi derivanti da questa caratteristica, in particolare con riferimento alle tempistiche ridotte e ai costi inferiori rispetto alle controparti giudiziali, derivanti in parte anche dalla partecipazione di un numero di soggetti a carico del debitore inferiore rispetto alle procedure giudiziali (advisor industriali, finanziari, legali e attestatore).

In conclusione, il piano di risanamento ex art. 67 L.F., conseguentemente all'esame della normativa e dei suoi elementi principali, si dimostra lo strumento più tempestivo e di rapida applicazione per l'imprenditore in crisi, maggiormente idoneo in un contesto di crisi moderata e, dunque, non irreversibile, caratterizzato da un numero ridotto di creditori (data la mancata tutela da azioni esecutive/cautelari da parte degli stessi). Inoltre devono essere presenti all'interno dell'azienda beni da cedere o da dare in garanzia e necessità di liquidità non troppo elevate poiché l'ottenimento di eventuale nuova finanza e/o finanza ponte (c.d. finanza interinale) potrebbe risultare altrimenti difficoltoso per l'assenza di norme relative alla prededucibilità dei finanziamenti in un contesto di procedura ex art. 67 L.F., come invece si vedrà nelle procedure giudiziali illustrate nei due paragrafi successivi.

---

<sup>33</sup> Ambrosini (2008).

<sup>34</sup> Esposito (2005).

<sup>35</sup> Ambrosini (2008).

### 3.3.4. *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F.*

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F. rappresentano un'ulteriore procedura giudiziale in continuità disciplinata dalla Legge Fallimentare. Introdotto con il D.L. 35/2005, tale istituto risulta volto a ridurre l'esposizione debitoria dell'*imprenditore in stato di crisi*<sup>36</sup> e a favorire il superamento della crisi d'impresa attraverso la conclusione di un accordo tra il debitore e creditori rappresentanti una quota pari o superiore al 60% dei crediti complessivi. Tale accordo deve essere opportunamente attestato nella sua attuabilità da parte di un esperto indipendente e sottoposto al controllo e omologazione da parte dell'autorità giudiziaria, nonché idoneo ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei ossia non aderenti alla procedura in esame.

In base al citato articolo, ai fini della ammissibilità e della omologazione dell'accordo, deve essere presentata apposita domanda solo dal debitore in possesso delle caratteristiche previste, allegando la documentazione prevista dall'art. 161 L.F.. In particolare, si evidenzia la necessità di presentare un piano di risanamento, costruito su un orizzonte di 3/5 anni, che indichi le modalità e le ipotesi di intervento alla base del piano, i tempi di adempimento della proposta, le fonti informative utilizzate per la sua predisposizione, le metodologie utilizzate per l'elaborazione quantitativa nonché l'effettiva idoneità dell'accordo a garantire un pieno soddisfacimento dei creditori esterni. Come evidenziato per la procedura ex art. 67 L.F., anche in questo contesto il contenuto del piano è lasciato alla decisione dell'imprenditore e degli eventuali advisor, non essendone contenuti e struttura esplicitamente tipizzati. Tuttavia, in considerazione delle proprietà della procedura, del dettato normativo e degli orientamenti giurisprudenziali, il contenuto del piano dovrebbe essere meno strutturalmente meno ampi e funzionalmente meno esteso di quello di cui alla procedura ex art. 67, dovendosi focalizzare essenzialmente sulla ristrutturazione della esposizione debitoria e dovendo dimostrare che il superamento della crisi è possibile essenzialmente mediante l'utilizzazione delle risorse finanziarie liberate e/o risparmiate per effetto della manovra

---

<sup>36</sup> Come individuato dall'art 182 bis L.F. conseguentemente alle modifiche del D.Lgs 169/2007. Secondo il Tribunale di Udine (22 giugno 2007) l'insolvenza può essere considerata quale "stato di crisi", prevedendo dunque per il debitore la possibilità di proporre un accordo di ristrutturazione dei debiti al fine di evitare la dichiarazione di fallimento o con finalità liquidatorie. Con riferimento al livello minimo di difficoltà dell'impresa necessario per la qualifica di "crisi", la dottrina rimane divisa. La dottrina maggioritaria individua come requisito una qualsiasi situazione di crisi, anche nella possibilità che nessun inadempimento delle obbligazioni del debitore sia ancora in atto ma si preannunci una condizione di difficoltà (Bonfatti, Censoni (2011)).

finanziaria concordata con i creditori aderenti.<sup>37</sup> In altri termini, il piano industriale – che pure non può essere ignorato dal ceto creditorio – rappresenta un presupposto ai fini della credibilità degli impegni assunti in sede di negoziazione della manovra finanziaria, piuttosto che l’oggetto stesso dell’accordo.

La necessità di omologazione da parte del Tribunale rappresenta un forte elemento giudiziale che rende la procedura una forma “ibrida”, in possesso, cioè, di caratteristiche sia giudiziali che stragiudiziali. Nel dettaglio è possibile individuare tre fasi principali:<sup>38</sup>

- i. una prima *fase stragiudiziale*, di natura prevalentemente negoziale e di tipo privatistico<sup>39</sup>, ove il debitore, dopo aver individuato lo stato di crisi, negozia la propria situazione debitoria con i principali creditori, pianifica accordi per la ristrutturazione con partner, creditori e banche (operazioni di asset e financial restructuring), richiede eventualmente la protezione temporanea dalle azioni esecutive dei creditori ed elabora il piano e la documentazione di supporto;
- ii. una *fase giudiziale*, che prevede l’attestazione dell’esperto indipendente<sup>40</sup>, la pubblicazione dell’accordo presso il Registro delle Imprese e la conseguente omologa del Tribunale (o il rifiuto della stessa).;
- iii. una seconda *fase stragiudiziale*, consistente nell’esecuzione dell’accordo omologato dal Tribunale senza la necessità di incaricare alcun organo giuridico dedito al controllo della correttezza e della regolarità degli atti eseguiti dall’impresa debitrice; tale attività di monitoraggio, in realtà, è normalmente prevista nel contratto di ristrutturazione dei debiti e affidata ad un advisor nell’ambito di un apposito mandato di *loan agency*.<sup>41</sup> In caso di successivo fallimento, la normativa prevede un meccanismo di protezione delle attività svolte durante questa fase: in particolare si individuano i) per effetto dell’art. 67 L.F., terzo comma, lett e), l’esenzione da revocatoria per atti, pagamenti e garanzie poste in essere in esecuzione dell’accordo nel caso questo sia stato omologato dal Tribunale<sup>42</sup> e ii) l’esenzione da reati di

---

<sup>37</sup> Castiello d’Antonio (2010).

<sup>38</sup> Bonfatti, Censoni (2011).

<sup>39</sup> Cass. 4 settembre 2009, n. 19214, App. Torino 7 maggio 2010; Lo Cascio, Jorio, Ambrosini, Inzitari.

<sup>40</sup> Si rimanda al capitolo 4 del presente documento per un approfondimento sulla figura e sul ruolo dell’attestatore.

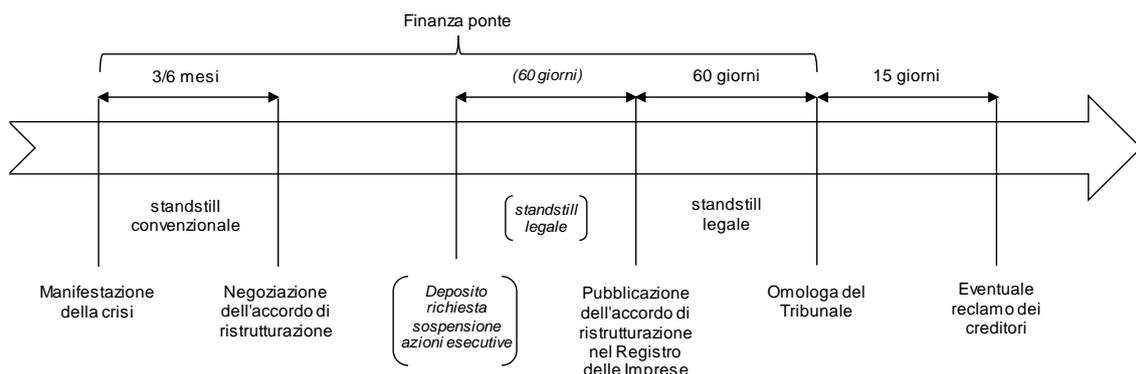
<sup>41</sup> Si rimanda al capitolo 4 del presente documento per un approfondimento sulla figura e sul ruolo del Loan agent.

<sup>42</sup> Art. 67, comma 3, e) L.F., comma introdotto dal D.L. 35/2005. Articolo successivamente modificato dal D.Lgs. 169/2007 e dal D.L. 83/2012.

bancarotta preferenziale e semplice per i pagamenti e le operazioni compiuti in esecuzione di un piano di risanamento ex art. 67 L.F..<sup>43</sup>

In considerazione delle fasi così individuate, si procede, nel proseguo del paragrafo, a illustrare i principali avvenimenti e le tempistiche della procedura oggetto di analisi, nonché a esaminare le principali caratteristiche a essa riconducibili.

**Figura 3.2 Tempistiche della procedura di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F.**



Fonte: Capizzi, Chiesi (2013)

(facoltativi)

Come illustrato, la manifestazione della crisi d'azienda rappresenta il punto d'inizio della negoziazione dell'accordo di ristrutturazione. Nel periodo necessario alle trattative e alla redazione del piano di risanamento da allegare alla presentazione della domanda di omologazione è prassi l'individuazione di una fase di *standstill* convenzionale<sup>44</sup> (o "interlocutorio"), basata anche sull'ausilio di accordi di moratoria (o *standstill agreement*) e *pacta de non petendo*, ossia pattuizioni in forza delle quali i creditori si impegnano a non richiedere al debitore il soddisfacimento del credito prima di un certo periodo di tempo o del verificarsi di un determinato evento. Nell'ambito delle trattative che precedono la stipula dell'accordo di ristrutturazione, il debitore può effettuare una proposta di transazione fiscale, istituto che consiste nella possibilità, da parte del debitore, di proporre il pagamento parziale o anche dilazionato dei tributi amministrati dalle agenzie fiscali e dei relativi accessori, nonché dei contributi amministrati dagli enti gestori di forme di previdenza e assistenza obbligatorie e dei relativi accessori.<sup>45</sup>

<sup>43</sup> Art. 217 bis L.F., "Esenzioni dai reati di bancarotta", introdotto dal D.L. 78/2010 e modificato dal D.L. 79/2012.

<sup>44</sup> Capizzi (2012).

<sup>45</sup> Art. 182 ter LF., "Transazione fiscale", introdotto dal D.Lgs. 5/2006 e modificato successivamente dal D.Lgs. 169/2007, dal D.L. 185/2008 e dal D.L. 78/2010.

Una volta terminata la fase negoziale e preparata la documentazione necessaria, l'accordo diviene efficace in seguito alla sua pubblicazione sul Registro delle Imprese. A tal riguardo, il D.Lgs. 169/2007 ha introdotto la disposizione secondo la quale *“dalla data di pubblicazione e per sessanta giorni i creditori per titolo e causa anteriori a tale data non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore”*. In seguito all'intervento normativo D.L. 78/2010, tale “protezione” del patrimonio del debitore (c.d. standstill legale o *automatic stay*), può essere anticipata alla fase precedente, *“e prima della formalizzazione dell'accordo”*,<sup>46</sup> attraverso il deposito presso il Tribunale di una proposta di accordo corredata da una dichiarazione dell'esistenza di trattative con creditori rappresentanti almeno il 60% dei crediti e da una dichiarazione del professionista circa l'idoneità della proposta ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei. L'istanza di sospensione è dunque pubblicata nel Registro delle Imprese ed è compito del Tribunale disporre con decreto motivato il divieto di iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive.<sup>47</sup> Entro 30 giorni dalla pubblicazione dell'accordo, i creditori e ogni altro interessato possono proporre opposizione. Il Tribunale, decise le opposizioni, procede all'omologazione dell'accordo in camera di consiglio con decreto motivato o al rifiuto della stessa qualora ritenga non vi siano i presupposti necessari o che la documentazione presentata sia insufficiente.<sup>48</sup> Il decreto di omologazione (o di rifiuto) del Tribunale è successivamente pubblicato sul Registro delle Imprese ed è reclamabile alla Corte di Appello entro 15 giorni dalla sua pubblicazione. L'omologazione rende l'accordo vincolante per i creditori aderenti, i quali non possono intraprendere azioni esecutive se non in caso di inadempimento dell'accordo da parte del debitore, e produce l'effetto dell'esenzione da revocatoria di tutti gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del piano, nel caso di successivo fallimento.<sup>49</sup> La normativa prevede l'integrale soddisfacimento dei creditori estranei (entro 120 giorni dall'omologazione per i debiti scaduti ed entro 120 dalla scadenza per quelli non scaduti)<sup>50</sup>, i quali possono continuare o intraprendere azioni

---

<sup>46</sup> Art. 182 bis, comma 6, L.F. “Accordi di ristrutturazione dei debiti”, successivamente alle modifiche apportate dal D.L. 78/2010.

<sup>47</sup> Art. 182 bis L.F., “Accordo di ristrutturazione dei debiti”.

<sup>48</sup> Il deposito della domanda di omologazione comporta, in conseguenza all'introduzione dell'art. 186 sexies L.F. da parte del D.L. 83/2012, la sospensione delle norme civilistiche sull'obbligo di riduzione del capitale sociale e sullo scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale.

<sup>49</sup> Art. 67, comma 3, e) L.F.

<sup>50</sup> Art. 182 bis L.F., I comma, come modificato dal D.L. 83/2012. In precedenza la normativa non prevedeva alcuna precisa tempistica e la dottrina prevalente riteneva corretto un pagamento immediatamente successivo all'omologazione.

esecutive individuali nei confronti del debitore e rimangono liberi di presentare domanda di fallimento qualora non abbiano ricevuto regolare pagamento. A tale fattispecie, che un'analisi superficiale potrebbe considerare una forte criticità della procedura oggetto di analisi, consegue il forte vantaggio legato a una minore probabilità di future istanze di fallimento, riconducibile all'integrale soddisfacimento dei creditori estranei all'accordo.

Ricollegandosi alla figura 3.2 sopra riportata, al suo interno è evidenziata la tematica della cosiddetta finanza "ponte" (o finanza "interinale") che, finalizzata a fornire liquidità alla continuazione dell'attività ordinaria, è stata oggetto di alcune delle modifiche più rilevanti all'interno dei recenti interventi normativi. Innanzitutto si evidenzia l'introduzione, da parte del D.L. 78/2010, dell'art. 182 quater L.F., finalizzato ad agevolare la concessione di finanza ponte, di nuova finanza e di finanziamenti da parte dei soci all'impresa in crisi prevedendone la prededucibilità ex art. 111 L.F., beneficio, tuttavia, subordinato alla presentazione dell'accordo di ristrutturazione ex art. 182 bis L.F., alla specifica disposizione della prededuzione nel provvedimento con cui il Tribunale provvede all'omologazione e limitato all'80% del valore complessivo con riferimento ai finanziamenti da soci. Ciononostante, uno studio eseguito da Assonime all'indomani della riforma del 2010 ha evidenziato come gli accordi di ristrutturazione fossero *"scarsamente utilizzati sia per l'assenza di misure fiscali di favore, sia per la difficoltà dell'imprenditore di accedere a nuovi finanziamenti necessari durante la fase delle trattative con i creditori e della fase di esecuzione dell'accordo"*,<sup>51</sup> evidenziando, dunque, il perdurare delle criticità connesse al reperimento dei finanziamenti necessari alla continuità d'impresa. Il Legislatore, recependo le nuove indicazioni, ha provveduto, attraverso il D.L. 83/2012, all'introduzione dell'art. 182 quinquies L.F., inerente la possibilità per il debitore che abbia depositato una domanda di omologa di un accordo di ristrutturazione dei debiti di essere autorizzato dal Tribunale a contrarre finanziamenti prededucibili se un professionista designato dal debitore e in possesso dei requisiti ex art. 67 L.F., verificato il complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa siano all'omologazione, attesta che tali finanziamenti sono funzionali a un miglior

---

<sup>51</sup> Assonime (2012).

soddisfacimento dei creditori. A tal riguardo, il Tribunale può autorizzare il debitore a concedere pegno o ipoteca a garanzia dei finanziamenti richiesti.<sup>52</sup>

Al fine di incentivare l'utilizzo della procedura ex art. 182 bis L.F., lo stesso D.L. 83/2012 ha provveduto a integrare e migliorare anche la disciplina fiscale ad essa inerente. Conseguentemente, come per il piano di risanamento ex art. 67 L.F., anche negli accordi di ristrutturazione valgono le modifiche apportate all'art. 88 comma 4 del Tuir, secondo il quale la riduzione dei debiti (stralcio/rinuncia) dell'impresa non costituisce sopravvenienza attiva per la parte che eccede le perdite, pregresse e di periodo. Con esclusivo riferimento all'accordo di ristrutturazione dei debiti e al concordato preventivo, il D.L. 83/2012 ha provveduto inoltre a integrare l'art. 101, comma 5 del Tuir, in tema di deducibilità delle perdite su crediti per il creditore del debitore in crisi. Tale fattispecie rappresenta un incentivo per il ceto creditorio a favorire l'utilizzo dell'accordo di ristrutturazione ex art. 182 bis L.F..

In conclusione, dall'analisi della normativa e delle caratteristiche della procedura individuata, si può affermare che essa rappresenta uno strumento idoneo nell'eventualità di una crisi acuta, di carattere prevalentemente finanziario, sia reversibile sia irreversibile, potendo prevedere la costruzione di un piano sia in continuità sia liquidatorio e rappresentando, in tal senso, una valida alternativa all'istituto del concordato preventivo. La necessità del raggiungimento di un quorum del 60% rende meno complesso l'utilizzo di accordi di ristrutturazione dei debiti in un contesto caratterizzato da creditori in numero limitato e interessati a un esito positivo della fase negoziale. All'interno del ceto creditorio, la procedura ex art. 182 bis L.F. risulta tendenzialmente favorita dalle banche rispetto al piano di risanamento ex art. 67 L.F., principalmente in seguito a caratteristiche (quali la presenza di *standstill* legale, l'omologazione del Tribunale, la necessità del raggiungimento della quota del 60% e il soddisfacimento totale dei creditori estranei) alle quali consegue una diminuzione delle effettive possibilità di un successivo fallimento e, dunque, del conseguente rischio di incorrere in responsabilità per concessione abusiva del credito.<sup>53</sup>

---

<sup>52</sup> Art. 182 quinquies, comma 3, L.F., "Disposizioni in tema di finanziamento e di continuità aziendale nel concordato preventivo e negli accordi di ristrutturazione dei debiti", introdotto dal D.L. 83/2012.

<sup>53</sup> Bonelli Erede Pappalardo Studio Legale (2009).

### 3.3.5. *Il concordato preventivo in continuità*

L'istituto del concordato preventivo è stato introdotto nella normativa italiana nel 1903 e successivamente regolamentato dalla Legge Fallimentare dove, nella versione del R.D. 267/1942, rappresentava un “premio” per l'imprenditore “onesto ma sfortunato”.<sup>54</sup> L'assenza di condanne penali per l'imprenditore, la regolarità nella tenuta dei libri contabili e un giudizio positivo in merito alla possibilità dell'operatore economico di optare per tale procedura concorsuale rappresentavano i presupposti per l'imprenditore insolvente di continuare l'attività d'impresa e di non subire gli effetti negativi del fallimento. Nel contempo i creditori, pur sacrificando parte del proprio credito, avrebbero potuto beneficiare di un soddisfacimento in tempi più rapidi.

Il concordato preventivo ha subito rilevanti modifiche nell'ambito del processo di riforma fallimentare fino all'introduzione della possibilità, prevista dall'art. 186 bis L.F.,<sup>55</sup> di costituire una procedura di concordato in continuità. Nella vigenza della precedente normativa, infatti, la conservazione dei complessi aziendali in esercizio poteva avvenire esclusivamente in via “indiretta”, attraverso la formale cessione della proprietà da parte del debitore a un soggetto terzo. In seguito al Decreto Sviluppo, le nuove disposizioni hanno introdotto la possibilità di preservare la continuità aziendale sia in via “indiretta” sia in via “diretta”, consentendo allo stesso debitore di mantenere la proprietà dell'azienda e realizzarne il risanamento senza alcun atto di formale cessione.

Il presente paragrafo si pone come obiettivo la definizione delle principali caratteristiche dell'istituto del concordato preventivo, provvedendo, quando necessario, ad effettuare un particolare *focus* sulla procedura in continuità. A tal fine si provvederà innanzitutto all'individuazione dei caratteri generali e delle principali modalità della procedura, procedendo, dunque, nell'analisi dei requisiti necessari, delle fasi principali dell'istituto e presentando, in conclusione, i principali incentivi all'utilizzo di tale procedura.

In generale, il concordato preventivo, disciplinato dagli artt. 160 e seguenti L.F., è un accordo tra un imprenditore commerciale, in crisi o in insolvenza, e i suoi creditori in merito alle modalità con le quali dovranno essere gestite le obbligazioni pendenti.

---

<sup>54</sup> Lenoci (2010).

<sup>55</sup> Articolo aggiunto dall'art. 33 comma 1 lettera h), D.L. 83/2012, come modificata dalla legge di conversione 134/2012.

L'aggettivo "preventivo" deriva dalla possibilità di poter intraprendere tale tipologia di procedura prima della dichiarazione di fallimento, fattispecie che rappresenta la principale differenza rispetto al concordato fallimentare. Il concordato preventivo è una procedura giudiziale, essendo necessaria l'omologazione da parte dell'autorità giudiziaria e, nel dettaglio, del Tribunale del luogo ove si trova la sede principale della società. Esso è, inoltre, un concordato di massa: pur essendo necessaria l'approvazione di creditori rappresentanti la maggioranza dei crediti, esso produce effetti nei confronti di tutti i creditori anteriori al concordato, compresi quelli eventualmente dissenzienti.

I principali obiettivi perseguiti nell'applicazione dell'istituto in analisi risultano essere i) il soddisfacimento dell'interesse del debitore a ottenere una paralisi delle azioni esecutive nei suoi confronti conservando, nel frattempo, l'amministrazione e la disponibilità della propria impresa, ii) la tutela degli interessi dei creditori evitando una lunga e dispendiosa attività liquidatoria fallimentare, conseguendo il soddisfacimento delle proprie ragioni in tempi più ridotti e iii) la tutela dell'interesse pubblico a garantire la continuità dell'impresa in termini occupazionali e di contributo allo sviluppo del sistema economico.<sup>56</sup>

A oggi il concordato preventivo prevede due modalità:

1. la prima è quella del *concordato "ordinario"*, ove il debitore elabora un piano di concordato e deposita la proposta del piano e la documentazione richiesta dalla legge presso il Tribunale di competenza. A tal riguardo, la dottrina ha spesso rilevato la criticità connessa alla difficoltà per il debitore di predisporre il piano e la documentazione necessaria senza poter beneficiare della protezione, garantita solo successivamente alla presentazione della domanda di concordato fino all'omologazione, da azioni esecutive/cautelari promosse dai creditori e da ipoteche giudiziali iscritte nei 90 giorni antecedenti la pubblicazione, iniziative tutte idonee a compromettere il buon risultato del piano.<sup>57</sup> Anche l'inapplicabilità delle norme di Codice Civile inerenti la riduzione del capitale per perdite e sotto il minimo legale è efficace solo in seguito alla pubblicazione della domanda completa;
2. la seconda tipologia è quella del *concordato con riserva* (o "in bianco" o "preconcordato") che, introdotto dal Decreto Sviluppo, prevede la possibilità da parte del debitore di accedere alla procedura chiedendo al Tribunale la definizione di

---

<sup>56</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

<sup>57</sup> Panzani (2012).

un termine temporale (compreso tra 60 e 120 giorni, prorogabile di ulteriori 60 giorni) per l'elaborazione e la consegna della proposta, del piano e della documentazione necessaria, mantenendo, nel contempo, la possibilità di procedere, alla scadenza del termine, a una procedura di accordo di ristrutturazione dei debiti. L'utilizzo di tale tipologia di concordato permette di anticipare alla data di presentazione della domanda "con riserva" la protezione del patrimonio del debitore da azioni esecutive e cautelari da parte dei creditori, nonché l'inapplicabilità delle norme di Codice Civile inerenti la riduzione del capitale per perdite e sotto il minimo legale. Tale fattispecie ha favorito la diffusione di comportamenti "opportunistici" sull'utilizzo di tale istituto, utilizzato in maniera "distorta" come metodo dilatorio di uno stato di crisi inevitabile. Perciò il D.L. 69/2013 (c.d. Decreto del Fare), promosso dal governo Letta e a oggi ultimo intervento di modifica della Legge Fallimentare, è intervenuto al fine di evitare tali condotte abusive. Nel dettaglio, le modifiche introdotte dal decreto riguardano:

- la documentazione necessaria per presentare la domanda di concordato "in bianco", la quale deve includere, oltre a quanto previsto per il concordato ordinario e di seguito illustrato, gli ultimi tre bilanci di esercizio e l'elenco dettagliato dei creditori e dei debiti dell'imprenditore insolvente. Ciò al fine di garantire da subito una maggiore trasparenza dell'effettivo stato di salute dell'impresa;
- la nomina anticipata del commissario giudiziale, possibile subito dopo la pubblicazione della domanda di preconcordato e finalizzata a controllare se l'impresa in crisi si stia effettivamente attivando per la predisposizione del soddisfacimento dei creditori. Il commissario può esaminare le scritture contabili dell'impresa proponente e accertare la sussistenza di fatti che rendano la domanda eventualmente improcedibile, quali l'occultamento o la dissimulazione di attivo e atti in frode ai creditori. Qualora ciò si verificasse, in presenza di istanza del pubblico ministero o di uno o più creditori, potrà seguire la dichiarazione di fallimento del debitore;
- l'introduzione dell'obbligo di informativa periodica, previsto dall'art. 161, comma 8 L.F., da fornire durante la fase compresa tra il deposito della domanda di concordato "in bianco" e il decreto di ammissione al concordato preventivo, inerente la situazione finanziaria dell'impresa. Il mancato

adempimento di tale obbligo, nelle modalità espresse dalla legge, comporta l'improcedibilità della domanda.

Entrambe le modalità individuate presentano come requisiti principali la qualifica di attività commerciale e il superamento di almeno una delle soglie di fallibilità previste dalla normativa (*presupposto soggettivo*),<sup>58</sup> nonché l'individuazione di uno stato di crisi, comprensivo dell'insolvenza (*presupposto oggettivo*).<sup>59</sup> Il concordato in riserva richiede, inoltre, il soddisfacimento di un ulteriore requisito, introdotto al fine di evitare strumentalizzazioni e abusi del nuovo istituto: il debitore non deve, infatti, aver presentato, senza successo, domanda analoga di ammissione al concordato nei due anni precedenti.<sup>60</sup> Il Legislatore, a partire dalla riforma del 2005, ha provveduto a riformare l'istituto del concordato preventivo perseguendo una maggior flessibilità e facilità di utilizzo, abrogando, tra l'altro, le ulteriori condizioni che erano precedentemente previste dalla normativa per l'ammissione alla procedura.<sup>61</sup> Nonostante i numerosi interventi normativi intercorsi, il Legislatore a oggi non fornisce alcuna informazione esplicita sulla possibilità di applicare la disciplina del concordato a un gruppo di società; ciononostante, l'orientamento giurisprudenziale prevalente induce a ritenere che ciò sia sostanzialmente possibile quando tutte le società appartenenti al gruppo risultano in possesso dei requisiti previsti.<sup>62</sup>

La documentazione da allegare alla domanda è quella prevista dall'art. 161 L.F. e consiste, principalmente, in:

- un'aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società;
- uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con indicazione dei rispettivi crediti e di eventuali cause di prelazione;

---

<sup>58</sup> Art. 1 L.F., "Imprese soggette al fallimento e al concordato preventivo", modificato dal D.Lgs. 5/2006 e dal D.Lgs. 169/2007.

<sup>59</sup> Art. 160 L.F., 1 comma L.F., "Presupposti per l'ammissione alla procedura". Il concetto di "crisi" previsto dalla normativa non è mai ben esplicitato e a ciò è conseguita la diffusione di diverse opinioni tra la dottrina, rese ancora più complesse dalla decisione del Legislatore di definire, con la riforma del 2005, l'insolvenza come stato di crisi. Secondo la Commissione Trevisanato, incaricata della stesura del progetto legislativo per la riforma fallimentare, la crisi configurava "una situazione patrimoniale economica e finanziaria in cui si trova l'impresa, tale da determinare il rischio di insolvenza".

<sup>60</sup> Art. 161, comma 9, L.F., comma aggiunto dal D.L. 83/2012.

<sup>61</sup> Si veda, a tal riguardo, il testo storico dell'art. 160 L.F., "Condizioni per l'ammissione alla procedura".

<sup>62</sup> Trib. Roma 7 marzo 2011.

- l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore;
- il valore dei beni e i crediti particolari di eventuali soci illimitatamente responsabili;
- un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta.

In tema di piano è utile fare nuovamente riferimento alle indicazioni, già evidenziate nei paragrafi precedenti, fornite da Assonime in “Linee guida per il finanziamento alle imprese in crisi” nel 2010 e nel 2014. Il Legislatore, infatti, non presenta indicazioni particolari con riferimento al contenuto del piano, il quale rimane, dunque, a discrezione dell'imprenditore e può prevedere la ristrutturazione dei debiti, la gestione da parte di un commissario e la creazione di classi di creditori “*secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei*”, con conseguenti trattamenti differenziati tra gli appartenenti alle stesse dei tipi di creditori individuati. Con specifico riferimento al concordato in continuità, la giurisprudenza ha evidenziato come il debitore, in fase di redazione del piano, dovrebbe prevedere un arco temporale ragionevole, coerente con le effettive capacità di previsione;<sup>63</sup> inoltre, in questo caso, la normativa prevede la necessità di inserire nel piano anche un'indicazione analitica dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività d'impresa, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative coperture, nonché la relazione di un professionista che attesti come la continuità aziendale sia funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori. Allo stesso modo, il piano può prevedere una moratoria fino a un anno dall'omologazione per il pagamento dei creditori privilegiati salvo che sia prevista la liquidazione dei beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione.<sup>64</sup>

La documentazione illustrata e il piano devono essere accompagnati dalla relazione di un professionista indipendente, che ne attesti veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo.<sup>65</sup>

La fase preliminare del concordato, inclusiva dell'attività preparatoria del piano e della documentazione necessaria illustrata precedentemente, si conclude con la presentazione all'autorità giudiziaria di competenza della domanda di ammissione al concordato preventivo e la sua pubblicazione nel Registro delle Imprese. Dalla data della

---

<sup>63</sup> Trib. Monza 2 ottobre 2013

<sup>64</sup> Art. 186 bis L.F., “Concordato con continuità aziendale”, introdotto dal D.L. 83/2012.

<sup>65</sup> Si rimanda al capitolo 4 per maggiori informazioni sulla figura dell'attestatore.

pubblicazione del ricorso fino al momento dell'omologazione da parte del Tribunale, i creditori non possono iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore<sup>66</sup> (protezione valida dalla presentazione della domanda con riserva in un contesto di concordato). In tale fase, secondo la normativa, il debitore mantiene l'amministrazione dei propri beni (sebbene sotto la vigilanza del Commissario giudiziale)<sup>67</sup> e, in seguito al D.L. 83/2012, può anche richiedere al Tribunale l'autorizzazione di scioglimento e sospensione per 60 giorni dei contratti in corso, riconoscendo alla controparte un risarcimento del danno.<sup>68</sup> L'autonomia decisionale del debitore è limitata in considerazione degli atti di straordinaria amministrazione. Come riportato dall'art. 167 L.F., infatti, “(...) *gli atti eccedenti la ordinaria amministrazione, compiuti senza l'autorizzazione scritta del Giudice delegato sono inefficaci rispetto ai creditori anteriori al concordato*”, sebbene vi sia la possibilità, da parte del Tribunale, di stabilire un limite di valore al di sotto del quale non è dovuta tale autorizzazione.

In seguito alla presentazione della domanda di ammissione è possibile individuare altre quattro fasi principali all'interno della procedura di concordato: l'esame del Tribunale, l'approvazione da parte dei creditori, l'omologazione del Tribunale e la cessazione dello stato di crisi.

L'esame della documentazione presentata da parte del Tribunale si svolge in camera di consiglio in presenza del Pubblico Ministero e dei rappresentanti dell'impresa in crisi. Valutati i presupposti e i documenti presentati, l'autorità giudiziaria può rigettare la domanda se mancano i presupposti o la documentazione necessaria, dichiarando, su istanza del creditore o su richiesta del Pubblico Ministero, il fallimento della società. In caso contrario, il Tribunale ammette con decreto non soggetto a reclamo la procedura di concordato, procedendo dunque a nominare il Giudice di riferimento e il Commissario giudiziale, a ordinare la convocazione dei creditori e a comunicare la decisione al Registro delle Imprese. Inoltre, come previsto dall'art. 163 L.F., esso procede a determinare il termine, non superiore ai 15 giorni, entro il quale l'impresa in crisi dovrà depositare il 50% della somma che si presume necessaria per le spese dell'intera procedura.<sup>69</sup> Con specifico riferimento al concordato in continuità, l'ammissione al concordato non impedisce la continuazione di contratti pubblici e la partecipazione

---

<sup>66</sup> Art. 168 L.F., “Effetti della presentazione del ricorso”

<sup>67</sup> Art. 167 L.F., “Amministrazione dei beni durante la procedura”.

<sup>68</sup> Art. 169 bis L.F., “Contratti in corso di esecuzione”.

<sup>69</sup> A tal riguardo, si evidenzia che tale indicazione è il risultato delle modifiche apportate dal D.L. 35/2005 e, in seguito, dal D.Lgs. 169/2007.

dell'impresa a procedure di assegnazione di contratti pubblici se, in entrambi i casi, il debitore provvede a consegnare un'attestazione di un professionista che garantisca la conformità al piano e la ragionevole capacità di adempimento del contratto.<sup>70</sup>

La terza fase include la convocazione dei creditori da parte del Commissario giudiziale e la loro decisione sull'approvazione del concordato. Possono partecipare alla votazione i creditori chirografari (anche se non convocati), i coobbligati, i fideiussori dell'impresa in crisi e gli obbligati in via di regresso. I creditori privilegiati, per i quali il concordato preventivo in seguito al D.Lgs. 169/2007 può prevedere una soddisfazione anche parziale, non possono partecipare alla votazione a meno che non rinuncino a ogni diritto di prelazione. In questa fase, ciascun creditore ha la possibilità di contestare sia la proposta di concordato sia i crediti concorrenti e il concordato risulta approvato qualora riporti il voto favorevole dei creditori rappresentanti la maggioranza dei crediti ammessi al voto e, in caso di classi di creditori, delle classi previste.<sup>71</sup> Se il concordato non risulta approvato, la proposta è dichiarata inammissibile dal Giudice delegato e, su istanza del creditore o su richiesta del pubblico ministero, si procede alla dichiarazione del fallimento del debitore.

La quarta fase è di omologazione del concordato: il Tribunale, accertato l'esito positivo della votazione dei creditori, omologa con decreto motivato il concordato, procedendo, altrimenti, alla dichiarazione di fallimento. Il decreto di omologazione che, per legge, deve intervenire entro 6 mesi dalla presentazione del ricorso, prorogabile per una sola volta dal Tribunale per altri 60 giorni, è quindi pubblicato e comunicato al debitore e al commissario giudiziale, il quale provvede a darne notizia ai creditori.<sup>72</sup> In questa fase, se il concordato prevede la cessione di beni del debitore (circostanza possibile anche in un contesto di continuità), è prevista la nomina dei soggetti coinvolti nella successiva attività di liquidazione.<sup>73</sup> Il Commissario giudiziale è incaricato della vigilanza sull'esecuzione del concordato e comunica al Tribunale ogni fatto che può arrecare danno ai creditori, provvedendo, se necessario, alla promozione di azioni di responsabilità verso il debitore.

---

<sup>70</sup> Art. 186 bis L.F.

<sup>71</sup> Art. 177 L.F., "Maggioranza per l'approvazione del concordato", sostituito dal D.Lgs. 5/2006 e modificato dal D.Lgs. 169/2007. Lo stesso articolo prevede la possibilità, per i creditori privilegiati, di aver diritto al voto a patto che rinuncino al diritto di prelazione.

<sup>72</sup> Art. 180 L.F., "Giudizio di omologazione".

<sup>73</sup> Art. 182 L.F., "Provvedimenti in caso di cessione di beni"

La quinta e ultima fase, successiva all'esecuzione del concordato e all'effettuazione dei pagamenti previsti, vede la società in crisi riacquistare la propria libertà di esercizio e il riconoscimento della cessazione dello stato di crisi.

L'utilizzo della procedura di concordato preventivo risulta incentivato dalla possibilità di poter beneficiare di aspetti esplicitamente previsti dal Legislatore, quali:

- l'esenzione dalla revocatoria fallimentare, conseguentemente a quanto riportato nell'art. 67 L.F., degli atti, dei pagamenti e delle garanzie posti in essere in esecuzione del concordato preventivo;
- la prededucibilità dei crediti (nuova finanza, finanza ponte, finanziamenti dei soci): come già visto per la procedura ex art. 182 bis, anche per il concordato preventivo risultano valide le disposizioni previste dall'art. 182 quater L.F. che, introdotte dal D.L. 78/2010, prevedono la prededucibilità ex art. 111 L.F. per i crediti derivanti da finanziamenti in qualsiasi forma, inclusi quelli erogati in funzione della presentazione della domanda di ammissione alla procedura purché previsti dal piano e approvati dal giudice. Lo stesso principio può essere esteso ai finanziamenti effettuati dai soci nel limite dell'80% del loro ammontare. Inoltre, il D.L. 83/2012 ha introdotto la possibilità di chiedere al Tribunale autorizzazione a contrarre finanziamenti prededucibili anche garantiti da pegno o ipoteca. Tale richiesta può avvenire solo se un professionista terzo designato dal debitore attesta che tali finanziamenti sono funzionali al miglior soddisfacimento dei creditori;
- la possibilità di far proposta di transazione fiscale e previdenziale come prevista dall'art. 182 ter L.F.<sup>74</sup> e di beneficiare di vantaggi fiscali. In tal senso, il concordato preventivo si presenta più vantaggioso rispetto alle altre procedure in continuità precedentemente individuate: innanzitutto, pur risultando risultano valide le disposizioni dell'art. 88 comma 4 del Tuir, inerenti le sopravvenienze attive, non sono previste le limitazioni precedentemente individuate con riferimento alle procedure ex art. 67 L.F. e ex art. 182 bis L.F.; come per gli accordi di ristrutturazione dei debiti è valido l'art 101 comma 5 del Tuir inerente la deducibilità delle perdite su crediti; infine, con esclusivo riferimento al concordato

---

<sup>74</sup> A tal riguardo si evidenzia come la Cassazione abbia evidenziato che l'applicazione dell'istituto della transazione fiscale rappresenta una possibilità e non un obbligo (Cass, 4 novembre 2011 n. 22931 e 22932).

preventivo risultano valide le disposizioni dell'art. 86, comma 5 del Tuir, secondo il quale *“La cessione dei beni ai creditori in sede di concordato preventivo non costituisce realizzo delle plusvalenze e minusvalenze dei beni, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento”*.

In conclusione, l'analisi della normativa e delle caratteristiche dell'istituto del concordato preventivo permettono sicuramente di evidenziare come tale procedura sia adatta in un contesto di crisi grave o addirittura di insolvenza. In una prospettiva di continuità il concordato preventivo può vantare di una delle discipline fiscali più vantaggiose e della possibilità di anticipare la protezione da azioni esecutive e cautelari dei creditori al fine di preparare al meglio il piano di risanamento. Ciononostante tale istituto risente di un'elevata componente giudiziale con conseguenze rilevanti in termini sia di tempistiche sia di costi della procedura.

### 3.3.6. Valutazione comparativa delle procedure

Dopo aver esaminato nei paragrafi precedenti le principali procedure in continuità (piano di risanamento ex art. 67 L.F., accordo di ristrutturazione ex art. 182 bis L.F. e concordato preventivo ex artt. 160 e ss.) è possibile a questo punto della trattazione effettuare una valutazione comparativa, finalizzata a individuarne le principali differenze, i vantaggi e gli svantaggi e i contesti di applicazione.

La tabella di seguito riportata effettua un paragone tra le diverse procedure (colonne) in merito alle principali tematiche individuate (righe).

**Tabella 3.1 Confronto tra le procedure in continuità disciplinate dalla Legge Fallimentare**

	<b>Piano di risanamento ex art. 67 L.F.</b>	<b>Accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis L.F.</b>	<b>Concordato preventivo ex artt. 160 e ss L.F.</b>
<b>Avvio della procedura</b>	Iniziativa di natura privatistica lasciata all'imprenditore con la possibilità, da parte dello stesso, di richiedere la pubblicazione del piano nel Registro delle Imprese.	Il debitore deposita in Tribunale il ricorso, la richiesta di omologazione e la stessa documentazione prevista per il concordato preventivo, procedendo, dunque, alla pubblicazione dell'accordo. Il debitore può anticipare il deposito della proposta di accordo (preaccordo) e depositare in seguito l'accordo definitivo e la documentazione prevista.	Il debitore provvede a depositare in Tribunale il ricorso e i documenti previsti dall'art 161 L.F.. Il deposito del ricorso può essere anticipato attraverso l'utilizzo della proposta di concordato in bianco, presentando la documentazione prevista dal caso e procedendo in seguito al deposito del resto della documentazione o, in alternativa, alla conversione in richiesta di omologa di accordo di ristrutturazione.

<b>Presupposto oggettivo</b>	Crisi temporanea e reversibile con reali possibilità di garantire la continuità aziendale e il risanamento.	Tendenzialmente crisi temporanea e reversibile. Tuttavia, lo stato di crisi può anche comprendere l'insolvenza e ne consegue la possibilità di utilizzare la procedura al fine di evitare il fallimento o come strumento alternativo al concordato preventivo liquidatorio.	Crisi anche irreversibile, inclusiva di insolvenza. L'istituto della concordato preventivo in continuità presuppone la possibilità di garantire un miglior soddisfacimento dei creditori attraverso la continuità aziendale rispetto alla prospettiva liquidatoria, si dimostra quindi più idoneo in caso di crisi temporanea e reversibile.
<b>Caratteristiche del piano</b>	Sempre necessario e da costruirsi in una prospettiva di continuità. Il Legislatore lascia all'imprenditore le decisioni sulle caratteristiche e i contenuti del piano; ciononostante nella prassi si fa abitualmente ricorso alle linee guida fornite da Assonime.	Sempre necessario e focalizzato sulla manovra finanziaria e sull'indicazione delle modalità e delle tempistiche previste dall'accordo. Inoltre il piano deve prestare attenzione nel garantire il completo soddisfacimento dei creditori estranei.	Sempre necessario e costruito sia in una prospettiva di continuità. Il piano deve prevedere la prosecuzione dell'attività in modalità diretta o indiretta, può prevedere la liquidazione di beni non funzionali alla continuità, deve contenere analitica indicazione del prospetto di costi e ricavi attesi, delle risorse necessarie e delle coperture attese.
<b>Intervento del Tribunale</b>	Procedura stragiudiziale.	Procedura ibrida, il Tribunale interviene nella fase di omologazione dell'accordo.	Fase giudiziale con rilevante ruolo degli organi giudici coinvolti: Tribunale, Giudice delegato, Commissario giudiziale e eventuale liquidatore.
<b>Tempistiche</b>	Il tempo necessario alla preparazione del piano e all'ottenimento dell'attestazione del professionista.	Tempistiche soggette alla componente giudiziale (sebbene presente in misura ridotta) e alla fase preparatoria.	Durata massima prevista di 8 mesi, derivante dall'obbligo di emissione del decreto di omologa entro 6 mesi dalla presentazione del ricorso (prorogabile per altri due mesi)
<b>Decorrenza effetti</b>	Il piano produce effetti dall'ottenimento dell'attestazione del professionista. Può risultare importante la tematica dell'appostazione di data certa.	L'accordo è efficace dalla sua pubblicazione sul Registro delle Imprese, ciononostante l'omologazione rappresenta la condizione necessaria per l'esenzione da azione revocatoria ex art. 67 L.F.	Il concordato è efficace dalla pubblicazione del ricorso nel Registro delle Imprese.
<b>Perdita o riduzione del capitale</b>	In ogni caso operano le disposizioni del Codice Civile.	Dal deposito della domanda di omologa (o del preaccordo) non operano le disposizioni inerenti.	Dal deposito della domanda di concordato (anche in bianco) non operano le disposizioni inerenti.
<b>Esenzione da revocatoria</b>	Valida ex art. 67 L.F.	Valida ex art. 67 L.F.	Valida ex art. 67 L.F.
<b>Esenzione da reati fallimentari</b>	Valida ex art. 217 bis L.F.	Valida ex art. 217 bis L.F.	Valida ex art. 217 bis L.F.
<b>Blocco azioni creditori</b>	Non automatico. Deve essere oggetto di specifico accordo tra le parti nella fase negoziale.	Automatic stay dalla data di pubblicazione per 60 giorni o da richiesta precedente.	Automatico dalla pubblicazione nel Registro delle Imprese.
<b>Precedibilità dei crediti</b>	Assente	Espressamente prevista per crediti da finanziamenti in esecuzione dell'accordo (finanza ponte, nuova finanza e finanziamenti erogati dai soci, quest'ultimi nei limiti dell'80% del loro valore).	Espressamente prevista per crediti da finanziamenti in esecuzione dell'accordo (finanza ponte, nuova finanza e finanziamenti erogati dai soci, quest'ultimi nei limiti dell'80% del loro valore).
<b>Transazione fiscale ex art. 182 ter L.F.</b>	Non utilizzabile	Utilizzabile sia per tributi fiscali che previdenziali.	Utilizzabile sia per tributi fiscali che previdenziali.

<b>Vantaggi fiscali</b>	Presenti solo per il debitore (detassazione parziale, nei limiti delle perdite fiscali pregresse e di periodo, per le sopravvenienze attive da riduzione dei debiti, previa pubblicazione del piano nel Registro delle Imprese)	Sia per il debitore (detassazione parziale, nei limiti delle perdite fiscali pregresse e di periodo, per le sopravvenienze attive da riduzione dei debiti, previa omologazione) sia per il creditore (facoltà di deduzione della perdita su crediti immediata alla data di omologazione).	Sia per il debitore (detassazione totale per le sopravvenienze attive da riduzione di debiti e delle plusvalenze da cessioni di beni) sia per il creditore (facoltà di deduzione della perdita su crediti immediata, alla data del decreto di ammissione al concordato).
-------------------------	---	---	--

Una volta comprese le diverse caratteristiche e le differenze esistenti tra i diversi istituti è possibile effettuare un confronto in termini di vantaggi e svantaggi nell'ottica di un imprenditore in crisi che si trovasse a dover individuare la procedura più adatta alle proprie esigenze tra quelle illustrate fino ad ora e tutte caratterizzate dalla comune caratteristica della salvaguardia della continuità aziendale.

Sebbene gli svantaggi di una procedura costituiscano in gran parte altrettanti vantaggi della procedura alternativa, l'approccio seguito è quello di focalizzarsi su ogni procedura evidenziandone i benefici e i costi rispetto alle soluzioni alternative, anche se ciò inevitabilmente produce la generazione di duplicazioni nelle argomentazioni riportate.

<p><b>Piano di risanamento ex art. 67 L.F.</b> Vs <b>Accordo di Ristrutturazione ex art. 182 bis L.F.</b></p>
---

**Vantaggi**

- 1) Non vi è obbligo di pubblicità legale.
- 2) Procedura che consente di valutare se intraprendere una soluzione giudiziale o stragiudiziale.
- 3) Facilmente percorribile e tendenzialmente idonea in un contesto di pochi creditori.
- 4) Tutela contro eventuali azioni revocatorie.

**Svantaggi**

- 1) I crediti sorti in esecuzione del piano attestato non godono di alcuna prededucibilità in caso di fallimento dell'impresa.
- 2) Nella fase di negoziazione i creditori possono porre in essere azioni esecutive/cautelari o acquisire diritti di prelazione.
- 3) Gli accordi di ristrutturazione inclusi nella manovra finanziaria non sono opponibili a creditori estranei.
- 4) Assenza della possibilità di richiedere una transazione fiscale e di vantaggi fiscali per i creditori.

**Accordo di Ristrutturazione ex art. 182 bis L.F.**

Vs

**Piano di risanamento ex art. 67 L.F.**

**Vantaggi**

- 1) Protezione da azioni esecutive e cautelari durante il periodo previsto dalla normativa (60+60 giorni).
- 2) Preveducibilità della finanza ponte, della nuova finanza e dei finanziamenti dei soci.
- 3) Possibilità di richiedere una transazione fiscale e di beneficiare di vantaggi fiscali per i creditori.
- 4) L'omologazione permette un giudizio preventivo sull'operazione da parte di un'autorità giudiziaria.
- 5) Minore probabilità di future istanze di fallimento, dovuta all'integrale soddisfacimento dei creditori estranei al piano.
- 6) Maggiore disponibilità da parte del ceto bancario, legata al minor rischio di incorrere in "concessione abusiva di credito"

**Svantaggi**

- 1) Affinchè l'accordo si concluda è necessaria l'adesione di creditori rappresentanti il 60% dei crediti.
- 2) Procedura complessa/lunga/costosa, comprensiva di una componente giudiziale.
- 3) I creditori non aderenti all'accordo sono da soddisfare integralmente.
- 4) Obbligo di pubblicità legale.

**Concordato preventivo ex artt. 160 e ss.**

Vs

**Procedure ex artt. 67 e 182 bis L.F.**

**Vantaggi**

- 1) Possibilità di prevedere una soddisfazione anche parziale dei creditori privilegiati.
- 2) Vantaggi fiscali sia per il debitore sia per il creditore, in assenza delle limitazioni previste dalle altre procedure.
- 3) Produzione di effetti anche sui creditori estranei e dissenzienti in seguito all'omologazione e approvazione del piano.
- 4) *Preveducibilità della finanza ponte, della nuova finanza e dei finanziamenti dei soci.*
- 5) *Possibilità di concludere una transazione fiscale e previdenziale per i crediti tributari e contributivi.*
- 6) *Preveducibilità dei crediti sorti in funzione della procedura e tutela dalla revocatoria per gli atti, i pagamenti e le garanzie in caso di successivo fallimento*

**Svantaggi**

- 1) Procedura complessa, lunga e costosa. Inoltre, per legge, il 50% dei costi collegati alla procedura è in capo all'impresa.
- 2) Penetrante controllo da parte dell'autorità giudiziaria.
- 3) Necessità, in seguito all'esito positivo dell'esame del tribunale, dell'approvazione dei creditori.
- 4) Esautoramento della proprietà e del precedente team manageriale.
- 5) Rischi di azioni di responsabilità, civili e/o penali, poste in essere dal commissario straordinario.
- 6) *Obbligo di pubblicità legale.*

Vantaggi/svantaggi riscontrabili in confronto con entrambe le procedure

*Vantaggi/svantaggi riscontrabili solo in confronto con la procedura ex art. 67 L.F.*

Conseguentemente alle considerazioni effettuate con riferimento alle diverse procedure (oggetto di approfondimento nei rispettivi paragrafi) è quindi possibile, in conclusione del paragrafo, individuare gli scenari maggiormente auspicabili per i diversi istituti individuati, di seguito riportati in tabella 3.2.

**Tabella 3.2 Contesti auspicabili di applicazione delle procedure e loro caratteristiche**

<b>Procedura</b>		<b>Contesto</b>	<b>Caratteristiche</b>
Piani di risanamento ex art 67 L.F.		Crisi moderata	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Situazione finanziaria difficile ma senza insormontabili tensioni di liquidità.</li> <li>- Disponibilità di beni cedibili o concedibili in garanzia.</li> <li>- Moratoria e stralci non necessari.</li> </ul>
Accordi di ristrutturazione ex art. 182 L.F.		Crisi acuta	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Problemi di liquidità a medio termine.</li> <li>- Necessità di una ristrutturazione del debito.</li> <li>- Eventuale necessità di moratoria.</li> <li>- Quota consistente del debito in capo a pochi soggetti.</li> <li>- Disponibilità dei creditori all'accordo.</li> </ul>
Concordato preventivo in continuità ex artt. 160 e ss		Crisi / insolvenza ma con prospettiva di continuità aziendale ancora possibile.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Consistenti problemi di liquidità.</li> <li>- Necessità di protezione da azioni esecutive.</li> </ul>

#### 3.4. Procedure con finalità liquidatoria

Dopo aver illustrato le principali caratteristiche delle procedure finalizzate alla continuità aziendale, nei successivi paragrafi si provvederà a esaminare i punti focali delle procedure con finalità liquidatoria. A tal fine si procederà, innanzitutto, a individuare i principali elementi di distinzione del concordato preventivo liquidatorio rispetto alla controparte in continuità. Successivamente verranno individuate le principali caratteristiche del fallimento, procedura liquidatoria per antonomasia, e, in conclusione, si procederà alla definizione dei caratteri essenziali delle procedure concorsuali fallimentari “minori” di tipo liquidatorio: la liquidazione coatta amministrativa, la composizione della crisi da sovra indebitamento, l’istanza di liquidazione del patrimonio e il concordato fallimentare.

### 3.4.1. *Il concordato preventivo liquidatorio*

Il concordato preventivo liquidatorio, disciplinato dagli artt. 160 e ss. L.F., presenta formalmente le stesse caratteristiche individuate con riferimento al concordato in continuità, cui si rimanda per la descrizione degli aspetti procedurali più rilevanti.<sup>75</sup>

La principale differenza è sicuramente da individuare con riferimento alla finalità perseguita: al pari delle procedure di liquidazione definite nel proseguo della trattazione, il concordato preventivo liquidatorio risulta rivolto a imprenditori insolventi (*presupposto oggettivo*) per i quali la crisi è ormai permanente e l'impresa vale più "morta che viva". In questo caso, come già evidenziato nell'introduzione al capitolo, non ha dunque senso perseguire la continuità aziendale, rendendosi invece opportuna una attività volta al recupero e alla massimizzazione del valore monetario generabile dalla interruzione dell'attività d'impresa e dalla conseguente liquidazione degli asset aziendali.<sup>76</sup>

Conseguentemente, il piano da presentare per l'approvazione da parte dei creditori o delle classi di creditori è da costruire a tal fine, avendo cura di elaborare un procedimento volto alla liquidazione dei beni societari e a reperire la liquidità necessaria al maggior soddisfacimento possibile del ceto creditorio, secondo i differenti ordini di priorità nel rimborso esistenti. Per tale ragione, il piano privilegerà tutte le possibili azioni di *liquidity recovery*, ivi comprese operazioni di finanza straordinaria (tra cui, scorporo e cessione di attività aziendali), affitto di rami d'azienda, cartolarizzazione di portafogli crediti.

Logicamente, in tale contesto, non vale quanto disposto dal Legislatore all'art. 186 bis L.F., relativo ai concordati con continuità aziendale, e assumono maggiore rilevanza i soggetti giuridici coinvolti nel processo di liquidazione, quali il liquidatore e il Comitato dei creditori.

### 3.4.2. *Il fallimento*

Il fallimento è una procedura concorsuale liquidatoria, diretta all'accertamento dello stato di insolvenza dell'imprenditore e alla soddisfazione, totale o parziale, dei creditori, conseguente la liquidazione dei beni della società e la cessazione dell'attività aziendale.

---

<sup>75</sup> Ambrosini (2008); Bonfatti, Censoni (2011).

<sup>76</sup> Zanotti, in Forestieri (2011).

Nella versione originaria del R.D. 267/1942 attraverso l'istituto del fallimento il patrimonio dell'imprenditore insolvente veniva destinato a soddisfare la massa dei creditori nella misura più alta possibile, attraverso l'applicazione della *par condicio creditorum*, in virtù della quale, come specifica l'art. 2741 c.c. "*i creditori hanno eguale diritto di essere soddisfatti sui beni del debitore, salve le cause legittime di prelazione*". Le procedure previste nel Regio Decreto avevano quindi lo scopo di fornire gli strumenti di tutela delle ragioni dei creditori di un'impresa "commerciale" (art. 2195 c.c.) in condizioni di difficoltà, sia che fosse individuale o sotto forma di società ma con l'esclusione degli enti pubblici e dei piccoli imprenditori.

In seguito ai provvedimenti della riforma fallimentare, tale istituto è risultato oggetto di forti modifiche, volte a ridurre il numero di soggetti fallibili, il ruolo dell'entità giudiziaria e il carattere "punitivo" della procedura, quest'ultimo attraverso un "alleggerimento" degli obblighi del soggetto fallito. In particolare, il D. Lgs. 5/2006 e il successivo D. Lgs. 169/2007 hanno introdotto una sostanziale privatizzazione della gestione della fase liquidatoria attraverso la perdita del carattere di centralità da parte del Giudice delegato, l'attribuzione al Curatore fallimentare del ruolo di materiale liquidatore dei beni del fallito e al comitato dei creditori del ruolo di guida nella monetizzazione dei diritti del fallito, sebbene sempre sotto il controllo del Giudice delegato. Inoltre, attraverso i citati provvedimenti, il Legislatore ha riconosciuto ufficialmente la possibilità di consentire la conservazione dell'attività d'azienda attraverso il trasferimento o l'affitto d'azienda, strumenti che, riportati nell'art. 104 bis L.F, rientrano, a questo punto, sia tra quelli della fase di gestione dell'insolvenza sia della successiva fase giudiziale.<sup>77</sup> Infine, il Legislatore attraverso il D. Lgs. 169/2007, ha voluto riservare la complessa e onerosa procedura del fallimento ai casi più significativi, ampliando il numero di soggetti esenti e risolvendo i dubbi e le incertezze legate alla figura del "piccolo imprenditore", precedentemente esplicitamente dichiarato dalla norma non soggetto a fallimento.

Conseguentemente, a oggi, è soggetto alle disposizioni sul fallimento l'imprenditore in possesso dei requisiti di cui all'art. 1 L.F. (*presupposto soggettivo*) e che verta in uno stato di insolvenza<sup>78</sup> (*presupposto oggettivo*), ossia che "*non sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni, o meglio, quando vengano meno le condizioni di liquidità e di*

---

<sup>77</sup> Stefani (2012).

<sup>78</sup> Art. 5 L.F., "Stato d'insolvenza".

*credito necessarie per adempiere regolarmente e con mezzi normali, alle obbligazioni contratte*".<sup>79</sup> Il presupposto oggettivo rappresenta, dunque, il principale elemento di distinzione rispetto alle procedure in continuità ed evidenzia la necessità, per l'imprenditore, di procedere in una finalità liquidatoria.

Qualora risultino soddisfatti i presupposti previsti dalla normativa, la dichiarazione di fallimento può essere richiesta da:

- il debitore (in caso di società gli amministratori rappresentanti legali e gli eventuali liquidatori), previa la verifica dell'esistenza dei presupposti da parte dell'autorità giudiziaria. La domanda deve essere depositata presso la cancelleria del Tribunale allegando le scritture contabili e fiscali obbligatorie dei tre esercizi precedenti, lo stato estimativo delle attività, l'elenco dei titolari di diritti reali su beni in possesso del debitore, l'elenco dei creditori e dei rispettivi crediti e l'indicazione dei ricavi lordi degli ultimi tre esercizi;
- i creditori, sia chirografari che privilegiati, anche singolarmente e senza la presenza di un titolo esecutivo del credito, ma fornendo un principio di prova circa la sussistenza dello stato di insolvenza;<sup>80</sup>
- il pubblico ministero nei casi previsti dall'art. 7 L.F., ossia "*i) quando l'insolvenza risulta nel corso di un procedimento penale, ovvero dalla fuga, dall'irreperibilità e dalla latitanza dell'imprenditore, dalla chiusura dei locali dell'impresa, dal trafugamento, dalla sostituzione o dalla diminuzione fraudolenta dell'attivo da parte dell'imprenditore; ii) quando l'insolvenza risulta dalla segnalazione proveniente dal giudice che l'abbia rilevata nel corso di un procedimento civile*".<sup>81</sup>

Come riportato dall'art. 6 L.F., in seguito alle modifiche introdotte dal D.lgs. 5/2006, al momento della richiesta l'istante può indicare il recapito telefax o l'indirizzo di posta elettronica presso cui dichiara di volere ricevere le comunicazioni e gli avvisi previsti dalla normativa. A tal riguardo, il D.L. 179/2012 (c.d. Decreto Sviluppo Bis) è intervenuto profondamente sulle modalità di comunicazione utilizzate in fase di avvio e sviluppo dei diversi istituti fallimentari, principalmente ai fini di contenere i costi e i tempi di procedimento, evitando ritardi derivanti da eventuali difficoltà di notifica alle imprese coinvolte. In particolare, la principale novità, relativa le procedure di fallimento

---

<sup>79</sup> Zito (1999).

<sup>80</sup> Trib. Mantova 16 novembre 2006.

<sup>81</sup> Art. 7 L.F., "Iniziativa del pubblico ministero", così modificato dal D.Lgs 9 gennaio 2006, n. 5.

e concordato preventivo, è l'introduzione dell'obbligo di comunicazione degli atti principali delle corrispondenti procedure attraverso Posta Elettronica Certificata. La "PEC" deve, a tali fini, essere utilizzata sia dai creditori sia dagli altri soggetti coinvolti, quali il Curatore e il Commissario giudiziale. Qualora gli indirizzi PEC non fossero indicati, le comunicazioni successive inerenti gli atti, saranno effettuate, a ogni effetto, mediante deposito in cancelleria e senza ulteriori avvisi. Inoltre, con particolare riferimento ai fallimenti, le domande di ammissione al passivo da parte dei creditori, sono ora da trasmettere all'indirizzo PEC del Curatore o del Commissario.<sup>82</sup>

In seguito alla presentazione della domanda, l'autorità giudiziaria competente (quella del luogo ove si trova la sede principale dell'impresa) procede nell'istruttoria prefallimentare, prima fase della procedura fallimentare, finalizzata ad accertare, in tempi brevi e nel rispetto del contraddittorio delle parti, la sussistenza dei presupposti necessari per la fallibilità e comprensiva, successivamente al D.Lgs. 5/2006, di eventuali provvedimenti cautelari e conservativi volti alla tutela del patrimonio dell'impresa. La normativa inerente la fase di istruttoria, ritenuta non idonea nella sua versione antecedente alla riforma fallimentare, è stata fortemente modificata e integrata dal D.Lgs. 5/2006 e dai successivi D.Lgs 169/2007 e D.L. 179/2012, quest'ultimo con riferimento ai già citati obblighi di comunicazione telematica. Attraverso le modifiche apportate all'art 15 L.F. ("Procedimento per la dichiarazione di fallimento"), il Legislatore ha innanzitutto introdotto il principio dell'audizione obbligatoria del debitore (precedentemente solo facoltativa), ovvero l'obbligo di sua convocazione in camera di consiglio al fine di assicurare un accertamento a cognizione piena del contraddittorio tra le parti e di dar modo al debitore di difendersi sin dalla fase prefallimentare. La convocazione del fallendo e dei creditori rappresenta una condizione necessaria ai fini della validità dell'eventuale dichiarazione di fallimento successiva all'istruttoria prefallimentare, svolta dinanzi al Tribunale in composizione collegiale con le modalità del procedimento in camera di consiglio. Conseguentemente alle modifiche derivanti dall'art. 2 del D.Lgs. 169/2007, il Tribunale può disporre, per gli opportuni accertamenti della fase di istruttoria, il deposito dei bilanci relativi agli ultimi tre esercizi potendo, dunque, beneficiare di una maggiore base informativa rispetto alla normativa precedente, la quale prevedeva il solo deposito della situazione patrimoniale, economica e finanziaria aggiornata. Il nuovo testo dell'art. 15 L.F. ha introdotto, inoltre,

---

<sup>82</sup> Art. 17, D.L. 18 ottobre 2012 n. 179, convertito in legge dalla L. 17 dicembre 2012 n. 221.

ai fini dell'ammissibilità alla dichiarazione di fallimento, un ammontare minimo di debiti scaduti e non pagati risultanti dagli atti dell'istruttoria pari a € 30.000 (cifra definita dal D.Lgs 169/2007 e aggiornabile a cadenza triennale). Con la riforma fallimentare il Legislatore ha sicuramente garantito una regolamentazione della fase di istruttoria, recependo le diverse prassi affermatesi durante la vigenza della normativa precedente, grazie all'elaborazione della dottrina e della giurisprudenza. Ciononostante, nel perseguire tale scopo l'ha resa più complessa, introducendo una vera e propria procedura schematizzata nei tempi e nei modi, più "snella" solamente in caso di particolari ragioni d'urgenza.<sup>83</sup>

L'esito dell'istruttoria prefallimentare può consistere in un decreto motivato di rifiuto della domanda, qualora non sussistano i presupposti per la dichiarazione del fallimento, o nella sentenza dichiarativa di fallimento con successiva nomina del Giudice delegato per la procedura e del Curatore fallimentare, nonché la pubblicazione nel Registro delle Imprese al fine di favorire la conoscibilità della sentenza.

Successivamente a un'eventuale dichiarazione di fallimento, hanno luogo gli effetti, disciplinati dalla Legge Fallimentare, relativi al fallito, ai creditori e ai rapporti giuridici preesistenti. In particolare si evidenzia:

- con riferimento al fallito, egli, dalla data della pubblicazione della sentenza, risulta "spossessato" dei propri beni (consegnati in amministrazione al Curatore)<sup>84</sup>, pur conservandone il diritto di proprietà. I beni in questione sono quelli posseduti dal fallito al momento della sentenza, eventualmente anche di proprietà di terzi, o ricevuti dallo stesso durante il fallimento, a patto che il Curatore non ritenga i costi necessari per il recupero superiori al valore di presumibile realizzo.<sup>85</sup> A tal riguardo, costituiscono eccezione i beni considerati indispensabili e previsti dall'art 46 L.F.. La riforma fallimentare, in particolare attraverso il D.Lgs. 5/2006, ha provveduto a effettuare un "alleggerimento" degli obblighi del soggetto fallito, il quale mantiene ora il diritto alla corrispondenza<sup>86</sup> e non deve più rispettare l'obbligo di dimora (pur mantenendo l'obbligo di comunicazione al Curatore di eventuali cambiamenti di

---

<sup>83</sup> Art. 15 L.F., "Procedimento per la dichiarazione di fallimento", come sostituito dal D.Lgs. 5/2006 e, successivamente, dal D.Lgs. 169/2007 e D.L. 179/2012.

<sup>84</sup> Art. 43 L.F., "Rapporti processuali", modificato dal D.Lgs. 5/2006.

<sup>85</sup> Art. 42 L.F., "Degli effetti del fallimento per il fallito", come modificato dal D.Lgs. 5/2006.

<sup>86</sup> A tal riguardo il successivo D.Lgs. 169/2007 ha effettuato una distinzione prevedendo il diritto alla riservatezza della corrispondenza solo per il fallito persona fisica.

domicilio o residenza)<sup>87</sup>. Inoltre, al citato decreto sono conseguiti l'abolizione del registro dei falliti previsto dall'art. 50 L.F., dell'incapacità del fallito di votare nei 5 anni successivi al fallimento<sup>88</sup> e l'eliminazione del divieto per il fallito di iscriversi al Registro delle Imprese quale titolare di una nuova impresa.<sup>89</sup> Infine, il D.Lgs. 5/2006 e il successivo D.Lgs. 169/2007 hanno provveduto a specificare che le incapacità personali del fallito cessano con la chiusura della procedura di fallimento, nonché alla soppressione dell'istituto della riabilitazione, precedentemente previsto dall'art. 142 L.F.;

- relativamente ai creditori, essi per potersi soddisfare devono partecipare alla procedura fallimentare. La normativa prevede l'applicazione del principio della *par condicio creditorum* con la valutazione e l'accertamento da parte del Tribunale di ogni credito, anche se munito di privilegio.<sup>90</sup> La dichiarazione di fallimento non sospende la maturazione degli interessi per i crediti assistiti da qualunque causa di prelazione<sup>91</sup> e i creditori garantiti da ipoteca, pegno o privilegio possono, a questo punto, far valere il proprio diritto di prelazione e concorrere anche nelle ripartizioni che si eseguono prima della distribuzione del prezzo dei beni vincolati a loro garanzia.<sup>92</sup> Con riferimento ai crediti chirografari, ossia non assistiti da alcun privilegio o da garanzia, essi sono considerati scaduti a partire dalla data della sentenza e da considerarsi esigibili;
- con riferimento ai rapporti preesistenti, ovvero contratti conclusi prima della sentenza ma non ancora eseguiti dai contraenti, la normativa successiva al D.Lgs. 5/2006 prevede che il Curatore possa decidere, previa autorizzazione del comitato dei creditori, sui rapporti giuridici in corso di esecuzione.<sup>93</sup> È comunque prevista la prosecuzione del contratto o l'automatico scioglimento nei casi previsti dal Legislatore.

Al fine di garantire la *par condicio creditorum*, il Curatore ha la possibilità di intraprendere l'azione di revocatoria fallimentare, ottenendo la dichiarazione di inefficacia di atti compiuti dal debitore prima della dichiarazione di fallimento. Anche

---

<sup>87</sup> Art. 49 L.F., "Obblighi del fallito", come modificato dal D.Lgs. 5/2006.

<sup>88</sup> Art. 2 Decreto del Presidente della Repubblica 20 marzo 1967, n. 223, come modificato dal D.Lgs. 5/2006.

<sup>89</sup> Si veda anche Cass. sent. n. 9812 del 1/3/2006.

<sup>90</sup> Art. 52 L.F., "Concorso dei creditori".

<sup>91</sup> Art. 55 L.F., "Effetti del fallimento sui debiti pecuniari", modificato dal D. Lgs. 9 gennaio 2006.

<sup>92</sup> Art. 54 L.F., "Diritto dei creditori privilegiati nella ripartizione dell'attivo".

<sup>93</sup> Art. 72 L.F., "Rapporti pendenti", sostituito dall'art. 57 del D. Lgs. 9 gennaio 2006.

la revocatoria, disciplinata dagli articoli da 64 a 70 L.F., è stata oggetto di forti modifiche da parte del processo di riforma fallimentare che hanno permesso al Legislatore di risolvere dubbi e questioni precedentemente esistenti nonché specificare gli atti non soggetti all'azione in questione.<sup>94</sup> Secondo la normativa, a oggi risultano soggetti a revocatoria gli atti a titolo gratuito se compiuti dal fallito nei due anni anteriori alla dichiarazione del fallimento *“esclusi i regali d'uso e gli atti compiuti inadempimento di un dovere morale o a scopo di pubblica utilità, in quanto la liberalità sia proporzionata al patrimonio del donante”*<sup>95</sup> e gli atti normali e anormali previsti dall'art. 67 L.F. salvo che la controparte dimostri che non conosceva lo stato d'insolvenza del debitore.<sup>96</sup>

Successivamente alla sentenza di dichiarazione di fallimento è possibile individuare cinque fasi principali, componenti della procedura fallimentare: i) la conservazione e amministrazione delle attività fallimentari, ii) l'accertamento del passivo, iii) l'accertamento e la liquidazione dell'attivo, iv) il riparto dell'attivo e v) la chiusura del fallimento.

Nel corso della prima fase il Curatore fallimentare acquisisce i beni del fallito e, in base alle scritture contabili e alle notizie raccolte, predispone l'elenco dei creditori, avendo cura di specificare crediti ed eventuali prelazioni, e l'elenco dei titolari di diritti reali e personale di cose in possesso del fallito. Il Curatore, ora subentrato all'amministrazione del patrimonio del fallito, può compiere sia gli atti di ordinaria amministrazione (sotto la vigilanza del Giudice delegato e del Comitato dei creditori), sia quelli di straordinaria amministrazione (previa autorizzazione del Comitato dei creditori). In questa fase possono, inoltre, essere proposti l'esercizio provvisorio dell'impresa o l'affitto della stessa o di un suo ramo.<sup>97</sup>

Per l'accertamento del passivo, seconda fase individuata, il Curatore deve provvedere ad avvisare del fallimento, attraverso le modalità previste dalla normativa, i creditori e i titolari di diritti reali o personali su beni inventariati o comunque nella disponibilità del fallito, individuati in seguito all'analisi delle scritture contabili dell'impresa, della

---

<sup>94</sup> Art. 67 L.F. e art. 70 L.F..

<sup>95</sup> Art. 64 L.F., “Atti a titolo gratuito”.

<sup>96</sup> Si rimanda, in tal senso, agli artt. 65 e 67 L.F., “Pagamenti” e “Atti a titolo oneroso, pagamenti, garanzie”, quest'ultimo modificato dal D.Lgs 5/2006 e successivamente dal D.Lgs 169/2007.

<sup>97</sup> Art. 104 L.F., “Esercizio provvisorio dell'impresa del fallito”, sostituito dal D.Lgs. 5/2006.

corrispondenza rinvenuta presso i locali aziendali e delle informazioni acquisite.<sup>98</sup> I creditori devono dunque presentare al Curatore domanda di ammissione al passivo almeno 30 giorni prima dell'udienza fissata per l'esame dello stato passivo<sup>99</sup>, dove, previo l'esame da parte del Curatore, tali domande saranno considerate dal Giudice delegato, il quale provvederà a accoglierle, respingerle o dichiararle inammissibili attraverso decreto motivato.<sup>100</sup>

La terza fase della procedura fallimentare consiste nell'accertamento dell'attivo (consistente nella redazione dell'inventario dei beni e la presa in consegna degli stessi da parte del Curatore) e nella sua successiva liquidazione, volta a trasformare i beni del fallito in denaro rivolto al soddisfacimento dei creditori. La riforma fallimentare ha innovato le norme sul programma di liquidazione al fine di rendere più veloce il procedimento e prevedendo la possibilità di procedere alla cessione di tutti i crediti al fine di evitare ritardi nella chiusura della procedura concorsuale, compresi quelli fiscali o futuri, anche contestati.

La quarta fase è rappresentata dal riparto dell'attivo: ogni 4 mesi (sebbene il Giudice delegato possa disporre un termine diverso) il Curatore presenta il prospetto delle somme disponibili e il progetto di riparto che, in assenza di reclami, viene dichiarato esecutivo dal Giudice delegato.<sup>101</sup> L'art. 111 L.F. dispone che attraverso le somme ricavate dalla liquidazione dell'attivo siano pagati innanzitutto i crediti prededucibili, seguiti da quelli ammessi con prelazione sulle cose vendute e, infine, i creditori chirografari, in proporzione dell'ammontare del credito per il quale sono stati ammessi. Dopo l'approvazione del rendiconto, la risoluzione delle eventuali contestazioni davanti al Tribunale e la liquidazione del compenso del Curatore, il Giudice delegato ordina la ripartizione finale.<sup>102</sup>

La chiusura del fallimento, ultima fase del processo, è dichiarata con decreto motivato del Tribunale su istanza del Curatore o del debitore o d'ufficio conseguentemente alle eventualità riportate nell'art. 118 L.F.. Con il decreto di chiusura cessano gli effetti del fallimento sul patrimonio del fallito, decadono gli organi preposti al fallimento e i

---

<sup>98</sup> Art. 92 L.F., "Avviso ai creditori ed agli altri interessati", sostituito dal D.Lgs. 5/2006.

<sup>99</sup> L'intervento del 2006 ha previsto la facoltà per il rappresentante comune degli obbligazionisti di presentare domanda anche per singoli gruppi di creditori. Art. 93 L.F., "Domanda di ammissione al passivo", sostituito dal D.Lgs. 5/2006 e modificato successivamente dal D.Lgs. 169/2007.

<sup>100</sup> Artt. 95 e 96 L.F., sostituiti dal D.Lgs. 5/2006 e modificati successivamente dal D.Lgs. 169/2007.

<sup>101</sup> Art. 110 L.F., "Procedimento di ripartizione", sostituito dal D.Lgs. 5/2006 e modificato successivamente dal D.Lgs. 169/2007.

<sup>102</sup> Art. 117, "Ripartizione finale", modificato dal D.Lgs. 5/2006.

creditori riacquistano la possibilità di esercitare azioni verso il debitore per la parte non soddisfatta del loro credito a patto che non sia intervenuta l'esdebitazione del fallito. Questo istituto, introdotto dal D.Lgs. 5/2006 e disciplinato dall'art. 142 L.F., prevede che il fallito persona fisica sia ammesso al beneficio della liberazione dai debiti residui nei confronti dei creditori concorsuali non soddisfatti qualora dimostri un comportamento collaborativo.

#### *3.4.2.1. Le procedure concorsuali fallimentari minori*

In alternativa alla procedura fallimentare, è possibile fare ricorso, laddove ve ne siano i presupposti, alle procedure concorsuali di seguito solo sinteticamente accennate:

- i. La *liquidazione coatta amministrativa*, finalizzata a eliminare dal mercato l'impresa non più in grado di svolgere la propria attività dopo averne soddisfatto i creditori. Si differenzia dal fallimento poiché risulta tutelato non tanto l'interesse dei creditori stessi, quanto un interesse pubblico legato alle particolari imprese assoggettabili alla disciplina (e.g. imprese bancarie e assicurative, imprese di intermediazione finanziaria quali SIM, SGR, Sicav, enti pubblici e società cooperative). Tale procedura è normata dalla Legge Fallimentare e da leggi speciali e prevede la liquidazione da parte dell'autorità amministrativa anziché da quella giudiziaria come accade, invece, in caso di fallimento;<sup>103</sup>
- ii. L'accordo di *composizione della crisi da sovraindebitamento*, disciplinata dalla L. 3/2012 (integrata dalla L. 221/2012) e rivolto alle situazioni non assoggettabili ad altre procedure concorsuali o di sovraindebitamento dei consumatori, prevede la proposta ai creditori da parte dei soggetti debitori di accordi o piani per composizione della crisi di sovraindebitamento. Risultano necessari, ai fini degli effetti legali, l'ottenimento di una maggioranza qualificata di creditori (che rappresentino almeno il 60% dei crediti) e l'omologazione del Tribunale.
- iii. La *liquidazione del patrimonio aziendale*, procedura concorsuale alternativa a quella dell'accordo di composizione della crisi da sovraindebitamento, prevede che il debitore chieda al Tribunale la nomina di un soggetto liquidatore che accerta l'esposizione debitoria e liquida i beni. Al termine della procedura, l'imprenditore persona fisica può fare richiesta per ottenere l'esdebitazione dei debiti residui.

---

<sup>103</sup> Artt. 194 e ss. L.F..

iv. Il *concordato fallimentare* rappresenta una modalità di cessazione del fallimento attraverso la stipula di un accordo tra il proponente e i creditori. Il proponente può essere sia il fallito stesso (sebbene solo dopo un anno dalla dichiarazione di fallimento e entro due anni dal decreto di esecutività dello stato passivo) sia, in qualunque momento, un terzo o uno o più creditori. Tale tipologia di procedura presenta caratteristiche molto simili al concordato preventivo nella quasi totalità dei profili (contenuto del piano, maggioranze necessarie, omologazione, effetti successivi, ecc.) risultando tuttavia differente nella finalità perseguita: il concordato fallimentare è finalizzato alla chiusura del processo di fallimento. Inoltre, si evidenzia, nel concordato fallimentare, l'imprenditore risulta ufficialmente fallito e, di conseguenza, spogliato dell'amministrazione dei propri beni.

## Capitolo 4

### **I soggetti coinvolti nelle procedure di soluzione della crisi d'impresa**

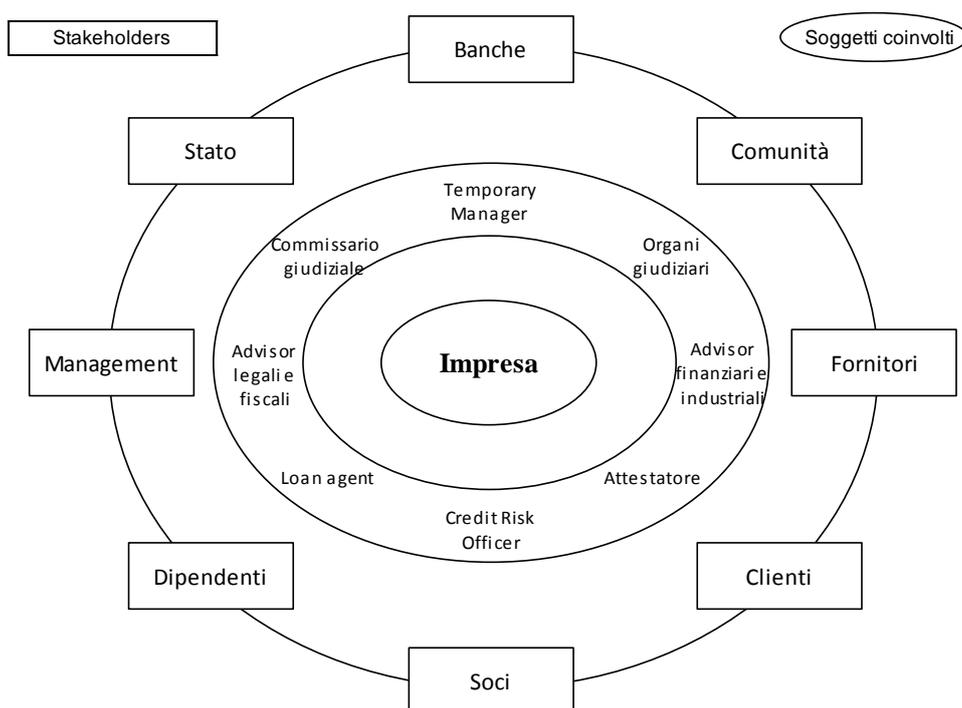
#### *4.1. I soggetti coinvolti nel processo di gestione della crisi*

Il presente capitolo si prefigge di individuare le caratteristiche essenziali dei soggetti coinvolti nella progettazione, negoziazione e implementazione delle procedure in continuità disciplinate dagli istituti giuridici analizzati precedentemente. Al fine di conseguire un'ideale ed efficace attività di risoluzione dello stato di crisi si rende, infatti, necessario l'intervento congiunto di un *network* di soggetti esperti e indipendenti, orientati al sostegno degli *stakeholders* coinvolti nella procedura.

Nel presente capitolo si procederà a evidenziare, nell'ordine, il ruolo e i compiti dell'attestatore, del Temporary Manager, degli advisor dell'imprenditore, del Loan agent e del Credit Risk Officer. Si provvederà in seguito a un'analisi essenziale degli organi giudiziari coinvolti nelle procedure di Legge Fallimentare con un particolare focus sull'istituto del fallimento e sul ruolo ricoperto dal Commissario giudiziale in un contesto di concordato preventivo. Infine verrà eseguito un esame della struttura del confronto negoziale tra l'imprenditore e il ceto bancario in fase di soluzione della crisi d'impresa in prospettiva di continuità.

Nella figura di seguito riportata sono illustrati i soggetti influenzati dalla crisi d'impresa, nonché le particolari figure professionali direttamente coinvolte nel processo di gestione della crisi.

**Figura 4.1 Stakeholders e soggetti coinvolti nel processo di gestione della crisi aziendale**



#### 4.2. *L'attestatore*

L'attestatore rappresenta sicuramente uno degli attori chiave all'interno delle procedure in continuità ed è, pertanto, la prima figura analizzata all'interno del presente capitolo.

Il "ruolo centrale"<sup>104</sup> nella gestione della vicenda di composizione negoziale della crisi d'impresa e la valorizzazione di tale figura nell'ambito di diversi istituti di Legge Fallimentare rendono l'analisi di tale professionista molto complessa. Al fine di meglio comprendere i caratteri essenziali, si provvederà innanzitutto a individuare le caratteristiche che accomunano le diverse procedure (nomina e requisiti, responsabilità), per poi sviluppare una più attenta analisi comparativa tra i possibili scenari alternativi (ruolo dell'attestatore).

I requisiti individuati dal Legislatore per la designazione dell'esperto sono stati oggetto di profonde modifiche nell'ambito degli ultimi interventi normativi. Il D. Lgs. 169/2007 è intervenuto sull'art. 67, comma 3, lett d), L.F. (a cui rimandano i successivi artt. 161 e 182 bis L.F.) chiarendo che l'attestatore debba essere un professionista iscritto nel Registro dei Revisori contabili e in possesso dei requisiti di professionalità previsti

<sup>104</sup> Così definito dalla Relazione illustrativa del Decreto Sviluppo.

dall'art. 28, lett. a) e b) L.F., ossia iscritto all'albo dei dottori commercialisti, o degli avvocati, ovvero appartenente a un'associazione professionale o a una società tra professionisti cui soci siano iscritti ai predetti albi.<sup>105</sup> Successivamente, il Legislatore è intervenuto nuovamente attraverso il D.L. 83/2012, risolvendo alcune delle perplessità sollevate dalla dottrina e permettendo una migliore definizione della figura del professionista attraverso non solo l'esplicitazione dell'obbligo di iscrizione nel Registro dei Revisori legali<sup>106</sup> e di possesso delle caratteristiche di cui sopra, ma altresì attraverso l'introduzione della designazione da parte del debitore e del requisito di indipendenza. Queste ultime due caratteristiche necessitano di un approfondimento particolare:

- innanzitutto, con riferimento alla prima, è necessario evidenziare come, sebbene la nomina dell'attestatore spetti per legge al debitore, nella prassi essa sia, per il suo ruolo di garanzia verso le parti coinvolte, il risultato di condivisioni e incontri informali tra lo stesso imprenditore e il ceto creditorio, in particolare bancario. Inoltre, è degno di menzione come l'introduzione di tale indicazione da parte del Legislatore abbia risolto una particolare problematica derivante dal richiamo all'art. 2501 bis c.c., presente nella vigenza della precedente normativa. Tale articolo e, per estensione, il suo rimando all'art. 2501 sexies c.c., introducevano, nel silenzio del Legislatore, la possibilità di nomina dell'attestatore da parte del Tribunale. Tale orientamento, sebbene già in precedenza ritenuto non perseguibile dalla dottrina maggioritaria,<sup>107</sup> aveva in più occasioni causato rallentamenti nelle procedure di risanamento, rendendo dunque opportuno l'intervento del Legislatore;<sup>108</sup>
- relativamente al requisito di indipendenza, introdotto al fine di controbilanciare la designazione del professionista da parte del debitore, numerosi interventi<sup>109</sup> avevano già in precedenza sostenuto la necessità di terzietà dell'esperto non solo nei confronti dell'imprenditore e dei consulenti redattori del piano, ma anche verso i terzi coinvolti negli atti posti in esecuzione dello stesso. Andavano, dunque, scongiurate situazioni in cui la terzietà dell'attestatore risultasse compromessa a causa di rapporti di parentela o affinità o anche a causa di rapporti professionali tali da pregiudicare l'obiettività di giudizio dell'attestatore. Pertanto, la dottrina

---

<sup>105</sup> Art. 28 L.F., "Requisiti per la nomina a curatore", sostituito dal D. Lgs. 5/2006 e successivamente modificato dal D.Lgs. 169/2007.

<sup>106</sup> Diretta conseguenza dell'entrata in vigore del D.Lgs. 39/2010 che ha previsto l'istituzione del Registro (unico) dei Revisori legali.

<sup>107</sup> *Ex multis*, Trib. Roma (23 febbraio 2011) e Trib. Verona (27 luglio 2011).

<sup>108</sup> Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2013).

<sup>109</sup> *Ex multis*, Assonime, CNDCEC, Università degli Studi di Firenze (2010).

maggioritaria era propensa all'esclusione dell'ipotesi di un attestatore che fosse, nel contempo, il redattore del piano, nonostante questa possibilità rappresentasse per le imprese una possibile fonte di notevoli risparmi in termini sia di costi sia di tempo. Il Decreto Sviluppo è intervenuto recependo nuovamente le indicazioni e le perplessità della dottrina e ha provveduto a meglio delineare le caratteristiche del requisito di indipendenza dell'attestatore, prevedendo che lo stesso non sia legato all'impresa committente né a coloro che abbiano interesse allo svolgimento dell'operazione. Inoltre, l'attestatore deve essere in possesso dei requisiti previsti dall'art. 2399 c.c. (relativo alle cause di ineleggibilità e di decadenza dalla carica di sindaco) e non deve aver avuto rapporti di lavoro con il debitore nel corso dei cinque anni antecedenti all'avvio della procedura (fattispecie che, di fatto, esclude la possibilità di sovrapposizione delle figure di attestatore e di advisor dell'imprenditore). Pur in assenza di esplicito richiamo da parte della Legge Fallimentare, è legittimo prevedere l'applicazione delle regole di diritto civile circa le responsabilità del professionista che abbia, eventualmente, taciuto la mancanza di uno o più requisiti e, dunque, la propria inidoneità all'assunzione dell'incarico. In particolare, la relazione prodotta dal professionista in assenza dei requisiti di indipendenza risulta viziata, potenzialmente invalida e priva di attendibilità.<sup>110</sup>

Oltre ad aver fortemente integrato le indicazioni relative la nomina e i requisiti dell'attestatore, il Decreto Sviluppo è intervenuto con riferimento alla sua responsabilità, introducendo il reato di falso in attestazioni e relazioni del professionista nell'ambito delle soluzioni concordate delle crisi d'impresa. Nel dettaglio, l'art. 236 bis L.F., rubricato "*Falso in attestazioni e relazioni*", riporta "*Il professionista che nelle relazioni o attestazioni di cui agli articoli 67, terzo comma, lettera d), 161, terzo comma, 182-bis, 182-quinquies e 186-bis espone informazioni false ovvero omette di riferire informazioni rilevanti, è punito con la reclusione da due a cinque anni e con la multa da 50.000 a 100.000 euro. Se il fatto è commesso al fine di conseguire un ingiusto profitto per sé o per altri, la pena è aumentata. Se dal fatto consegue un danno per i creditori la pena è aumentata fino alla metà*". La ratio di tale intervento è da ricercare, oltre nell'esigenza di tutela della fede pubblica, nella necessità di controbilanciare adeguatamente il ruolo centrale riconosciuto al professionista, nel garantire una corretta informazione al ceto creditorio evitando condizioni di asimmetria informativa e, come

---

<sup>110</sup> Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2013).

riportato nella Relazione illustrativa del D.L. 83/2012, in *“evitare asimmetrie irragionevoli, in ottica costituzionale, rispetto alla rilevanza penale della condotta dell’organismo di composizione della crisi da sovraindebitamento del debitore non fallibile che rende false attestazioni in ordine alla veridicità dei dati contenuti nella proposta e nei documenti a essa allegati ovvero in ordine alla fattibilità del piano di ristrutturazione dei debiti proposto dal debitore, a norma dell’art. 19, comma 2, della legge n. 3 del 2012”*.

Oltre alla già evidenziata responsabilità penale, il professionista attestatore risulta esposto a responsabilità civile nei confronti sia dell’imprenditore sia dei creditori o di qualsiasi altro soggetto interessato. Nei confronti del debitore la responsabilità è di tipo contrattuale, in ragione del vincolo negoziale, e risulta configurabile in caso di condotta negligente da parte del professionista.<sup>111</sup> Nei confronti di creditori lesi dalle dichiarazioni non corrette dell’attestatore sorge una responsabilità contrattuale in senso lato, derivante dalla violazione dell’obbligo di protezione che il professionista assume *ex lege*, in virtù del proprio ruolo, nei confronti dei soggetti direttamente coinvolti.<sup>112</sup>

Ovviamente le responsabilità sopra menzionate risultano assenti o quantomeno attenuate qualora il professionista risulti indotto in errore dall’atteggiamento ingannevole del debitore (e.g. presentazione di falsa documentazione).<sup>113</sup>

Dopo aver esaminato i requisiti e la responsabilità dell’attestatore è possibile, a questo punto della trattazione, esaminare con maggiore attenzione i suoi compiti come indicati dal Legislatore. La tabella di seguito riportata illustra gli articoli della Legge Fallimentare che, successivamente al Decreto Sviluppo, richiamano esplicitamente l’intervento dell’attestatore, la procedura di riferimento e il contenuto dell’attestazione.

---

<sup>111</sup> Monteleone (2013).

<sup>112</sup> Patti (2006).

<sup>113</sup> Monteleone (2013).

**Tabella 4.1 Contenuto dell'attestazione da parte del professionista**

Art. L.F.	Procedura	Contenuto
Art. 67 co. 3	Piano di risanamento	Attestazione della veridicità dei dati aziendali e della fattibilità del piano.
Art. 182 bis	Accordo di ristrutturazione dei debiti	Attestazione della veridicità dei dati aziendali e dell'attuabilità dell'accordo con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale soddisfacimento dei creditori estranei nel rispetto dei termini individuati.
Art 161 co. 3	Concordato preventivo	Attestazione della veridicità dei dati aziendali e della fattibilità del piano; analoga relazione è da presentare anche in caso di modifiche sostanziali della proposta o del piano.
Art. 182 quinqies co. 1	Concordato preventivo e accordi di ristrutturazione dei debiti	Attestazione della funzionalità dei finanziamenti alla migliore soddisfazione dei creditori.
Art. 182 quinqies co. 4	Concordato preventivo e accordi di ristrutturazione dei debiti	Attestazione dell'essenzialità delle prestazioni per la prosecuzione delle attività di impresa e della loro funzionalità ad assicurare la migliore soddisfazione dei creditori.
Art. 186 bis co. 2	Concordato con continuità	Attestazione della funzionalità della prosecuzione dell'attività d'impresa prevista dal piano al fine di un miglior soddisfacimento dei creditori.
Art. 186 bis co. 3	Concordato con continuità	Attestazione della conformità al piano e la ragionevole capacità di adempimento al fine di non interrompere contratti pubblici in seguito all'ammissione al concordato.
Art. 186 bis co. 4	Concordato con continuità	Attestazione della conformità al piano e la ragionevole capacità di adempimento del contratto necessaria per partecipare alle procedure di assegnazione di contratti pubblici.

Attraverso il D.L. 83/2012 il Legislatore ha operato in una duplice direzione, da un lato rimuovendo qualunque discordanza preesistente nel testo della Legge Fallimentare circa i contenuti delle diverse attestazioni, dall'altra introducendo nuove tipologie di asseverazioni, riscontrabili nella lettura degli artt. 182 quinqies e 186 bis L.F. e direttamente correlate alla specifica vicenda vissuta dall'impresa in stato di crisi.

Relativamente alla prima tipologia di intervento, il Decreto Sviluppo ha fatto coincidere l'ambito del giudizio con la fattibilità o l'attuabilità del piano (sopprimendo, dunque, il precedente criterio della ragionevolezza), provvedendo inoltre a introdurre l'attestazione delle veridicità dei dati aziendali. Con quest'ultima fattispecie il Legislatore ha nuovamente recepito le indicazioni della dottrina,<sup>114</sup> che individuava nella verifica dei dati di partenza uno dei caratteri essenziali nello svolgimento dell'attività dell'attestatore. L'analisi della veridicità dei dati aziendali è da ritenersi, infatti, idonea allo svolgimento dell'incarico: in mancanza di verifica delle consistenze patrimoniali e

<sup>114</sup> *Ex multiis*, Assonime, CNDCEC, Università degli Studi di Firenze (2010).

delle misure reddituali passate non può, infatti, esservi alcuna ragionevole previsione dei risultati e, di conseguenza, risulta impossibile la redazione di un giudizio di fattibilità.

L'interpretazione del concetto di "veridicità" assume connotazioni molto complesse sia da un punto di vista aziendalistico sia giuridico. Si è soliti oggi descrivere tale concetto in termini di "corrispondenza al vero". La redazione dell'attestazione sulla veridicità dei dati aziendali permette al professionista di approfondire ulteriormente la conoscenza dell'azienda, del settore di riferimento e, soprattutto, del management societario, potendo, dunque, effettuare una valutazione della qualità del sistema informativo aziendale e del suo livello di affidamento, al fine di poter esprimere successivamente il giudizio di attestazione.<sup>115</sup> Nello svolgimento dell'attestazione della veridicità dei dati aziendali è possibile nuovamente recuperare le linee guida offerte da Assonime la quale, nell'impossibilità di eseguire una completa verifica di tutti i dati aziendali in tempi ragionevoli, suggerisce una particolare attenzione agli elementi di maggiore importanza in termini quantitativi (con particolare riferimento al capitale circolante), agli elementi che presentino profili di rischio ai fini dell'attestazione e all'eventuale insussistenza di elementi tale da destare sospetti circa la correttezza e l'affidabilità delle rappresentazioni contabili dei fatti di gestione.<sup>116</sup>

In seguito all'analisi della veridicità dei dati aziendali, l'attestatore può dedicarsi alla definizione di un giudizio sulla fattibilità del piano, fattispecie che può risultare anche molto complessa. A tal riguardo, la prassi e la dottrina individuano tre distinte direttrici di analisi:

- i. il *processo* sotteso alla formazione del piano e, in particolare, con riferimento al livello di formalizzazione e alle capacità previsionali individuate, alla società di consulenza strategica per il profilo industriale, all'advisor per il profilo finanziario, all'IBR e a ulteriori verifiche di esperti terzi;
- ii. la *ragionevolezza* dei flussi attesi, in base alla coerenza con i risultati storici, alle attese del mercato e del settore di riferimento della società, alle previsioni degli analisti e ai multipli dei comparables (PFN / EBITDA);

---

<sup>115</sup> Pozza (2012).

<sup>116</sup> Assonime, CNDCEC, Università degli Studi di Firenze (2010).

iii. il *rischio di execution* del piano, con l'elaborazione di un'analisi di sensitività integrativa a quella redatta dall'imprenditore sia sul profilo industriale (variazioni del fatturato, dell'EBITDA Margin, delle Capex) sia sul profilo finanziario (variazione dei tassi), nonché di Stress test, attraverso la considerazione di scenari alternativi e della resistenza del piano rispetto alla rottura dei covenant.<sup>117</sup>

A finalità esemplificativa, è rappresentato di seguito un esempio di indice di relazione di attestazione di piano.

**Tabella 4.2. Esempio di indice di una relazione di attestazione di Piano**

<ul style="list-style-type: none"> <li>1. Incarico <ul style="list-style-type: none"> <li>1.1 Conferimento e oggetto</li> <li>1.2 Modalità di svolgimento e dati</li> <li>1.3 Limitazioni e vincoli</li> </ul> </li> <li>2. L'azienda <ul style="list-style-type: none"> <li>2.1 Compagine e dati societari</li> <li>2.2 Attività svolta e struttura</li> <li>2.3 Principali avvenimenti storici</li> <li>2.4 Organi societari e management</li> <li>2.5 Analisi della performance storica</li> </ul> </li> <li>3. Le principali cause della crisi</li> <li>4. Attestazione della veridicità dei dati aziendali</li> <li>5. Quadro macroeconomico e settore di riferimento <ul style="list-style-type: none"> <li>5.1 Quadro macroeconomico: scenario e outlook</li> <li>5.2 Settore di riferimento e competitor: scenario e outlook</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>6. La strategia di rilancio <ul style="list-style-type: none"> <li>6.1 Azioni strategiche già implementate</li> <li>6.2 Azioni strategiche da implementare</li> </ul> </li> <li>7. L'analisi del piano <ul style="list-style-type: none"> <li>7.1 Aspetti generali e linee guida</li> <li>7.2 Assunzioni di piano</li> <li>7.3 Conto economico, Stato patrimoniale e Cash Flow di Piano</li> </ul> </li> <li>8. La manovra finanziaria</li> <li>9. L'analisi di sensitività sul Piano (Stress test) <ul style="list-style-type: none"> <li>9.1 L'analisi di sensitività integrata al piano</li> <li>9.2 L'analisi di sensitività aggiuntiva effettuata dall'attestatore</li> </ul> </li> <li>10. Il giudizio di attestazione</li> </ul>
---	--

Per quanto concerne le nuove attestazioni introdotte dal Decreto Sviluppo che, come si è detto, rappresentano la seconda tipologia di intervento effettuata dal Legislatore, esse si presentano maggiormente specifiche al contesto di riferimento dell'azienda e alle finalità perseguite. L'attestazione prevista dall'art. 182 quinquies, comma 1 L.F. è richiesta nell'ambito di procedure ex art. 182 bis L.F. o di concordato preventivo quando l'impresa voglia far richiesta al Tribunale di autorizzazione a contrarre finanziamenti prededucibili ai sensi dell'art 111 L.F.. In tale contesto l'attestatore, in possesso dei già evidenziati requisiti, deve attestare che tali finanziamenti siano funzionali alla miglior soddisfazione dei creditori, previa la verifica del complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa fino all'omologazione. L'art. 182 quinquies, comma 4, L.F., nuovamente in ambito di concordato preventivo e di accordi di ristrutturazione dei debiti con continuità, prevede l'attestazione del professionista

---

<sup>117</sup> Pozza (2012).

qualora l'impresa volesse richiedere al Tribunale autorizzazione a pagare crediti anteriori per prestazioni di beni o servizi. In tale contesto l'esperto deve attestare come tali pagamenti siano essenziali per la prosecuzione dell'attività d'impresa e funzionali a una miglior soddisfazione del ceto creditorio. Infine, l'istituto del concordato preventivo in continuità (art. 186 bis L.F.) prevede un'attività molteplice del professionista attestatore. In tale contesto, egli può, infatti, attestare i) che la prosecuzione dell'attività di impresa prevista dal piano sia funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori, ii) che la prosecuzione di contratti pubblici in seguito all'ammissione alla procedura sia conforme al piano ed effettivamente adempibile, iii) che la partecipazione dell'impresa ad appalti pubblici sia conforme al piano ed effettivamente adempibile. La dottrina ha evidenziato come le prime due fattispecie individuate possano essere ritenute mere integrazioni all'oggetto della relazione predisposta per l'ammissione alla procedura, mentre il terzo caso rappresenti una nuova relazione successiva all'ammissione.<sup>118</sup>

In ogni caso, nello svolgimento della propria attività, il professionista attestatore può usufruire dei servizi di un team di supporto il quale, coordinato dall'esperto, può partecipare alla verifica di sostenibilità del piano, alla ricerca e analisi dei dati di mercato e di settore, allo svolgimento dell'attività di verifica dei dati aziendali e alla redazione dell'attestazione. Data la complessità delle attività in cui tale network di professionisti può risultare coinvolto, esso deve essere composto da individui fidati, specializzati e competenti, con elevata esperienza nel settore economico finanziario e, nello specifico, della corporate finance.

#### 4.3. *Il Temporary Manager*

Il Temporary (o Interim) Manager rappresenta una figura di grande rilevanza all'interno del processo di risanamento dell'impresa in crisi. In generale, con Temporary Management si è soliti indicare l'affidamento temporaneo (tendenzialmente da 3 a 36 mesi) della gestione di una società, o di parte della stessa, a soggetti altamente qualificati e motivati. Tale affidamento può essere volto a coprire un vuoto temporaneo dell'organizzazione o finalizzato a gestire e risolvere determinati aspetti critici, siano essi negativi (e.g. riposizionamento commerciale, gestione della crisi aziendale, ottimizzazione della struttura) o positivi (e.g. sviluppo di nuovi business), garantendo,

---

<sup>118</sup> Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2013).

nel contempo la continuità dell'organizzazione aziendale e la crescita delle competenze del management esistente. A tal fine il Temporary Manager garantisce un'operatività praticamente immediata, qualità e un particolare livello di obiettività e imparzialità decisionale. Pertanto egli viene opportunamente coinvolto all'interno del Consiglio di Amministrazione e dotato di tutti gli opportuni poteri e le deleghe necessarie allo svolgimento della propria attività.

Per l'elevato livello di competenze richiesto nello svolgimento del suddetto incarico, il Temporary Manager è una risorsa senior in termini di professionalità e di esperienza, caratterizzata da un'elevata flessibilità e adattabilità alle diverse situazioni aziendali.

Nello specifico, in un contesto di crisi d'impresa, l'intervento di un Temporary Manager può essere richiesto qualora i manager della società risultassero delegittimati sia nei confronti dei soci, sia nei confronti delle banche e dei creditori. Ciò può capitare, per esempio, qualora il management si sia reso colpevole di atti fraudolenti, di una gestione spregiudicata e scorretta o, più semplicemente, abbia optato per la negazione della crisi ai fini di non smentire le proprie scelte e capacità gestionali. Inoltre, l'individuazione e la conclamazione della crisi, primi passi per la sua risoluzione, sono spesso caratterizzati da momenti di discontinuità manageriale, con la sostituzione o l'affiancamento del precedente management attraverso la nomina di un Temporary Manager.

Tale soggetto deve coordinarsi con il *network* di specialisti indipendenti e con il management dell'azienda al fine di gestire e risolvere il momento di crisi, ponendo in essere, quando necessari, interventi riguardanti la predisposizione e l'aggiornamento di budget mensili e schemi di tesoreria, l'implementazione di azioni di gestione e taglio dei costi, la predisposizione della bozza di piano di risanamento (inclusivo della componente industriale e di manovra finanziaria) e la creazione di una disponibilità di cassa protetta per interventi straordinari. Qualora la crisi si rivelasse di grave entità l'intervento del Temporary Manager sarà maggiormente orientato a interventi radicali di *turnaround*, necessari al salvataggio dell'impresa.

Non è trascurabile, inoltre, la rilevanza assunta da tale figura in un contesto di negoziazione. Il Temporary Manager è, innanzitutto, spinto al confronto con i soci dell'impresa al fine di reperire nuovo equity (considerato dal ceto creditorio indice di *commitment* da parte dell'imprenditore) e procede in seguito alla vera e propria

negoziato con il ceto creditorio e bancario, verso il quale può beneficiare di un maggior potere negoziale legato alla propria assenza di responsabilità nell'insorgere della crisi d'impresa.

#### 4.4. *Gli advisor*

In seguito all'individuazione della crisi, una delle prime scelte all'interno del processo di risanamento è sicuramente la nomina di un advisor incaricato di gestire il processo di soluzione e gestione della situazione di difficoltà.<sup>119</sup> Sebbene il consulente non sia espressamente richiesto né disciplinato dal Legislatore, esso rappresenta una figura di fondamentale importanza e il suo intervento risulta ormai la norma in un contesto di gestione della crisi d'impresa. Nel dettaglio, l'advisor è incaricato di valutare la convenienza della ristrutturazione, di assistere l'imprenditore nella predisposizione del piano di risanamento e, eventualmente, di redigere l'*Independent Business Review (IBR)*<sup>120</sup>.

In un contesto di ristrutturazione non associato a un particolare livello di difficoltà, l'advisor viene scelto e nominato dagli azionisti di maggioranza dell'impresa, i quali spesso propendono per una società di consulenza con la quale è già presente un legame pregresso. La scelta di un consulente già a conoscenza delle caratteristiche economico finanziarie dell'impresa può favorire una rapida soluzione dello stato di crisi, pur esponendo gli *stakeholders* al rischio di veder privilegiati gli interessi del gruppo di comando dell'impresa, qualora questo fosse particolarmente vicino all'advisor individuato.

Al contrario, nei casi di ristrutturazione più complessa, la nomina dell'advisor è spesso il risultato di riunioni ufficiose dell'imprenditore con il ceto bancario, il quale propende per intermediari o società in possesso di competenze specifiche nell'ambito della ristrutturazione aziendale.

La figura dell'advisor, etimologicamente considerato il consigliere e/o consulente dedito al sostegno e supporto di un'azienda nelle fasi più delicate all'interno del proprio ciclo di vita, assume una particolare complessità legata alla possibile individuazione di quattro distinti profili professionali ad essa collegati:

---

<sup>119</sup> Capizzi (2007) e Forestieri (2011).

<sup>120</sup> Per approfondimenti sulla quale si rimanda al paragrafo 4.4.1.

- i. l'advisor industriale ha il compito di predisporre, a sostegno dell'imprenditore, un piano industriale idoneo ad assistere l'azienda in difficoltà, nel realizzare e garantire il *turnaround* e il risanamento dell'impresa. A tal fine il piano così redatto può prevedere, tra le diverse possibilità, un miglioramento del processo produttivo, l'ottimizzazione della struttura dei costi (spesso caratterizzata da eccessiva rigidità) e della gestione del magazzino, tagli del personale e dei compensi del management societario, la focalizzazione sul core business, eventuali disinvestimenti e operazioni di finanza straordinaria (e.g. M&A, affitto di ramo d'azienda);
- ii. l'advisor finanziario procede nella predisposizione di una manovra finanziaria volta al riequilibrio della capital structure dell'impresa, nonché ad allineare il ceto creditorio agli obiettivi del risanamento. Possono, tra le diverse possibilità, essere previsti il conseguimento di accordi con i creditori e la ricerca di nuovi soggetti finanziatori e/o finanziamenti da individui già presenti all'interno dell'attività;
- iii. l'advisor legale (o "legal advisor") deve strutturare l'operazione sotto il profilo legale anche al fine di contenere i rischi in caso di esito non positivo del processo. Egli è, inoltre, il soggetto incaricato della gestione del tavolo negoziale con il ceto creditorio e, in particolare, con le banche;
- iv. l'advisor fiscale (o "tax advisor") partecipa alla redazione del piano e al tavolo negoziale, ricoprendo un ruolo di primario standing nella negoziazione dei crediti tributari. Tale figura risulta di particolare rilevanza nelle procedure di concordato preventivo e di accordi di ristrutturazione dei debiti, caratterizzate dalla possibilità di usufruire dell'istituto della transazione fiscale.

Nonostante i profili individuati richiedano necessariamente competenze differenti, un unico advisor può essere incaricato anche di più ruoli. Allo stesso modo una grande società di consulenza nell'assunzione di incarichi può delegare aspetti specifici a soggetti collegati o controllati.

A prescindere dall'incarico ricoperto, l'advisor deve essere un soggetto qualificato, caratterizzato da un elevato livello di competenza specifica e di expertise nel contesto di riferimento, sia sul fronte giuridico sia economico e industriale. Nel considerare la scelta del consulente sono da considerare, inoltre, la sua rete di relazioni (con la conseguente capacità di coinvolgimento dei creditori), la *reputation*, l'assenza di conflitti di interesse e il suo essere percepito come un soggetto terzo all'impresa,

fattispecie che garantisce l'adeguata rappresentazione degli interessi di tutti i soggetti coinvolti.

#### *4.4.1. Independent Business Review*

In un contesto di crisi aziendale, le diverse parti interessate (Temporary Manager, azionisti, soci, management, creditori e finanziatori, ecc.) possono necessitare di una chiara e attenta analisi della società al fine di individuarne le principali caratteristiche e i bisogni a breve e medio termine. Alla richiesta di tale tipologia di documentazione il management societario può rispondere attraverso il conferimento a un soggetto indipendente specializzato (quale un advisor) dell'incarico di redazione di un'*Independent Business Review (IBR)*.

Tale documento rappresenta principalmente una diagnosi oggettiva e indipendente della situazione finanziaria storica e previsionale dell'azienda, con un particolare focus sui bisogni finanziari e sulle potenziali modalità per l'ottenimento di nuova finanza; ciononostante il contenuto può essere esteso anche all'analisi della società in senso lato o focalizzato su argomenti specifici quali, per esempio, la strategia aziendale, il sistema commerciale e la struttura fiscale.

La review così redatta può essere, dunque, utilizzata come base per la negoziazione di una ristrutturazione della struttura di finanziamento della società, rappresentando una garanzia per i creditori incerti della reale capacità da parte dell'impresa di ripagare i debiti contratti.

Sebbene non vi siano disposizioni normative sul contenuto di un'IBR, la prassi ha spesso evidenziato l'utilizzo di un'analisi in più fasi, prevedendo un focus, in particolare:

- i. sull'analisi dei bisogni finanziari a breve termine della società;
- ii. sull'analisi dei bisogni finanziari e della capacità di rifinanziamento della società nel medio termine, in considerazione dei diversi scenari di business plan previsti e dei costi di ristrutturazione individuati e dettagliati;
- iii. sull'analisi, oggettiva e indipendente, delle performance storiche registrate dalla società, nonché dell'attuale situazione finanziaria e di quanto ipotizzato dal management per la stima delle prospettive a breve e medio termine;

iv. sull'assistenza nelle fasi di negoziazione con i soggetti coinvolti a seconda della procedura in via di definizione.

Allo stesso modo, non vi sono norme di riferimento inerenti i requisiti e la nomina dei soggetti incaricati della redazione di un'IBR. La prassi comunque ne prevede la designazione da parte della società in crisi (eventualmente dal Temporary Manager) o, qualora richiesta esplicitamente dal ceto creditorio, da parte dello stesso. In ogni caso il pagamento del compenso risulta in carico al debitore.

In virtù dell'utilizzo del documento redatto ai fini negoziali, è richiesto un elevato livello di oggettività ed indipendenza, nonché un alto grado di esperienza sia, in generale, nel settore economico finanziario, sia, nello specifico, nel mercato di appartenenza della società in crisi.

#### 4.5. *Loan agent*

In un contesto di crisi d'impresa e, in particolare, di ristrutturazione finanziaria della società, il Loan agent rappresenta un operatore di supporto sia alle banche sia alle aziende, coinvolto nell'attività di analisi e monitoraggio post closing, ossia successiva alla firma degli accordi e dei contratti previsti dalla procedura.

L'incaricato dell'attività di Loan agency può essere sia un soggetto interno a una delle banche creditrici sia un soggetto terzo non in conflitto di interessi come, per esempio, una società di consulenza specializzata. L'attività di monitoraggio e controllo viene tuttavia svolta principalmente nell'interesse dei creditori e, pertanto, il Loan agent opera solitamente dietro mandato e in rappresentanza del ceto creditorio, nello specifico bancario.

L'attività di tale soggetto ha inizio in seguito alla stipula degli accordi tra imprenditore e ceto creditorio attraverso la verifica iniziale delle condizioni di efficacia dei contratti. Successivamente l'attività dell'agente si sviluppa in una prospettiva di controllo e vigilanza, in particolare con riferimento al corretto adempimento degli obblighi contrattuali previsti e delle condizioni di efficacia e risolutive degli accordi, effettuando, inoltre, un'attività di monitoraggio anche relativamente agli adempimenti periodici e all'attuazione dei piani.

L'agente può inoltre essere investito da parte del ceto bancario di un mandato da "auditor" e incaricato della redazione di report periodici aventi ad oggetto i) dati economici, patrimoniali, finanziari infrannuali e relativi al portafoglio ordini, ii) il livello degli utilizzi dei fidi a breve termine per ciascun istituto per forma tecnica di fido, iii) la quantificazione degli insoluti sulle anticipazioni salvo buon fine o di arretrati sugli anticipi fatture, iv) lo stato delle trattative relative a eventuali dismissioni di asset non core previste dal piano, v) il verificarsi di eventi rilevanti per i quali è possibile invocare la risoluzione contrattuale.

In conclusione, l'introduzione di un Loan agent nel contesto post ristrutturazione dei debiti garantisce la presenza di un soggetto capace e indipendente, volto alla verifica del rispetto degli accordi e delle condizioni applicate, che possa portare a una semplificazione e velocizzazione delle procedura di gestione dell'accordo di ristrutturazione, nonché a un miglior coordinamento dei soggetti coinvolti. Ulteriori vantaggi derivanti dalla partecipazione di questa figura sono riconducibili all'assistenza costante alla società per un utilizzo ottimale delle linee di credito concesse dal ceto bancario, alla possibilità di una costante verifica di parità di trattamento e di condizioni tra le diverse banche coinvolte negli utilizzi e nei rientri e una gestione più rapida ed efficiente di eventuali situazioni critiche e/o straordinarie.

#### 4.6. *Credit Risk Officer*

Con la diffusione del fenomeno della crisi aziendale, il Credit Risk Officer (o "CRO") ha assunto di anno in anno una rilevanza sempre crescente, fino a ricoprire un ruolo chiave sia per l'impresa sia per i terzi coinvolti.

La sua presenza all'interno delle società, oltre a rappresentare un elemento di grande importanza strategica per la sopravvivenza e lo sviluppo aziendale, rappresenta, infatti, un ulteriore garanzia per i soggetti terzi, i quali possono fare affidamento sull'intervento, oltre del già citato Loan agent, di questa ulteriore figura professionale. A differenza dello stesso Loan agent, il quale ricopre a tutti gli effetti un ruolo di advisor all'interno dell'impresa, occorre evidenziare come il Credit Risk Officer possa beneficiare di un livello di credibilità e di una capacità di intervento ancora superiori, derivanti dal suo *status* di componente interno al Consiglio di Amministrazione societario.

Nello svolgimento della propria attività, il Credit Risk Officer si dedica all'analisi e all'effettiva comprensione della qualità dei crediti commerciali detenuti dall'impresa, individuando e valutando l'eventuale rischio di credito e la solvibilità dei clienti, e portando, conseguentemente, all'implementazione di opportune strategie di *risk management* e recupero crediti. L'incarico risulta di grande rilevanza sia nella fase di *origination* del portafoglio clienti, sia nelle successive fasi di monitoraggio, al fine di intercettare in maniera tempestiva l'eventuale deterioramento del profilo di rischio del cliente. L'attività può prevedere l'ausilio di strumenti specifici, quali modelli statistici, finalizzati a una migliore gestione del rischio di credito che può, in un intervallo di tempo variabile, portare all'incremento dei ricavi, alla diminuzione dei DSO (*Days Sales Outstanding*) e al decremento del cosiddetto "*bad debt*". L'opportuno inserimento del CRO all'interno di una società in stato di crisi può, dunque, favorire il trend del capitale circolante atteso all'interno del Piano di risanamento, riducendo i rischi connessi a eventuali dissesti o comportamenti opportunistici da parte dei clienti.

Per lo svolgimento di tale attività, il Consiglio di Amministrazione societario si trova solitamente ad avvalersi di società specializzate, date le difficoltà spesso connesse al reperimento delle informazioni necessarie a una corretta valutazione e alla successiva gestione ed elaborazione di rilevanti quantità di dati, inerenti il rapporto alla base del credito, le caratteristiche del debitore e la costante verifica del mercato di riferimento.

In considerazione dell'elevato livello di specializzazione richiesto, l'incarico di Credit Risk Officer necessita di elevate competenze sia legali sia commerciali, non trascurando, tuttavia, anche gli aspetti amministrativi e finanziari.

#### 4.7. *Gli organi giudiziari*

Il capitolo 3 del presente documento ha evidenziato la diversa rilevanza assunta dalla componente giudiziale all'interno delle diverse procedure di gestione e soluzione della crisi d'impresa.

Nelle procedure in continuità, come evidenziato in precedenza, i) il piano di risanamento ex art. 67 L.F. rappresenta un istituto completamente stragiudiziale; ii) l'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F. costituisce una forma "ibrida", necessitando dell'intervento del Tribunale nelle circostanze e nelle modalità illustrate nel capitolo precedente; iii) il concordato preventivo presenta una rilevante

componente giudiziale, prevedendo il coinvolgimento all'interno della procedura del Tribunale (coinvolto sia nell'ammissione alla procedura sia nella sua omologazione), del Giudice delegato (che presiede e sovrintende l'intera procedura di concordato), del Commissario giudiziale (figura approfondita nel paragrafo successivo) e, nel caso di concordato con cessione dei beni, del Comitato dei creditori e di uno o più soggetti liquidatori.

È tuttavia nelle procedure con finalità liquidatoria che la componente giudiziale risulta più rilevante e, in particolare, nella procedura fallimentare. All'interno di questa si riconosce il coinvolgimento di quattro organi principali: il Tribunale fallimentare, il Giudice delegato, il Curatore fallimentare e il Comitato dei creditori. Nel prosieguo del paragrafo sono illustrati, nell'ordine, le principali funzioni riconosciute dalla normativa agli organi individuati.<sup>121</sup>

Il Tribunale fallimentare è un organo collegiale, composto da 3 magistrati, a cui sono attribuiti i poteri di controllo sugli altri soggetti coinvolti nella procedura. In particolare esso è incaricato della nomina, della revoca e dell'eventuale sostituzione (per motivi giustificati) degli organi coinvolti, qualora tali provvedimenti non fossero di competenza del Giudice delegato. Il Tribunale è inoltre l'organo incaricato di risolvere le controversie relative al fallimento e i reclami rispetto ai provvedimenti intrapresi dal Giudice delegato.

Il Giudice delegato ha funzioni di vigilanza e di controllo sulla regolarità della procedura ed è coinvolto in funzioni essenzialmente giurisdizionali. Nel dettaglio, conseguentemente alle modifiche apportate dal D.Lgs. 5/2006, esso deve riferire al Tribunale su ogni affare per il quale è richiesto un provvedimento del collegio e deve emettere o far emettere dalle competenti autorità i provvedimenti urgenti per la conservazione del patrimonio. Esso procede all'accertamento dei crediti e dei diritti reali e personali vantati dai terzi ed è il soggetto incaricato di convocare il Curatore e il Comitato dei creditori nei casi prescritti dalla Legge e ogniqualvolta ciò sia ritenuto opportuno ai fini procedurali, provvedendo, inoltre sui reclami proposti contro gli atti degli stessi organi.

Il Curatore fallimentare, nominato dal Tribunale con la sentenza dichiarativa di fallimento, era precedentemente incaricato dell'amministrazione del patrimonio del

---

<sup>121</sup> Capizzi, Chiesi (2013) e Ipsos-Francis Lefebvre (2014).

fallimento sotto la direzione del Giudice delegato. In seguito alle modifiche operate dal D. Lgs. 5/2006, il Curatore assume oggi un ruolo da protagonista all'interno della procedura e le sue competenze riguardano innanzitutto l'amministrazione del complesso di beni mobili ed immobili, di diritti e obblighi e di rapporti attivi e passivi del fallito sotto la vigilanza del Giudice delegato e del Comitato dei creditori. Esso si assume, inoltre, la responsabilità delle operazioni della procedura e rappresenta il soggetto incaricato di apporre i sigilli, redigere l'inventario e predisporre il progetto di stato del passivo, nonché il programma di liquidazione e di gestione delle vendite. Si evidenzia che, al fine dello svolgimento dell'incarico, il Curatore fallimentare non può essere coniuge, parente o affine entro il quarto grado del fallito o creditore del fallito. Inoltre, egli non deve aver concorso al dissesto dell'impresa durante i due anni antecedenti la dichiarazione di fallimento o trovarsi in conflitto di interessi con il fallimento. Il Curatore, secondo le indicazioni del Legislatore, è incaricato di presentare al Giudice delegato, entro 60 giorni dalla dichiarazione di fallimento, una relazione particolareggiata sulle cause e circostanze del fallimento, sulla diligenza e sulle responsabilità del fallito e di altri e su eventuali fatti rilevanti in sede penale, avendo cura, inoltre, di indicare gli eventuali atti del fallito già impugnati dai creditori attraverso l'azione revocatoria ordinaria e quelli che egli intende impugnare attraverso azioni revocatorie fallimentari. È compito del Curatore effettuare il deposito, ogni 6 mesi, presso la cancelleria del Tribunale di competenza e presso il Registro delle Imprese, di una relazione contenente le attività svolte, le notizie sul fallimento e un rendiconto della gestione, nonché il deposito delle somme riscosse a qualunque titolo entro 10 giorni su un conto corrente intestato al fallimento. Le disponibilità liquide acquisite in tale modo possono essere investite in titoli di stato o in altri titoli. Infine, il Curatore fallimentare è incaricato della tenuta del giornale del fallimento, ovvero di un registro sul quale annotare cronologicamente le operazioni relative alla sua gestione e della presentazione di un conto della gestione alla conclusione della liquidazione dell'attivo.

Il Comitato dei creditori, ultimo organo analizzato, è nominato dal Giudice delegato entro 30 giorni dalla dichiarazione di fallimento ed è composto da 3 o 5 membri scelti tra i creditori in modo tale da rappresentare in misura corretta ed equilibrata la quantità e la qualità dei crediti. Tendenzialmente all'interno del comitato è chiamata a far parte almeno una delle banche creditrici, la quale potrà decidere se accettare o rifiutare la

nomina. Il Comitato vigila sull'operato del Curatore, autorizzandone gli atti ed esprimendo pareri nei casi previsti dal Legislatore, ovvero su richiesta del Tribunale o del Giudice delegato. Inoltre, il Comitato dei creditori deve approvare o dar parere favorevole vincolante per il Curatore, in caso di investimenti in titoli di stato delle somme liquide disponibili, di riduzioni di crediti, transazioni, rinunzie a liti e ricognizioni di diritti di terzi. Allo stesso modo è necessaria la sua approvazione per la cancellazione di ipoteche, la restituzione di pegni, lo svincolo delle cauzioni e gli atti di straordinaria amministrazione

#### 4.8. *Il Commissario giudiziale*

Come si ha già avuto modo di evidenziare, il concordato preventivo ex artt. 160 e ss L.F. rappresenta una delle procedure di gestione della crisi d'impresa a maggior contenuto giudiziale. In tale contesto, risulta sicuramente di particolare rilevanza il ruolo ricoperto dal Commissario giudiziale, figura prevista dall'art 163 L.F. e in possesso di funzioni di coordinamento, vigilanza e controllo sull'attività del debitore, al fine di tutelare gli interessi dei creditori.<sup>122</sup>

Al fine di evidenziare in maggior dettaglio le caratteristiche di tale professionista, nel presente paragrafo si provvederà innanzitutto a fornire indicazioni con riferimento al processo di nomina e ai requisiti necessari, passando successivamente ad analizzare i principali compiti svolti all'interno della procedura di concordato preventivo e l'esposizione ad azioni di responsabilità civile e penale.

Il già citato art. 163 L.F. prevede la nomina del Commissario giudiziale attraverso lo stesso provvedimento con il quale il Tribunale di competenza dichiara aperta la procedura di concordato preventivo. Il rimando da parte del Legislatore agli artt. 28, 29 L.F. evidenzia una sovrapposizione tra i requisiti richiesti per ricoprire il ruolo di Commissario giudiziale e quelli del Curatore fallimentare, individuando, dunque, presupposti di professionalità e di indipendenza.<sup>123</sup> Nei due giorni successivi alla sua nomina, il Commissario deve provvedere a comunicare al Giudice delegato la propria accettazione dell'incarico, in assenza della quale il Tribunale, in camera di consiglio, provvederà a individuare d'urgenza un nuovo incaricato.<sup>124</sup> Il Decreto del Fare ha

---

<sup>122</sup> Ipsos-Francis Lefebvre (2014) e Bonfatti, Censoni (2011).

<sup>123</sup> Art. 28 L.F., "Requisiti per la nomina a curatore", modificato dal D.Lgs. 5/2006.

<sup>124</sup> Art. 29 L.F., "Accettazione del curatore".

introdotto la facoltà di nomina del Commissario giudiziale nella fase successiva alla domanda di ammissione al concordato, già nel decreto che fissa il termine entro il quale il debitore deve depositare la proposta e il piano concordatario. Nelle intenzioni del Legislatore vi è la possibilità del professionista di esaminare con anticipo le scritture contabili dell'impresa e di verificare l'eventuale sussistenza di fatti che rendano improcedibile la domanda e che portino alla dichiarazione del fallimento del debitore.

Se la procedura presenta una particolare rilevanza e un elevato grado di complessità il Tribunale può nominare un organo con natura collegiale avente le funzioni del Commissario giudiziale.<sup>125</sup>

In ogni caso, l'art. 165 L.F. riconosce per il Commissario la qualifica di "pubblico ufficiale", da cui consegue l'obbligo di personale esercizio dei compiti previsti e l'impossibilità di delega ad altri soggetti. Ciononostante, è opinione prevalente che il Commissario giudiziale possa essere affiancato da collaboratori nell'esercizio della propria attività, nell'interesse della procedura di concordato.

In seguito alla nomina, il Commissario giudiziale in possesso dei requisiti di cui sopra è incaricato di funzioni di vigilanza e di consulenza, nelle vesti di ausiliario del Giudice delegato. Egli ha, inoltre, funzioni di coordinamento e di controllo su tutta l'attività svolta dal debitore, il quale, sebbene conservi l'amministrazione dei propri beni e l'esercizio dell'impresa, deve operare sotto la sua vigilanza.<sup>126</sup> A tal riguardo, il Decreto del Fare ha inoltre introdotto la necessità, nella fase anteriore al decreto di ammissione alla procedura, di richiesta da parte del Tribunale del giudizio del Commissario giudiziale per il rilascio dell'autorizzazione a compiere atti di straordinaria amministrazione. Lo stesso Decreto ha, infine, introdotto in capo al debitore specifici obblighi informativi periodici, da adempiere sotto la vigilanza del Commissario giudiziale. Qualora il Commissario, nello svolgimento della propria attività di controllo, accertasse l'esistenza di comportamenti scorretti da parte del debitore, è suo dovere riferire immediatamente al Tribunale, il quale apre d'ufficio il procedimento per la revoca dell'ammissione al concordato e provvede, eventualmente, alla dichiarazione di fallimento del debitore.<sup>127</sup>

---

<sup>125</sup> Trib. Benevento (19 agosto 2013).

<sup>126</sup> Art. 167 L.F., "Amministrazione dei beni durante la procedura".

<sup>127</sup> Art. 172 L.F., "Revoca dell'ammissione al concordato e dichiarazione del fallimento nel corso della procedura", sostituito dal D.Lgs. 169/2007 e modificato dal D.L. 179/2012.

Nel proseguo della procedura di concordato preventivo è possibile individuare tre incarichi cardine riconducibili alla figura del Commissario: la convocazione dei creditori, l'inventario del patrimonio del debitore e la redazione della relazione del Commissario giudiziale.

Con riferimento al primo incarico individuato, dopo l'esame delle scritture contabili presentate dal debitore ex art. 161 L.F., il Commissario procede alla verifica dell'elenco dei creditori e dei debitori, identificando i soggetti che hanno diritto a partecipare all'adunanza e alla successiva votazione. Tali creditori sono, dunque, informati e convocati dal Commissario giudiziale attraverso posta elettronica certificata.<sup>128</sup>

Relativamente agli altri compiti individuati, essi sono previsti dall'art. 172 L.F., "Operazioni e relazione del Commissario": il Commissario giudiziale è incaricato della redazione dell'inventario del patrimonio del debitore, servendosi eventualmente dell'assistenza di uno stimatore nominato dal Giudice delegato, e di redigere una relazione particolareggiata sulle cause del dissesto, sulla condotta del debitore, sulle proposte di concordato e sulle garanzie offerte ai creditori. Tale relazione deve essere depositata in cancelleria almeno dieci giorni prima dell'adunanza dei creditori e costituisce il documento da cui il Tribunale attinge le informazioni necessarie per il controllo in fase di omologa, potendo, se necessario, richiedere integrazioni al Commissario. Successivamente all'adunanza, il Commissario è il soggetto incaricato della sottoscrizione del verbale.

La cessazione dell'incarico di Commissario giudiziale avviene solitamente al momento della chiusura della procedura, ma può avvenire anche in caso di revoca da parte del Tribunale, di dimissioni o di morte, richiamando la disciplina del Curatore fallimentare.

In ogni momento dell'incarico il debitore e gli altri soggetti interessati possono proporre reclamo al Giudice delegato contro i provvedimenti del Commissario giudiziale. Tale reclamo può essere proposto anche nel caso di inerzia del professionista rispetto ad attività che gli competono per Legge. Successivamente il Giudice provvede sul reclamo con decreto motivato, contro il quale è ammesso il ricorso al Tribunale che provvederà a decidere, sempre con decreto motivato, dopo aver sentito il Commissario e il reclamante. Se il reclamo contro un comportamento omissivo del Commissario dovesse venire accolto, sarà suo obbligo dare esecuzione al provvedimento.

---

<sup>128</sup> Art. 171 L.F., "Convocazione dei creditori"

Se il Commissario non adempie ai propri obblighi con la diligenza dovuta, è diritto del debitore, del creditore e dell'eventuale Curatore di un successivo fallimento, agire nei suoi confronti con azioni di responsabilità civile, per le quali il Legislatore richiama esplicitamente la disciplina del Curatore fallimentare. Può esserci responsabilità del Commissario anche nel caso di atti autorizzati dal Giudice o approvati dall'adunanza dei creditori. Il professionista può inoltre essere soggetto a azioni di responsabilità penale in caso di interesse privato negli atti della procedura<sup>129</sup> o di accettazione di retribuzione non dovuta.<sup>130</sup>

#### 4.9. *Gli attori nel confronto negoziale banca / impresa*

Dopo aver esaminato nei paragrafi precedenti i principali soggetti coinvolti nel procedimento di gestione e soluzione della crisi d'impresa è possibile, a questo punto della trattazione, effettuare un approfondimento su una delle principali componenti del processo: il confronto negoziale tra la banca e l'impresa.<sup>131</sup>

A tal fine è innanzitutto necessario evidenziare che all'interno di una situazione di crisi, l'impresa si trova a fronteggiare due tipologie di criticità:

- i. una criticità operativa, non eliminabile in quanto assimilabile al rischio d'impresa, rappresentata dal rischio di *execution* del piano industriale;
- ii. una criticità transazionale, legata alla necessità di negoziare in tempi ridotti un accordo con i diversi creditori (principalmente con quelli finanziari), per non aggravare ulteriormente le condizioni della società rendendo irrisolvibile la crisi d'impresa. Al fine di minimizzare il rischio transazionale occorre sin da subito proporre ai *lenders* un intervento bancabile.

Il procedimento negoziale con i creditori finanziari può risultare molto complesso: le opportunità offerte dal Legislatore in seguito agli interventi di riforma fallimentare e, in particolare, le procedure di ristrutturazione in continuità, hanno infatti introdotto alcuni importanti elementi di complessità gestionale. Pertanto, i processi negoziali di ristrutturazione del debito si sostanziano nella prassi in transazioni molto delicate e necessitano dunque di un approccio gestionale evoluto da parte dell'intermediario, improntato, cioè, su un'analisi approfondita della natura e delle cause della crisi, nonché

---

<sup>129</sup> Art. 228 richiamato dall'art 236 L.F.

<sup>130</sup> Art. 229 richiamato dall'art 236 L.F.

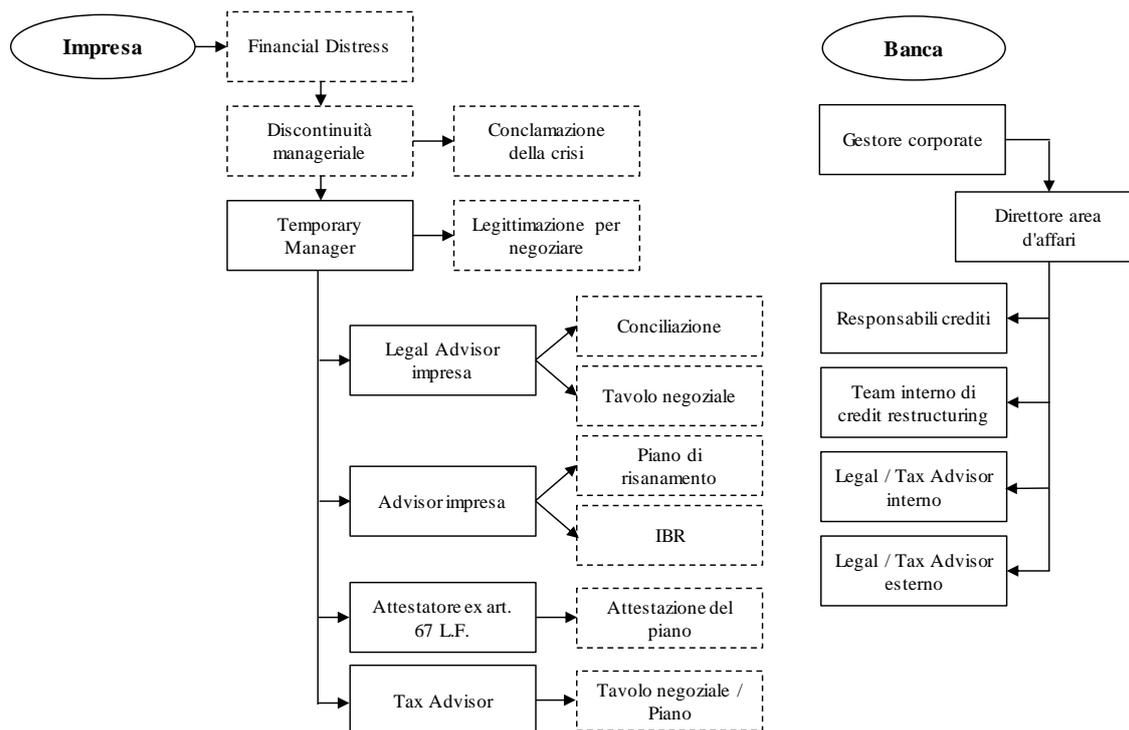
<sup>131</sup> Capizzi (2014).

su una valutazione *ex ante* di un complesso percorso di risanamento finanziario e di rilancio del business.

Le caratteristiche di complessità connesse a tali processi e la necessità di gestirli da subito in maniera efficace, hanno portato gli intermediari creditizi a ricercare figure specializzate nella gestione delle ristrutturazioni, dotate di competenze sia legali sia analitiche ed economico aziendali, indispensabili, quest'ultime, per individuare una situazione problematica prima del suo assoluto deterioramento e per valutare le assunzioni e la tenuta di un piano di risanamento.

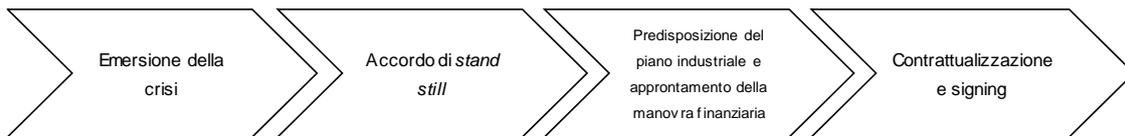
La figura di seguito riportata illustra i diversi soggetti coinvolti nel tavolo negoziale tra l'impresa debitrice e la singola banca, alcuni dei quali sono già stati oggetto di approfondimento nei paragrafi precedenti.

Figura 4.2 Gli attori del confronto negoziale



All'interno del processo negoziale di una ristrutturazione del debito in continuità è possibile individuare quattro macro fasi, illustrate nella figura successiva e approfondite nel proseguo della trattazione.

**Figura 4.3 Le fasi di un processo di ristrutturazione in continuità**



Fonte: Capizzi (2014)

Tali fasi sono caratterizzate da forti interdipendenze sequenziali, tanto che il processo può arrivare spesso ad arrestarsi in quanto la mancata condivisione tra gli attori su uno *step* precedente molto spesso non consente l'avvio del passaggio successivo.

La prima fase individuata consiste nell'emersione dello stato di crisi in capo all'azienda che procede, dunque, a comunicare alla banca la propria situazione di difficoltà e l'eventuale intenzione di intraprendere un percorso di ristrutturazione. Dopo aver ricevuto tale comunicazione, gli intermediari finanziari provvedono ad avviare una propria attività di analisi diagnostica, finalizzata a meglio comprendere la natura delle difficoltà e la loro gravità, nonché a valutare l'eventuale reversibilità del contesto di crisi. I professionisti interni alle funzioni di *Restructuring* delle singole banche provvedono dunque a effettuare, nell'ordine, i) una ricognizione del rischio del credito in essere, finalizzata a comprendere le caratteristiche e la natura dell'esposizione creditizia, ii) un'analisi del settore, finalizzata a individuare le proprietà del business di riferimento ed eventuali ostacoli alla continuità aziendale, iii) una review interna del company profile, volta a comprendere il posizionamento competitivo dell'azienda nel mercato di riferimento, iv) un'analisi critica delle cause interne ed esterne della crisi, v) un controllo su eventuali eventi pregiudizievoli attraverso l'uso di sistemi di business intelligence bancaria, vi) un'analisi dei key financials sia storici sia di budget, ove disponibili. In seguito al completamento dell'attività diagnostica e individuata l'effettiva sostenibilità delle ipotesi di continuità nel breve periodo, gli stessi intermediari finanziari sollecitano l'avvio di un processo di ristrutturazione nel corso degli incontri effettuati con il cliente, finalizzati al recepimento e alla condivisione delle informazioni.

La società in stato di crisi può, a questo punto, presentare alle banche una proposta di *stand still* o moratoria, finalizzata a regolamentare questa fase transitoria e a evitare comportamenti opportunistici da parte di istituti che potrebbero revocare o bloccare le linee concesse, chiedendone il rientro e influenzando negativamente il processo di

ristrutturazione. La scelta dell'impostazione di questi accordi è oggetto di lunghe negoziazioni tra le parti coinvolte e spesso gli intermediari richiedono al cliente e ai suoi advisor la predisposizione di budget di tesoreria analitici finalizzati a verificare le effettive esigenze di cassa attese dalla controparte. In questa fase gli advisor finanziari "più proattivi" potrebbero considerare di accompagnare alla richiesta di *stand still* un budget di tesoreria di "tredici settimane", finalizzato a rappresentare agli istituti di credito la situazione di cassa e la gravità della tensione finanziaria. Tale prospetto dovrebbe essere, dunque, periodicamente aggiornato e integrato lungo l'intera durata dell'accordo di moratoria.

Dopo aver individuato nelle fasi precedenti le caratteristiche del contesto di riferimento, il ceto bancario avvia il processo di valutazione della proposta avanzata dal debitore, considerando separatamente il piano industriale e la manovra finanziaria. A tal fine, le banche possono servirsi, oltre che della documentazione presentata dal cliente e dagli advisor, dell'attestazione del professionista indipendente e di ulteriore documentazione di supporto, quale, per esempio, un'IBR redatta da un terzo advisor indipendente. In tal modo, gli intermediari finanziari possono certificare la situazione contabile di partenza e beneficiare di maggior informazioni con riferimento alla veridicità dei dati di partenza, alla fattibilità del piano e all'analisi critica delle assunzioni e ipotesi di piano. Con specifico riferimento alla manovra finanziaria, la valutazione delle banche comincia con la definizione della struttura dell'indebitamento finanziario di partenza e continua con l'analisi dell'effettiva "bancabilità" della proposta di ristrutturazione. A tal riguardo, essa deve presentare caratteristiche di:

- coerenza, intesa come compatibilità rispetto alle ipotesi del *business plan* presentato, al quadro macroeconomico, all'outlook atteso del settore di riferimento e alla situazione specifica dell'impresa. In altre parole, una manovra finanziaria risulta coerente se idonea a supportare finanziariamente l'esecuzione del piano industriale;
- sostenibilità, ovvero la capacità di consentire ai creditori di mettere in sicurezza le proprie ragioni di credito. Una manovra risulta sostenibile se in grado riequilibrare la struttura finanziaria della società in un arco di tempo medio lungo (3 – 5 anni), garantendo, come detto, la messa in sicurezza delle ragioni di credito bancarie;

- omogeneità, o la capacità di garantire simultaneamente il contemperamento degli interessi delle diverse categorie di creditori individuate, nel rispetto della *par condicio creditorum* anche all'esterno di una procedura giudiziale;
- contrattualizzabilità, intesa come la possibilità della manovra di essere tradotta in un contratto vincolante, tutelante ed efficace per tutte le parti coinvolte. Una contrattualizzazione di relativa immediatezza e completezza permette di evitare una continua manutenzione post closing e la riduzione dei tempi e dell'effort dedicati alla negoziazione con il ceto creditorio ha senza dubbio un impatto positivo sulle possibilità di successo di un processo di ristrutturazione, permettendo, dunque, all'impresa di focalizzare in tempi rapidi l'attenzione del proprio management sul business e sull'execution del piano.<sup>132</sup>

Il risultato delle attività di valutazione del piano industriale e della manovra finanziaria si sostanzia in un parere dell'organo tecnico o proponente, rappresentato dalla funzione di *Restructuring* di ogni singolo intermediario, in seguito al quale la proposta potrà essere accolta o respinta. In caso di rifiuto, qualora fosse possibile modificare la proposta, avverrà la riapertura del tavolo negoziale. Tale fattispecie non potrà verificarsi qualora l'ipotesi di continuità aziendale non fosse ritenuta credibile, con la conseguente assegnazione della gestione del rapporto alle strutture di *workout* dell'intermediario.

Occorre evidenziare che l'eventuale accettazione della proposta da parte del ceto bancario è spesso subordinata a condizioni di delibera di carattere sospensivo o risolutivo dell'efficacia deliberativa.

In fase avanzata di negoziazione della manovra finanziaria, può avere effettivamente inizio la negoziazione dei contratti che regolamenteranno l'accordo di ridefinizione dell'indebitamento. La finalità perseguita è, dunque, la definizione di un contratto quadro (o convenzione interbancaria) che superi l'assetto contrattuale precedente, frutto di numerosi contratti bilaterali che regolamentano ciascuna forma tecnica per i diversi istituti coinvolti, e che sia eventualmente comprensiva di clausole accessorie finalizzate a migliorare la bancabilità della proposta (e.g. la previsione di obblighi informativi e il rispetto di *covenant*). Il contratto quadro così individuato può essere affiancato da contratti integrativi aventi per oggetto la regolamentazione della nuova finanza e

---

<sup>132</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

rapporti di agenzia aventi a oggetto, tra gli altri, la nomina di un Loan agent, coinvolto nella successiva fase di monitoraggio.

In seguito alla definizione e alla stipula della convenzione interbancaria è possibile individuare un'ulteriore fase, c.d. di monitoraggio post closing, durante la quale gli intermediari finanziari osservano periodicamente le performance di piano e il raggiungimento di eventuali *milestones* ipotizzate. Come si ha già avuto modo di evidenziare precedentemente, risulta fondamentale in questa fase l'intervento e l'attività di coordinamento del Loan agent, soggetto indipendente con funzioni sia amministrative sia di controllo. In tale contesto, qualora diventasse evidente un'eventuale inidoneità del piano in fase di attuazione, diverrà fondamentale la tempestività da parte di tutti i soggetti coinvolti nell'avviare un nuovo processo d'indagine, finalizzato all'individuazione delle cause di tale performance e di idonei correttivi, al quale potrà conseguire l'apertura di un "secondo giro" di negoziazioni, che richiederà la redazione di un nuovo *business plan* e ulteriori rinunce da parte del ceto creditorio.



## Capitolo 5

### **Case Studies: esempi di procedure ex artt. 67 e 182 bis**

#### **L.F.**

##### *5.1. Finalità dell'analisi empirica*

L'analisi della normativa e dei principali testi di riferimento ha permesso, nell'ambito del capitolo 3, di evidenziare i principali vantaggi e svantaggi delle procedure in continuità, oltre che i contesti più auspicabili per l'utilizzo delle diverse procedure. Il presente capitolo, attraverso l'analisi di due *case studies* inerenti le principali procedure in continuità individuate, è finalizzato a verificare che le conclusioni derivanti dall'esame della normativa e della letteratura siano effettivamente confermate dalla realtà aziendale.

Nello specifico, risulta senza dubbio di interesse in questa sede considerare gli aspetti non esplicitamente derivanti dalle indicazioni effettuate dal Legislatore in considerazione dei più recenti interventi normativi.

Pertanto, riprendendo i concetti riportati nella valutazione comparativa effettuata nell'ambito del paragrafo 3.2.6, si invita il lettore a rivolgere un'attenzione particolare alla complessità e alle tempistiche ritenute necessarie per le procedure e alle caratteristiche del debito e del ceto creditorio.

##### *5.2. Case study: accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F.*

###### *5.2.1. Introduzione del caso SVI*

Nel gennaio 2013 la società Security Vigilantes d'Italia S.p.A. (di seguito "SVI" o la "Società"), Holding di direzione e coordinamento del Gruppo SVI (di seguito il "Gruppo"), ha informato i creditori di voler accedere a una procedura di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis.

Al fine di effettuare un'adeguata analisi delle caratteristiche fondamentali del caso, si provvederà a esaminare, nel paragrafo 5.2.2, l'attività svolta dalla Società, le cause della sua crisi e la sua situazione economico/patrimoniale storica. Il paragrafo 5.2.3 presenta un approfondimento sulle caratteristiche principali del settore di riferimento, fondamentale anche per comprendere la correttezza delle assunzioni del Piano di risanamento, delineate e approfondite insieme alle caratteristiche dell'Accordo di ristrutturazione dei debiti nell'ambito del paragrafo 5.2.4.

### *5.2.2. Le cause della crisi e la situazione economico/patrimoniale storica*

#### Attività svolta

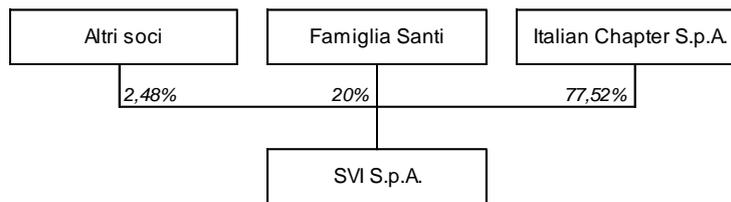
SVI è una primaria azienda italiana che attraverso le sue controllate opera nel settore della vigilanza privata da oltre 50 anni.

Nel dettaglio, i servizi prestati sono raggruppabili nelle seguenti macrocategorie: i) vigilanza fissa, ii) vigilanza di zona e pronto intervento, iii) trasporto e contazione, iv) portierato e v) servizi tecnologici, inclusivi di monitoraggio e trasmissione di dati e immagini alle centrali operative del Gruppo, nonché di vendita e installazione di impianti tecnologici di sicurezza. Il Gruppo è presente sul territorio nazionale con 21 sedi e 6 centrali operative ed è fra i leader nel mercato italiano – costituito da oltre 900 operatori - con una quota stimata di poco inferiore al 10%. Il Gruppo, che impiega oltre 3.000 dipendenti e 350 addetti di lavoro interinale, ha un portafoglio di circa 60.000 clienti attivi rappresentati da i) grandi clienti corporate (istituti bancari e multinazionali), ii) aziende di piccola e media dimensione, iii) esercizi commerciali (c.d. “small business”, rappresentato da bar e negozi) e iv) pubblica amministrazione (con un processo di acquisto legato a bandi pubblici).

Tutte le azioni della Società risultano gravate da pegno a favore di Banca Lombarda e Banca del Nord-Ovest.

Il grafico seguente illustra la compagine societaria di SVI.

**Figura 5.1 Compagine societaria SVI S.p.A.**



Fonte: visura ordinaria CCA

### Le cause della crisi

In considerazione della sua natura di Holding di partecipazione, la disamina delle cause di crisi della Società non può prescindere da un'analisi del Gruppo a livello complessivo e, quindi, anche delle sue società partecipate. In seguito all'insorgere dello stato di crisi, la Società ha provveduto a determinarne le principali cause, al fine di identificare la strategia più idonea a garantire la continuità aziendale. Nel dettaglio, lo stato di tensione finanziaria del Gruppo, manifestatosi a partire dall'esercizio 2009, è dovuto al congiunto verificarsi di cause di natura sia esterna sia interna, a cui l'azienda non ha saputo adattarsi in modo sufficientemente rapido.

Per quanto riguarda i *fattori esterni*, essenzialmente sono stati due quelli che hanno impattato la performance del Gruppo: i) la *crisi economica*, scoppiata nell'ultimo trimestre del 2008 e ii) la *liberalizzazione del mercato dei servizi di vigilanza* avvenuta nel 2008.

La congiuntura economica ha, infatti, duramente colpito i principali mercati di sbocco del Gruppo, determinando una stagnazione della domanda e una tensione sui prezzi. Nello specifico:

- il *settore bancario* è risultato uno dei più colpiti dalla crisi, con una conseguente tensione sui prezzi derivante dalla forte riduzione di tutti i costi;
- il *settore immobiliare* ha subito un forte rallentamento, derivante dalla rilevante riduzione del numero di nuovi cantieri e della domanda di nuove abitazioni residenziali. Tali fattispecie hanno determinato una significativa contrazione della domanda dei servizi di sicurezza e di vigilanza inerenti;
- la *grande distribuzione organizzata* ha sofferto una contrazione negli investimenti dedicati all'apertura di nuovi centri e una forte attenzione per la riduzione di tutti i

costi di gestione, da cui sono derivate sia una contrazione della domanda dei servizi di vigilanza sia un aumento della tensione sui prezzi;

- il settore *retail* ha risentito della significativa diminuzione dei consumi riscontrabile in tutte le tipologie di esercizi commerciali, a cui sono conseguite una minor domanda di servizi e la riduzione dei costi.

Agli effetti negativi dal lato della domanda, si sono aggiunti quelli ancor più significativi dal lato dell'offerta, riconducibili alla liberalizzazione del mercato. La regolamentazione del settore della vigilanza privata è definita dal TULPS (Testo Unico Leggi di Pubblica Sicurezza), integrato dai regolamenti provinciali emessi dalle prefetture. Nel passato, tale regolamentazione aveva fortemente limitato la concorrenza, attraverso un rigido sistema autorizzativo per l'accesso al mercato e soprattutto attraverso l'esistenza di "tariffe prefettizie", definite in maniera vincolante dalla Prefettura per ogni provincia. Nel corso del 2008, il cambio della normativa, finalizzato alla liberalizzazione del mercato, ha determinato l'eliminazione del vincolo autorizzativo relativo a ogni singola provincia e, soprattutto, l'abolizione di tali tariffe. Tali modifiche hanno determinato un incremento del livello competitivo del mercato, derivante dall'ingresso di nuovi piccoli operatori, e una forte contrazione dei prezzi e dei margini di tutte le aziende del settore.

Relativamente ai *fattori interni* che hanno determinato lo stato di tensione finanziaria, si segnalano i seguenti elementi:

- i. *rapporto di leverage superiore alla media di settore*: il Gruppo nel 2006 è stato oggetto di un'operazione di leveraged buy-out (LBO), che ha appesantito la struttura finanziaria con un forte indebitamento, seppur del tutto coerente con gli standard caratterizzanti il comparto delle leveraged acquisition alla data di riferimento del buy-out;
- ii. *mix di vendita poco favorevole*: nel 2009 quasi la metà del fatturato del Gruppo derivava dai servizi di vigilanza fissa (39,6%) e portierato (8,4%). Tali aree di business sono state fortemente colpite dalla manovra di liberalizzazione del 2008, che, come si è visto, ha portato a una significativa riduzione dei prezzi e, conseguentemente, della marginalità per tutte le aziende storicamente attive in tali comparti;

- iii. *costo del lavoro elevato*: il Gruppo, essendo un operatore storico, dispone di una forza lavoro diretta con un'anzianità media di servizio superiore rispetto a quella dei numerosi concorrenti entrati sul mercato recentemente;
- iv. *costi di struttura eccessivi*: negli ultimi anni il Gruppo è stato protagonista di un forte processo di aggregazione, culminato con l'integrazione, avvenuta nel 2008, delle attività italiane del gruppo spagnolo Seguridad. Il processo in questione, anche a causa del particolare assetto regolamentare del settore, ha prodotto nell'immediato una serie di impatti sulla struttura organizzativa del Gruppo in termini di *change management*;
- v. *modelli di offerta commerciale disomogenei e poco efficaci*: il particolare assetto regolamentare del settore ha determinato comportamenti e modelli distributivi difformi (mandati di agenzia, tabelle provvigionali, offerta commerciale) sulle diverse aree del territorio nazionale in cui opera il Gruppo; tale disomogeneità ha portato allo sviluppo di prassi commerciali non sempre egualmente efficaci in ciascuna zona di operatività del Gruppo;
- vi. *eterogeneità nelle politiche di approvvigionamento e gestione delle relazioni con i subappaltatori*: tale fattispecie consegue quanto evidenziato al punto precedente, ossia che il forte sviluppo realizzato attraverso le acquisizioni e l'assetto regolamentare hanno favorito l'affermarsi sul territorio di comportamenti non omogenei, non sempre egualmente efficienti e sicuramente razionalizzabili.

#### *Gli interventi del Management nel biennio 2010-2011*

Per contrastare gli elementi di crisi evidenziati nel paragrafo precedente, il Management ha posto in essere, nel corso del biennio 2010-2011, un insieme di misure volte a contrastare gli effetti del peggioramento del quadro macroeconomico e delle carenze gestionali interne, tra cui alcuni interventi sul personale, la predisposizione di un nuovo piano industriale, l'avvicendamento di nuovi manager e alcune modifiche della struttura societaria. Stante la situazione di tensione finanziaria del Gruppo, già in data 22 febbraio 2011 il CdA della Società aveva approvato un piano di risanamento per il periodo 2011-2015, successivamente integrato in data 9 novembre 2011, volto al risanamento dell'esposizione debitoria e al riequilibrio della situazione finanziaria, ai sensi dell'art. 67, c. 3, lett. d), L.F.. Occorre evidenziare che il mancato rispetto degli

impegni derivanti dal precedente accordo ex art. 67 L.F. ha rappresentato uno dei principali fattori che hanno causato la gravità della crisi d'impresa.

Il Piano di risanamento, attestato in data 24 novembre 2011, era fondato su una serie di assunzioni e su un piano industriale per il periodo 2011-2015 nel quale erano previsti una strategia di rilancio e un processo di riorganizzazione che coinvolgeva le principali aree aziendali e i principali manager del Gruppo, in particolare della Società.

Nel dettaglio, il Piano di risanamento si articolava in:

- i. una parte finanziaria che prevedeva, in particolare:
  - la rinegoziazione del finanziamento bancario, il cui importo capitale, a seguito delle modifiche intervenute nel corso del 2009 e del 2010, era stato portato a complessivi € 107 m;
  - un aumento di capitale sociale della Società dell'importo complessivo di c. € 11 m; tale aumento si aggiungeva a un precedente aumento di capitale, avvenuto nel corso del 2009, per circa € 4,3 m.

Nell'ambito della rinegoziazione veniva altresì conferito dalla Società a un soggetto terzo un mandato a vendere, anche nell'interesse delle banche finanziatrici, il Gruppo, la cui efficacia era sospensivamente condizionata al superamento di determinati parametri finanziari;

- ii. una parte industriale, riguardante l'intero Gruppo e caratterizzato da un piano di attività articolato in una serie di progetti riferibili a sette diverse macroaree di intervento: commerciale, sfera di business, risorse umane, costi, attività e passività, acquisizioni e correlativi interventi di supporto.

#### *La crisi nell'ultimo anno e le iniziative intraprese dal Management*

I risultati degli interventi previsti nel Piano di risanamento sono stati successivamente fortemente compromessi dalla generale situazione di crisi del mercato finanziario e della sempre maggiore difficoltà nell'incasso dei crediti verso la clientela. Più precisamente:

- nel corso del 2012, l'accentuarsi della generale situazione di crisi del mercato finanziario e del credito (c.d. "credit crunch") ha comportato la drastica riduzione

(c. € 12 m) delle linee di credito per il Gruppo in termini di fido per anticipo di fatture, di linee di affidamento per fare fronte ai picchi di pagamenti (e.g. in corrispondenza del pagamento ai dipendenti della tredicesima/quattordicesima mensilità e dei relativi contributi) e di factoring pro-soluto;

- per quanto riguarda gli incassi dei crediti, si è registrato un progressivo aumento delle difficoltà di incasso dei crediti verso clienti, gravati anch'essi da difficoltà finanziarie. Tale fattispecie è risultata inizialmente (fino alla prima metà di novembre 2012) compensata dall'effetto positivo della dilazione nei pagamenti ai fornitori.

La situazione è stata ulteriormente aggravata dagli impatti derivanti dal D.L. 83/2012 (c.d. Decreto Sviluppo) che, attraverso l'art. 13ter, ha introdotto una sanzione amministrativa pecuniaria in capo ai committenti che provvedano a effettuare pagamenti agli appaltatori senza aver previamente ottenuto da questi ultimi l'attestazione che i versamenti fiscali siano stati correttamente eseguiti.

Tutto ciò ha determinato una crisi di tesoreria che, gradualmente, si è trasformata in una situazione di stress finanziario dalla quale sono derivati gravi ritardi nei pagamenti di natura finanziaria, fiscale e di alcuni fornitori, e che ha determinato un fabbisogno di cassa pari a c. € 20 m.

Il Gruppo ha temporaneamente fatto fronte al fabbisogno di cassa ritardando il versamento dell'IVA e i pagamenti ai fornitori, nonché - per ovviare alla contrazione delle linee di factoring - attraverso operazioni di cessione di crediti a favore delle controllanti, attraverso le quali è stato possibile superare i picchi di cassa stagionali.

A partire dalla seconda metà del 2012, al fine perseguire il superamento della crisi, il Management ha avviato, oltre ad una serie di interventi di razionalizzazione interna e di azioni volte a rafforzare (sia mediante risorse interne al Gruppo, sia attraverso fornitori esterni) il processo di gestione e recupero del credito, una serie di diverse iniziative, tra le quali si evidenziano:

- i. *piano di tesoreria*: elaborazione di un nuovo piano di tesoreria avente come obiettivo, determinato il fabbisogno finanziario, di consentire l'individuazione delle linee guida di intervento, anche al fine di sanare l'esposizione debitoria verso l'erario;

- ii. *piano industriale*: predisposizione di un budget 2012 e 2013 e di un nuovo piano industriale, avente come principale finalità la produzione di cassa;
- iii. *richiesta di supporto finanziario*: avvio di contatti con tutti gli *stakeholders* (principalmente banche finanziatrici e soci di riferimento) volti all'ottenimento di un supporto finanziario a favore del Gruppo dell'importo complessivo di € 20 m;
- iv. *negoziazione con operatori del settore*: avvio di trattative con operatori del settore per la cessione sia dell'intero Gruppo, sia di singoli beni del patrimonio aziendale.

### Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2012

La tabella seguente illustra lo Stato patrimoniale di SVI al 31 dicembre 2012, sulla base della bozza di situazione economico patrimoniale predisposta ai fini dell'Accordo, e al 31 dicembre 2011 quale risultante dal bilancio di esercizio depositato dalla Società. Nel prosieguo verranno commentate le principali voci dell'attivo e del passivo.

**Figura 5.2 SVI S.p.A. - Stato patrimoniale**

€ k	31.dic.2011	31.dic.2012
	Def.	Bozza
Materiali	68	56
Immateriali	2.329	1.910
Finanziarie	145.383	145.383
<b>Immobilizzazioni nette</b>	<b>147.780</b>	<b>147.348</b>
Crediti commerciali	1.050	923
Debiti commerciali	(1.540)	(1.296)
<b>Capitale circolante commerciale</b>	<b>(490)</b>	<b>(373)</b>
Altre attività	53.510	66.418
Altre passività	(33.736)	(52.023)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>19.283</b>	<b>14.023</b>
Fondi rischi e oneri	-	(65)
Fondo TFR	(723)	(774)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>166.341</b>	<b>160.532</b>
Disponibilità liquide	(3.334)	(2.945)
Debiti verso soci	18.114	18.893
Indebitamento bancario	97.731	99.500
<b>PFN/(Cassa)</b>	<b>112.512</b>	<b>115.448</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>53.829</b>	<b>45.085</b>
<b>Totale fonti di finanziamento</b>	<b>166.341</b>	<b>160.532</b>

Fonte: bilancio di esercizio 2011 e informazioni societarie

Le **Immobilizzazioni nette** al 31 dicembre 2012 ammontano a € 147,3 m, valore riconducibile principalmente al valore delle partecipazioni verso le società controllate. Le *partecipazioni*, di valore pari a € 145,4 m, sono iscritte al costo d'acquisto o di sottoscrizione, comprensivo degli oneri accessori, e si riferiscono a società interamente

controllate. Con riferimento a tale voce, si rileva che, ai fini per i quali la presente situazione economico patrimoniale - oggetto di verifica di accertamento - è stata redatta, il CdA della Società non ha apportato variazioni in merito al valore contabile di carico, rimandando tale processo all'approvazione del bilancio d'esercizio 2012. In tema di valutazione della partecipazione si sottolinea come in ogni caso le ipotesi della struttura negoziata con i creditori finanziari (obbligo di rinuncia/conversione per almeno € 82 m tra debito senior e "Vendor loan") e l'attuale livello di patrimonio netto della Società rendano i livelli di patrimonializzazione della Società adeguati e coerenti anche nelle ipotesi di impairment test.

Le *immobilizzazioni immateriali* pari ad € 1,9 m includono principalmente le voci:

- *marchi*: € 421 k relativi alla proprietà del marchio Security Vigilantes S.p.A. acquistato nel 2006 per circa € 1,05 m e successivamente ammortizzato in rate costanti in 10 anni;
- *altri beni immateriali*: € 1,4 m di cui la maggior parte relativi a costi pluriennali per oneri di ristrutturazione legati al finanziamento bancario (principalmente *fees* e spese bancarie) e, per una quota residuale, a costi di pubblicità capitalizzati e a migliorie di beni di terzi relative a ristrutturazioni edilizie sui locali in affitto.

Le *immobilizzazioni materiali*, di valore pari a € 56 k, includono principalmente altri beni, tra cui macchine elettroniche e per ufficio.

I **crediti commerciali** al 31 dicembre 2012 ammontano complessivamente a € 923 k, riconducibili prevalentemente a *fatture da emettere verso le controllate*, mentre soltanto € 6 k si riferiscono a *crediti verso terzi*, relativi a sette distinte posizioni, per le quali, sulla base delle informazioni fornite dal Management, non sussistono problematiche in tema di recuperabilità.

I **debiti commerciali** al 31 dicembre 2012 sono pari a € 1,3 m, dei quali € 832 k per *fatture da ricevere da fornitori terzi* ed € 472 k per *debiti verso fornitori* per fatture già pervenute alla data del 31 dicembre 2012. Dall'analisi puntuale delle singole posizioni attraverso la discussione condotta con il Management, la verifica degli incassi successivi e l'esame della documentazione relativa tali debiti, emerge quanto segue:

- il debito per fornitori fatture da ricevere risulta riconducibile principalmente a due categorie di fornitori: i) professionisti che hanno inviato fattura pro-forma per prestazioni professionali con competenza 2012 (in alcuni casi anche esercizi

precedenti per i quali non sono stati richiesti alla Società i pagamenti, ovvero gli stessi sono avvenuti nel 2013) e ii) debiti verso amministratori per i compensi 2012, tipicamente pagati dalla Società successivamente all'approvazione del bilancio di esercizio;

- i debiti verso fornitori per fatture già pervenute e registrate di competenza dell'esercizio 2012 evidenziano uno scaduto di c. € 300 k, dei quali € 115 k oltre 90 giorni. Tale circostanza evidenzia una certa consuetudine da parte della Società a pagare con un lag temporale i debiti verso alcuni fornitori (soprattutto quelli con cui la Società ha consolidate e frequenti transazioni di acquisti), pur non facendo venir meno un giudizio complessivamente soddisfacente in merito alla qualità dei rapporti con i fornitori che, dall'esame delle singole posizioni debitorie, non fa emergere situazioni di gravità o particolare anomalia.

La voce **altre attività** al 31 dicembre 2012 ammonta a € 66,4 m, dei quali € 60,8 m per *crediti intercompany* relativi alle seguenti voci: i) saldo positivo per € 59,5 m verso alcune delle società controllate (inclusivo delle posizioni verso le singole sedi secondarie in cui opera la Società) per la movimentazione relativa al conto di cash pooling di Gruppo e ii) altri crediti verso controllate per € 1,3 m relativamente a crediti fiscali 2011 non ancora versati (IRES 2011).

Le altre componenti della voce altre attività includono: i) *crediti per imposte anticipate* (€ 920 k), ii) *crediti tributari* (€ 4,3 m) principalmente riferibili alla sommatoria delle istanze di rimborso IRAP da parte delle società controllate per gli esercizi 2007 - 2011 per € 3,8 m, a IVA a credito per € 102 k e a erario ritenute d'acconto per € 390 k, iii) *altri crediti* (€ 305 k) principalmente riconducibili al credito verso For.Te (Fondo paritetico interprofessionale) per € 260 k, maturato per il finanziamento di corsi professionali e iv) *risconti attivi* (€ 70 k).

La voce **altre passività** al 31 dicembre 2012 ammonta a € 52 m, dei quali c. € 50 m per *debiti intercompany* relativi al saldo negativo verso alcune delle società controllate (inclusivo delle posizioni verso le singole sedi secondarie in cui opera Security Vigilantes S.p.A., principale società operativa del Gruppo) per la movimentazione relativa al conto di cash pooling di Gruppo ed € 3,9 m relativi, principalmente, al debito verso le controllate per le istanze di rimborso IRAP per gli esercizi 2007 – 2011.

In aggiunta, la voce altre passività include: i) *debiti per il personale* per € 363 k (stipendi e ratei 14°, ferie e permessi), ii) *debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale* per € 224 k (riferibili a contributi INPS per € 188 k e contributi al Fondo MN per € 12 k), iii) *debiti tributari* per € 96 k (riferibili a IRPEF sui dipendenti per € 88 k), iv) *altri debiti* per € 64 k relativi a compensi maturati dagli amministratori della Società e v) *ratei passivi* su interessi finanziari per € 1,2 m (riconducibili per € 0,5 m a finanziamento bancario in pool e per € 0,7 m a contratti sui derivati).

La Società ha stanziato, nel corso del 2012, un importo al **fondo rischi ed oneri** per € 65 k per una causa legale con un ex dipendente.

La **Posizione Finanziaria Netta** al 31 dicembre 2012 ammonta a € 115,4 m e risulta formata dalle seguenti voci:

- *disponibilità liquide*: € 2,9 m per depositi bancari attivi, principalmente relativi al conto presso Banca del Nord Ovest;
- *debiti verso soci per finanziamenti*: € 18,9 m che si riferiscono al “Vendor Loan” verso i soci di minoranza Famiglia Santi, finanziamento fruttifero di interessi, rimborsabile in unica soluzione al 31 dicembre 2015 e integralmente subordinato al totale rimborso del finanziamento concesso dalle banche;
- *indebitamento bancario*: € 99,5 m, riconducibile principalmente (€ 99,3 m) al finanziamento erogato dalle banche in pool (Banca del Nord Ovest e Banca Lombarda) per l’acquisizione delle società attualmente controllate. Di tale ammontare, € 1,8 m si riferiscono alla quota di interessi non pagata nel 2012. L’importo residuo di € 160 k si riferisce ai saldi negativi sui conti correnti presso alcuni istituti di credito.

A copertura del rischio di tasso di interesse sul finanziamento bancario (LBO), sono stati stipulati contratti derivati che si riferiscono a operazioni IRS OTC stipulate tra il 2007 e il 2010. Al 31 dicembre 2012, la Società ha in essere 6 contratti derivati con quattro diversi istituti di credito.

Sulla base delle informazioni ricevute dagli istituti di credito, dalla valutazione effettuata sulla posizione in derivati emerge un valore di mercato (*mark-to-market*) al 31 dicembre 2012 negativo e pari a - € 6,4 m.

Con riferimento ai Conti d'ordine in capo alla Società al 31 dicembre 2012, essi ammontano complessivamente a € 1,1 m e includono principalmente le seguenti voci:

- *rischi assunti dall'impresa*: € 1 m relativi principalmente a fidejussioni rilasciate a favore dell'ente For.Te per i contributi in conto esercizio ricevuto;
- *altri conti d'ordine*: € 62 k che si riferiscono ai contratti di leasing relativi agli automezzi.

### Situazione economica per l'esercizio 2012

La tabella seguente mostra il Conto economico di SVI con riferimento all'esercizio 2012, sulla base della bozza di situazione economico patrimoniale predisposta ai fini dell'Accordo, e al 2011 quale risultante dal bilancio depositato dalla Società. Nel prosieguo verranno commentate le principali voci.

**Figura 5.3 SVI S.p.A - Conto economico**

€ k	2011	2012	Var % 2011-2012
	Def.	Bozza	
Ricavi di vendita e prestazioni	7.155	6.393	-10,7%
Altri ricavi e proventi	221	505	128,8%
<b>Valore della produzione</b>	<b>7.376</b>	<b>6.898</b>	<b>-6,5%</b>
Materie prime e merci	(50)	(50)	1,3%
Servizi	(1.789)	(2.319)	29,6%
Godimento beni di terzi	(479)	(450)	-6,0%
Personale	(3.201)	(3.371)	5,3%
Oneri diversi di gestione	(12)	(47)	303,1%
<b>EBITDA</b>	<b>1.844</b>	<b>660</b>	<b>-64,2%</b>
Ammortamenti	(721)	(594)	-17,7%
Accantonamenti	-	(65)	n.a.
<b>EBIT</b>	<b>1.123</b>	<b>1</b>	<b>-99,9%</b>
Proventi e oneri finanziari	(4.884)	(5.677)	16,2%
Rettifiche di valori di attività finanziarie	(907)	(2.500)	175,6%
Proventi e oneri straordinari	352	(391)	n.a.
<b>EBT</b>	<b>(4.316)</b>	<b>(8.567)</b>	<b>98,5%</b>
Imposte	321	(177)	n.a.
<b>Risultato netto</b>	<b>(3.995)</b>	<b>(8.744)</b>	<b>118,9%</b>

Fonte: bilancio di esercizio 2011 e informazioni societarie

Il **Valore della produzione** nel 2012 ammonta ad € 6,9 m ed è prevalentemente costituito dai risultati conseguiti dall'attività tipica che la Società, nel suo ruolo di Holding, svolge a favore delle sue controllate. Nel dettaglio la voce include cinque distinte linee di ricavi, corrispondenti a differenti tipologie di servizi erogati dalla Società, come di seguito riportato:

- *elaborazione dati*: € 2,3 m, costituiti dal riaddebito dei servizi prestati dal CED (Centro Elaborazione Dati), funzione centralizzata a livello di Gruppo, che si occupa della gestione relativa al personale;
- *utilizzo del marchio*: € 1,8 m, rappresentanti la royalty che Security Vigilantes S.p.A. riconosce alla Controllante in qualità di società che detiene la proprietà del marchio registrato Security Vigilantes S.p.A.. Tale valore è stimato in misura pari al circa 3% del fatturato generato dalla controllata Security Vigilantes S.p.A.;
- *direzione e coordinamento*: € 2 m, inclusivi delle attività di management e gestione strategica prestate dalla Società a favore delle controllate;
- *prestazioni di servizi*: € 231 k, rappresentanti principalmente il riaddebito dei servizi postali pagati dalla Società per tutte le società del gruppo;
- *locazioni*: € 105 k, relativi al riaddebito di parte del costo di affitto.

Inoltre, nel valore della produzione rientrano anche i *contributi in conto esercizio* per € 0,5 m, relativi a un finanziamento erogato dal For.Te destinato all'addestramento e alla formazione del personale dipendente, e *altri ricavi e proventi* per € 25 k.

**I costi operativi** dell'esercizio 2012, di valore pari ad € 6,9 m, comprendono le seguenti voci:

- *personale*: € 3,4 m, relativi al costo di stipendi, contributi e oneri di 57 lavoratori dipendenti (inclusivo di € 197 k di lavoro interinale);
- *servizi*: € 2,3 m, relativi a numerose categorie di costo, tra cui, principalmente: i) compensi per amministratori (€ 373 k), ii) spese legali e consulenze (€ 445 k), iii) costi per assistenza informatica continuativa (€ 135 k), iv) costi per pubblicità e promozioni (€ 119 k), v) costi relativi a servizi postali (€ 130 k), vi) costi di formazione del personale (€ 450 k), vii) costi per telefonia e videoconferenze (€ 88 k) e viii) ticket mensa (€ 70 k);
- *godimento beni di terzi*: € 450 k, inclusivi principalmente del costo d'affitto annuale relativo all'immobile di Via Monterosa per € 341 k e del noleggio di apparecchiature per € 35 k;
- *materie prime e di consumo*: € 50 k, relativi principalmente a cancelleria (€ 14 k) e spese acquisto carburante (€ 29 k);

- *oneri diversi di gestione*: € 47 k, relativi principalmente a omaggi per € 22 k e abbonamenti a riviste e giornali per € 7 k;
- *ammortamenti*: € 594 k, riconducibili alle immobilizzazioni immateriali per € 573 k (principalmente costi pluriennali legati al processo di ristrutturazione finanziaria e l'ammortamento del marchio Security Vigilantes S.p.A.) e alle immobilizzazioni materiali per € 21 k;
- *accantonamenti a fondo rischi*: € 65 k relativi alla controversia con un dipendente licenziato a fine 2011.

Le altre voci di **costo** per l'esercizio 2012, pari ad € 8,7 m includono:

- *Proventi/(Oneri) finanziari*: di valore negativo pari a - € 5,7 m, rappresentano il costo netto connesso all'utilizzo dei finanziamenti ricevuti (€ 6,8 m) parzialmente compensati dagli interessi attivi verso le controllate (€ 1,1 m), e sono riconducibili principalmente alle seguenti categorie di costo: i) finanziamento LBO per circa € 3,8 m; ii) interessi sui contratti derivati (swap sui tassi di interessi) per € 2,2 m, iii) oneri finanziari per il Vendor loan (verso gli ex soci Santi) per € 0,8 m e iv) interessi attivi per € 1,1 m maturati nei confronti delle controllate per le posizioni a credito sul cash pooling infragruppo;
- *Rettifica di attività finanziarie*: - € 2,5 m, si tratta della svalutazione apportata nel corso del 2012 afferente la copertura di perdite in corso di formazione verso la controllata Security Vigilantes S.p.A.;
- *Proventi/(Oneri) straordinari*: - € 0,4 m relativi alle seguenti voci: i) sopravvenienze passive inerenti gli oneri di ristrutturazione del debito per circa € 0,5 m e ii) sopravvenienze attive per € 60 k derivanti dall'istanza di rimborso IRAP delle controllate.

La voce **Imposte** ammonta complessivamente ad € 177 k e si riferisce per € 155 k al valore delle imposte correnti e per € 22 k al valore delle imposte differite.

### 5.2.3. Settore di riferimento

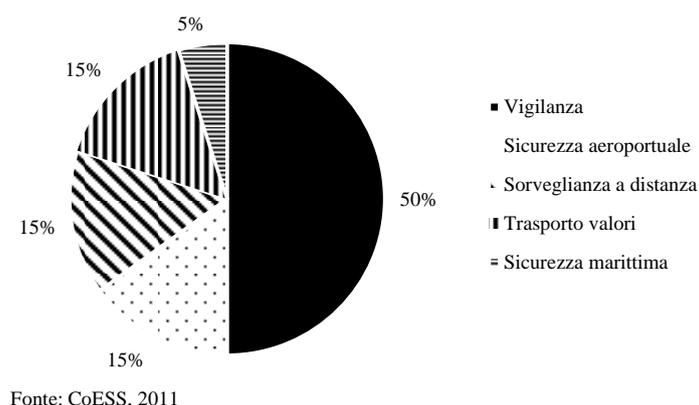
Si ritiene a questo punto opportuno fornire alcuni dati sul settore della vigilanza privata. Tale analisi risulta di fondamentale importanza, in quanto consente di comprendere il

contesto competitivo in cui la Società opera e la ragionevolezza delle assunzioni alla base del Piano di risanamento, esaminate nel prosieguo della trattazione.

### Il settore della vigilanza privata

Nel 2010 (ultimo dato disponibile) il settore della vigilanza privata in Italia ha registrato un valore di c. € 2,7 mld, riconducibile a quasi 1.000 aziende di diverse dimensioni. Il *core business* è rappresentato dai servizi di vigilanza e di zona e dal trasporto valori, ai quali è riconducibile un valore pari a c. € 2,2 mld (oltre l'80% del mercato complessivo). Il grafico seguente illustra la ripartizione del mercato della sicurezza per le principali linee di business nel 2010.

**Figura 5.4 Segmentazione del mercato**  
(totale € 2,7 mld)

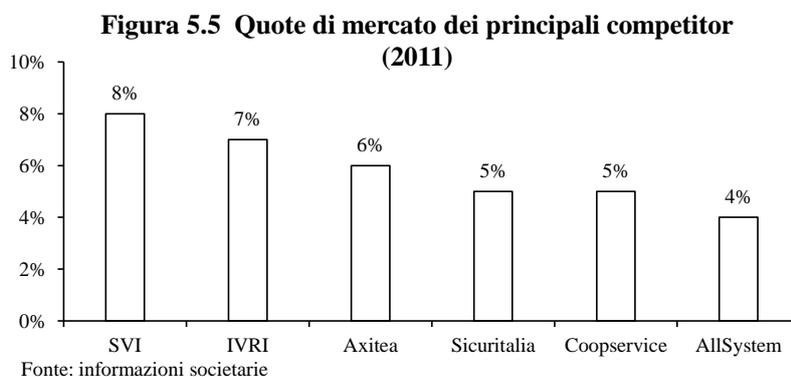


Come già evidenziato, fino al 2008 le attività delle aziende operanti in questo settore hanno dovuto sottostare ad un rigido sistema autorizzativo e si sono dovute adeguare alle tariffe prefettizie, vincolanti per ogni provincia. A partire dalla metà del 2008 il contesto normativo di riferimento ha subito rilevanti modifiche, per ultimo il decreto ministeriale 269/2010 che, entrato in vigore nel 2012, ha introdotto ulteriori vincoli e restrizioni per le aziende del settore imponendo vincoli più stringenti all'operatività delle guardie.

Le modifiche della normativa hanno da un lato aumentato la competitività del settore, dall'altro reso le aziende libere di applicare proprie tariffe e di operare in diverse province.

La vigenza della precedente normativa, che costringeva le aziende ad offrire i propri servizi solo in determinate aree territoriali, ha favorito la nascita di piccole imprese specializzate nel presidio di una determinata area geografica. Pertanto, il fatturato medio 2010 è stato di c. € 3 m e il numero medio di dipendenti è stato pari a c. 50 unità.

In maggior dettaglio, nel 2010 il mercato risulta molto frammentato con 966 istituti di vigilanza operativi sul territorio nazionale (in crescita del 3,5% rispetto al 2009). Di questi solo sei registrano un livello di vendite nette superiore a € 100 m; le prime 4 imprese detengono oltre il 20% del mercato e le prime 10 ne costituiscono il 50%. In tale contesto, il Gruppo ricopre una posizione di leader di settore con una quota pari al c. 8% nel 2011.



Le società del mercato oggetto di analisi non sono molto diversificate: tutti gli istituti di vigilanza evidenziati nel grafico sopra riportato, con le eccezioni di Coopservice e Axitea, risultano operativi solamente nel *core business* del settore. Soltanto i maggiori *player* forniscono solitamente servizi aggiuntivi, quali portierato e progettazione e consulenza degli impianti tecnologici di sorveglianza, sebbene abbinati ai classici servizi di vigilanza. Tutti gli istituti affidano l'installazione, il collaudo e la manutenzione degli impianti a società terze che, nel caso delle aziende leader, sono solitamente loro controllate.

È possibile dividere le aziende del settore in due categorie, a seconda che offrano o meno il servizio di trasporto valori e della sua incidenza sul fatturato totale. Il servizio di trasporto valori, infatti, necessita non solo di una domanda che può provenire da un numero molto limitato di clienti (banche, uffici postali, gioiellerie, ecc.), ma anche di

una licenza prefettizia che viene rilasciata solo al conseguimento di determinati requisiti, fra i quali il possesso di veicoli blindati e l'impiego di personale qualificato.

### Outlook di settore

Le previsioni di crescita del settore sono positive e principalmente legate alla razionalizzazione dei costi (miglioramento dell'efficienza dovuto all'accorpamento delle licenze e delle centrali operative) e all'attività di riorganizzazione commerciale, finalizzata a offrire prodotti a più elevato valore aggiunto (e.g. impianti di telesorveglianza).

Secondo le stime di Databank e Freedonia, rilasciate a dicembre 2010 e aggiornate a ottobre 2012, il CAGR 2010-2012 del valore totale del settore è pari al c. + 2,7%.

### Swot Analysis

Ai fini di meglio comprendere il contesto di riferimento e le reali possibilità di realizzo del processo di risanamento atteso dalla Società, si procede di seguito a individuare minacce e opportunità, punti di forza e debolezza secondo la nota matrice della SWOT Analysis.

**Figura 5.6 SVI S.p.A. - Swot Analysis**

<b>Forza</b>	<b>Debolezza</b>
Leader di mercato	Situazione di crisi
Qualità del Management	Clienti small business sensibili al ciclo economico
Professionalità e formazione del personale	Struttura dei costi fissi da razionalizzare ulteriormente
Presenza territoriale capillare	Inefficiente gestione dell'approvvigionamento
Avanguardia tecnologica e razionalizzazione dei costi	Revenues mix eterogeneo rispetto al settore
Offerta di servizi differenziata	
Il Management ha già implementato strategie di contenimento della crisi	
<b>Opportunità</b>	<b>Minacce</b>
M&A per grandi gruppi e ottenimento di economie di scala	Aggregazione dei top competitor
Espansione del mercato residenziale	Concorrenza sui prezzi da parte di operatori poco professionali
Evoluzione della domanda della PA	Maggiore utilizzo dei sistemi elettronici di pagamento
	Rallentamento dell'economia

#### 5.2.4. Piano di risanamento 2013-2015

##### Accordo di ristrutturazione ex art. 182bis L.F.

Si riassumono di seguito le principali caratteristiche dell'Accordo di ristrutturazione da presentare in Tribunale per l'omologa. I creditori aderenti all'Accordo risultano essere:

- i. le banche finanziatrici del prestito contratto dalla Società per l'operazione di LBO, Banca del Nord Ovest e Banca Lombarda (di seguito congiuntamente i "Creditori Finanziari Senior" e, con riferimento alla posizione relativa al contratto derivato stipulato con i due istituti di credito, i "Creditori Hedging Aderenti");
- ii. la famiglia Santi (di seguito i "Creditori Vendor Loan" o i "Soci di Minoranza");
- iii. la società controllante (Italian Chapter S.p.A.);
- iv. Security Vigilantes S.p.A. (in qualità di controllata finanziata dalla Società).

Si evidenzia che, come evidenziato nella tabella sottostante, i creditori sopra identificati rappresentano oltre il 60% dell'importo complessivo dei debiti della Società, soglia percentuale richiesta ai sensi dell'art. 182bis L.F..

**Figura 5.7 SVI S.p.A - Riepilogo creditori al 31.12.2012**

€	Valori al 31.dic.2012	Creditori aderenti alla ristrutturazione	Creditori non aderenti alla ristrutturazione
Trattamento di fine rapporto	773.849	-	773.849
Debiti verso soci per finanziamenti	18.893.084	18.893.084	-
Finanziamento LBO	97.500.000	97.500.000	-
Oneri finanziari non pagati su finanziamento LBO	1.838.851	1.838.851	-
Banche e coperture di C/C	160.898	-	160.898
Fornitori di beni e servizi	472.003	-	472.003
Fatture da ricevere Fornitori di beni e servizi	823.796	-	823.796
Debiti verso imprese controllate	50.080.601	-	50.080.601
Debiti tributari	96.475	-	96.475
Debiti verso istituti di previdenza	224.165	-	224.165
Altri debiti	426.801	-	426.801
Ratei di oneri finanziari su finanziamento LBO	487.026	487.026	-
Altri ratei e risconti (OF su swap)	707.627	209.551	498.076
<b>Totale</b>	<b>172.485.176</b>	<b>118.928.512</b>	<b>53.556.664</b>
<b>Valori in %</b>		<b>68,9%</b>	<b>31,1%</b>

Fonte: informazioni societarie

Come si evince dalla tabella sopra riportata, il totale del debito verso le banche che rientra nell'Accordo di ristrutturazione è pari a € 100.035.428 (l'84% del totale), riconducibile quasi esclusivamente al debito LBO e ai relativi interessi. Di seguito si riepilogano le caratteristiche principali dell'Accordo, ricavate dal contenuto della bozza di Accordo di ristrutturazione ormai da considerarsi definitivo sulla base delle delibere assunte dai creditori finanziari e dalla Società:

- i. *Vendor loan*: i Soci di minoranza sopportano una perdita rilevante e irreversibile del valore dei propri crediti, cedendo e trasferendo dietro il pagamento del prezzo pattuito di € 5,5 m, a Italian Chapter S.p.A. il Vendor Loan e il relativo credito da

essi vantato nei confronti della Società, pari a complessivi € 18,9 m. La Società ha preso atto e accettato la cessione del Vendor loan e del relativo credito;

- ii. *erogazione di Nuova finanza e Aumento di capitale per € 20 m*, al fine di effettuare la ricapitalizzazione della Security Vigilantes S.p.A. e dotarla delle risorse finanziarie necessarie al suo riequilibrio. Tale ammontare beneficerà della prededucibilità insieme ad interessi, dal momento di efficacia del ricorso ex 182bis L.F. e deve essere sottoscritto da parte dei seguenti soggetti (di seguito congiuntamente i “Creditori Nuova Finanza”):
  - a. Creditori Finanziari Senior per € 12 m;
  - b. Italian Chapter S.p.A. per € 2,5 m;
  - c. Soci di Minoranza per € 5,5 m, importo erogato attraverso la cessione per un ammontare di € 5,5 m del credito del cosiddetto Vendor loan di cui al precedente punto, iscritto nella bozza di situazione economico patrimoniale al 31 dicembre 2012 per € 18,9 m. Inoltre, si specifica che al Vendor loan, fino a un valore di € 3 m, sarà riconosciuto pari grado rispetto al finanziamento Senior, nella cascata di ripartizione dei proventi dell’eventuale vendita di cessione delle partecipate o di rami d’azienda del Gruppo, come indicato nel prosieguo.

I Creditori Nuova Finanza stipuleranno con la Società tre nuovi distinti contratti di finanziamento che avranno termini sostanzialmente identici quanto a rendimenti e obblighi di rimborso e dovranno contenere clausole che assicurino una assoluta parità di trattamento tra i creditori. Si rileva che, ai fini dell’Accordo, non sono computati nel calcolo della percentuale dei creditori aderenti i Creditori Nuova Finanza. La Società, nella sua qualità di socio unico di Security Vigilantes S.p.A., si impegna a ricapitalizzare la controllata per l’ammontare stimato in € 20 m, da sottoscrivere interamente da parte di SVI. In tal modo il patrimonio netto risulta quintuplicato grazie all’intervento dei soci della Società (per i creditori un forte segnale di credibilità e *commitment*) e delle banche, segnale positivo verso gli altri creditori e i potenziali acquirenti del Gruppo;

- i. *ristrutturazione dell’attuale indebitamento finanziario di SVI con i Creditori Finanziari Senior e Creditori Hedging Aderenti*. Dalla data di sottoscrizione dell’Accordo, è prevista, con riferimento al debito finanziario maturato dalla Società verso i Creditori Finanziari Senior, la moratoria dei pagamenti di capitale e interessi.

In particolare, la Società e i Creditori Finanziari Senior stabiliscono che il rimborso dei finanziamenti, sia in linea capitale sia a titolo di interessi, potrà avvenire entro la data di riferimento del 31 dicembre 2015 soltanto in caso di proventi ottenuti con la cessione delle controllate o di rami d'azienda del Gruppo, per effetto del processo di vendita avviato dalla Società.

Inoltre, nel caso in cui al termine del processo di vendita i beni della Società e i proventi derivanti dalle cessione delle partecipate o di rami d'azienda del Gruppo siano stati incassati, i Creditori Finanziari Senior rinunciano definitivamente e irrevocabilmente, ora per allora, alla quota del loro credito (sia in linea capitale sia per interessi) che dovesse risultare ancora insoddisfatto. Le disposizioni in merito alle modalità di rimborso del finanziamento bancario senior, vengono accettate, dagli stessi soggetti, con modalità di soddisfacimento del credito analoghe, anche con riferimento alla posizione di Creditori Hedging Aderenti;

- ii. *ristrutturazione dell'attuale indebitamento finanziario di SVI con i Creditori Vendor loan, secondo modalità di rimborso e condizioni di soddisfacimento del credito, sostanzialmente analoghe a quanto descritto al punto precedente;*
- iii. *trasformazione del debito intercompany di Security Vigilantes S.p.A. verso la Controllante in finanziamento soci, con data di scadenza al 31 dicembre 2015. In caso di vendita di Security Vigilantes S.p.A., il rimborso del debito intercompany sarà trattato pariteticamente ai proventi della vendita delle partecipazioni o di rami d'azienda del Gruppo;*
- iv. *cascata dei pagamenti in caso di vendita delle partecipazioni o di rami d'azienda del Gruppo con canalizzazione dei relativi proventi su un conto corrente vincolato a favore dei soggetti erogatori di Nuova Finanza (mentre la Società potrà continuare a utilizzare i proventi derivanti dalla sua attività ordinaria per le proprie esigenze di funzionamento legate al pagamento dei costi operativi). Tali importi saranno svincolati dal pegno esclusivamente per i seguenti utilizzi: i) pagamento delle imposte nel periodo tra la data di Sottoscrizione dell'Accordo e il 31 dicembre 2015, ii) pagamento delle imposte e commissioni legate al processo di vendita, iii) accantonamento per le imposte della Società. Dopo aver adempiuto a questi pagamenti, l'importo che eventualmente dovesse residuare alla data del 31 dicembre 2015 dovrà essere utilizzato secondo la cascata dei pagamenti di seguito ipotizzata:*

- i) pagamento dei costi e delle spese sostenute nell'ambito del mandato conferito da Italian Chapter S.p.A., SVI, dalla famiglia Santi e dalle banche finanziatrici per la vendita delle proprie azioni della Società, oppure in alternativa per la vendita della Società e accantonamento dei costi di liquidazione della Società fino ad un basket da concordare, ii) rimborso del capitale e interessi ai Creditori Nuova Finanza, iii) pagamento degli interessi maturati e del capitale sul finanziamento senior e Vendor Loan (quest'ultimo fino a concorrenza di € 3 m), iv) pagamento dovuto relativamente al contratto derivato stipulato con i Creditori Hedging Aderenti, v) pagamento degli interessi e del residuo capitale del Vendor Loan e vi) distribuzione dell'eventuale residuo agli azionisti;
- v. *rinuncia da parte dei vari creditori aderenti all'Accordo* ad esigere qualunque altro importo che non sia quello derivante dal processo di vendita secondo l'applicazione della cascata dei pagamenti prevista;
- vi. *facoltà di conversione in equity* da parte delle banche finanziatrici (come evidenziato nel prosieguo del paragrafo).

Si rileva che i creditori aderenti all'Accordo prendono atto e accettano che il processo di vendita delle partecipate o di rami d'azienda del Gruppo potrebbe generare incassi inferiori a quelli attualmente prevedibili dai creditori e, al limite, non generare alcun provento a causa di difficoltà e aleatorietà insite nel processo di vendita, con conseguente effetti pregiudizievoli sul patrimonio della Società anche ai sensi dell'art. 2447 c.c..

In particolare, laddove il CdA della Società accerti l'esistenza di perdite rilevanti oltre le soglie del citato art. 2447 c.c., la Società avrà il diritto di richiedere ai Creditori Finanziari Senior e ai Creditori Vendor Loan di rinunciare/convertire tempestivamente ad una porzione del proprio credito in misura tale da ricondurre il patrimonio della Società al di sopra dei limiti di legge, secondo quanto di seguito previsto:

- *rinuncia, in primis*, sulla somma capitale del Vendor loan fino ad € 12 m e, in secondo luogo, *pro rata e pari passu*, a valere sulla somma capitale del finanziamento senior, dei restanti € 3 m del Vendor loan e di quanto dovuto dalla Società in relazione allo strumento derivato dei Creditori Hedging Aderenti;

- nel caso in cui l'ammontare dell'indebitamento complessivo verso Banca del Nord Ovest e Banca Lombarda sia superiore a € 70 m complessivi, le banche si impegnano a convertire fino a € 70 m e non oltre.

In virtù dello stato delle trattative in corso con il ceto bancario, appare evidente che la sottoscrizione del presente Accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182bis L.F. (in termini identici o sostanzialmente identici a quelli di cui alla bozza di Term sheet evidenziata), rappresenta il presupposto fondamentale ai fini della reale capacità di SVI di implementare il Business plan e, conseguentemente, ai fini della sussistenza della condizione di continuità aziendale.

#### Modalità di soddisfacimento dei creditori estranei

Alla data di discussione dell'Accordo, la Società ha un'esposizione debitoria anche nei confronti di altri creditori, sia di natura commerciale sia di natura finanziaria. Quest'ultima posizione si riferisce oltre che agli istituti di credito con i quali la Società ha in corso tradizionali rapporti creditizi anche ai due ulteriori soggetti bancari (di seguito congiuntamente "Creditori Hedging Non Aderenti") con i quali sono stati stipulati contratti derivati per i quali la Società non ha previsto alcuna modifica lungo il Piano.

L'ammontare complessivo dei creditori non aderenti all'Accordo ammonta a € 53,6 m (rappresentativi di una percentuale pari al 31,1% della complessiva esposizione debitoria della Società), dei quali c. € 50,1 m si riferiscono a debiti verso imprese controllate. Peraltro, considerando che l'ammontare di debito verso le società controllate risulta più che bilanciato da un ammontare di crediti da parte della Società verso le stesse pari a c. € 61 m, il valore dei creditori terzi non aderenti all'Accordo risulta stimato a c. € 3,5 m pari al c. 2% del totale delle passività. La Società intende soddisfare tale esposizione debitoria attraverso il ricorso ai flussi di cassa derivanti dalla propria attività e, pertanto, dai proventi derivanti dallo svolgimento dei vari servizi per conto delle società controllate.

### Il processo di M&A in corso

Come evidenziato precedentemente, la Società, nel corso del 2012, ha conferito un mandato per il compimento di possibili operazioni straordinarie volte alla cessione del Gruppo, fattispecie che rappresenta senza dubbio un possibile *upside* di piano. Nell'ambito della prospettata operazione, sono stati contattati tutti i principali *player* industriali nazionali e internazionali oltre che diversi fondi di private equity.

Da tali contatti preliminari, è emerso, in particolare, l'interesse dei seguenti operatori:

- i. **ItaSafe**: interessata all'intero Gruppo, ha inviato una manifestazione di interesse/LOI in data 14 febbraio 2013 in cui ha confermato che sarebbe disposta a ricercare un'intesa rapida con tutti gli *stakeholders* di riferimento della Società, assicurando, nel contempo, il supporto finanziario alla controllata Security Vigilantes S.p.A. in coerenza con le tempistiche indicate dalla Società;
- ii. **Your Safety**: interessata all'intero Gruppo, ha inviato manifestazione di interesse (non ancora LOI) confermando di essere già in possesso della liquidità necessaria in coerenza con le esigenze del Gruppo. Recentemente tale operatore avrebbe richiesto un incontro con l'*advisor* finanziario delle banche;
- iii. **Terra**: ha manifestato interesse ad entrare in data room per presentare una proposta per l'acquisizione del Gruppo e, al contempo, ridefinire la situazione debitoria anche di SVI;
- iv. **All World**: interessata soltanto all'attività trasporto valori, sta ultimando una *due diligence* preliminare in seguito alla quale indicherà una valutazione per tale ramo d'azienda.

### Business plan del Gruppo

Il Business plan è stato predisposto in via analitica per ciò che concerne il 2012 (*forecast* su base consuntivo al 30 settembre 2012), il 2013 (budget) e il 2014, mentre con riferimento al 2015 i dati sono stati stimati attraverso un esercizio di proiezione basato sull'interpolazione dei trend storici (CAGR registrati). Le stime relative all'ultimo anno di Piano, in quanto di carattere "inerziale", hanno un'affidabilità inferiore rappresentando piuttosto dei valori tendenziali. Inoltre, va sin da subito rilevato che il Business plan è stato predisposto nella logica *unlevered*, cioè ipotizzando

il solo servizio del debito, a dimostrazione della sostenibilità finanziaria del Gruppo e del suo business model implementato.

Lungo l'intero orizzonte temporale considerato, il Business plan mostra la capacità del Gruppo di generare cash flow positivi a servizio del debito, tali da consentire la copertura degli oneri finanziari nei termini previsti e, come illustrato in seguito, il miglioramento complessivo, lungo l'orizzonte di Piano, della PFN.

Si presentano di seguito gli schemi di Conto economico, Stato patrimoniale e Cash flow di Piano aggregati delle società operative controllate da SVI e si analizzano in dettaglio le principali assunzioni dal punto di vista industriale alla base del Piano. Tali *assumptions*, utilizzate per poter valutare l'attuabilità dell'Accordo, risultano essere supportate sia da un'*Independent Business Review* predisposta dalla società di advisory Crisis Recovery, sia da specifici e autorevoli report sul settore di riferimento.

**Figura 5.8 Gruppo SVI - Conto economico (Società operative)**

€ m	2012	2013	2014	2015	CAGR 2012-2015
	Bozza	Budget	Piano	Piano	
<b>Ricavi</b>	<b>218,0</b>	<b>214,0</b>	<b>215,2</b>	<b>218,3</b>	<b>0,05%</b>
Personale	(111,2)	(105,9)	(105,0)	(106,5)	-1,4%
Costi SVI (Direzione coordinamento, altro)	(7,4)	(7,4)	(7,4)	(7,4)	0,0%
Godimento di beni di terzi	(10,3)	(9,8)	(9,5)	(9,5)	-2,7%
Altri costi operativi	(73,0)	(73,5)	(75,1)	(76,2)	1,4%
Accantonamenti	(8,8)	(4,8)	(4,8)	(4,8)	-18,3%
<b>EBITDA</b>	<b>7,3</b>	<b>12,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>	<b>23,9%</b>
D&A	(5,6)	(4,6)	(3,8)	(3,1)	-17,9%
Leasing	(1,2)	(0,6)	-	-	-100,0%
<b>EBIT</b>	<b>0,6</b>	<b>7,4</b>	<b>9,7</b>	<b>10,9</b>	<b>162,9%</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	0,0%
Carenza contrattuale CCNL	-	(1,5)	-	-	n.a.
Proventi/(Oneri) straordinari	(1,8)	(1,7)	(0,8)	(0,4)	-39,4%
<b>EBT</b>	<b>(2,8)</b>	<b>2,5</b>	<b>7,1</b>	<b>8,7</b>	<b>n.a.</b>
Imposte	(1,1)	(4,1)	(5,5)	(6,0)	76,0%
<b>Risultato netto</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>n.a.</b>
<b>Indicatori di performance</b>					
EBITDA in % dei Ricavi	3,3%	5,9%	6,2%	6,4%	
EBIT in % dei Ricavi	0,3%	3,5%	4,5%	5,0%	
PFN/EBITDA	2,4x	-0,2x	-0,6x	-1,1x	
EBITDA/Oneri finanziari	4,3x	7,4x	7,9x	8,2x	

Fonte: informazioni societarie

- ✓ **Ricavi:** sostanziale stabilità lungo l'orizzonte di Piano (CAGR 2012 – 2015 + 0,05%). Tale risultato consegue ad una strategia di rifocalizzazione del business (indotta dalla complessiva contrazione attesa, anche a livello di settore, nell'area della vigilanza fissa) da attuarsi prevalentemente attraverso un progressivo shift

dalla vigilanza fissa all'attività di trasporto e contazione valori. Già a partire dal 2013 è infatti attesa:

- la riduzione di alcune importanti commesse legate alla vigilanza fissa, network e portierato, a seguito di mancati rinnovi riscontrati nel corso del 2012;
- la cessazione di commesse rilevanti e non performanti nella vigilanza fissa;
- l'introduzione di nuove commesse con significativa redditività nella vigilanza fissa e network e l'introduzione di commesse legate all'applicazione del D.M. 269;
- l'applicazione di uno sconto incentivo pari al 3% sui contratti rinnovati nel 2013 sulla vigilanza fissa;
- la positiva prosecuzione e evoluzione del portafoglio clienti nei contratti relativi alla vigilanza di zona;
- conferma e naturale prosecuzione delle commesse relative al portierato nonché sviluppo di commesse con clienti nuovi;
- la positiva evoluzione del portafoglio clienti nei contratti relativi al trasporto e contazione valori oltre che lo sviluppo del fatturato legato all'intensificazione degli accordi di subappalto con altri istituti;
- consolidamento e sviluppo del fatturato legato all'utilizzo di nuove tecnologie tra cui SVI Cash Solution (SVICS).

Sebbene il settore risulti particolarmente impattato dalla forte intensità competitiva che si traduce in una generale pressione sui prezzi di vendita e in una minore probabilità di acquisizione (in sede di bando di gara) e di rinnovo delle commesse in essere, va rilevato come le dette assunzioni risultino realistiche e in linea con l'andamento atteso del settore.

- ✓ **Savings e recupero marginalità:** al fine di tenere in considerazione lo scenario di mercato non favorevole, il Management di SVI ha attuato una serie di azioni di "cost cutting" e razionalizzazione volte al miglioramento dell'efficienza e, conseguentemente, della marginalità. Nello specifico, sono attese le seguenti azioni a carattere trasversale su tutte le funzioni aziendali:

- la riorganizzazione dei comandi operativi attraverso il ricorso alla procedura di mobilità;
  - la disdetta del contratto di gestione amministrativa con TISV S.p.A.;
  - l'utilizzo di vetture ibride (minori costi di carburante e manutenzioni);
  - la riduzione dei costi di telefonia e facility management;
  - la riduzione delle provvigioni degli agenti;
  - la chiusura delle sedi di due sedi di attività a partire da gennaio 2013;
  - la riduzione dei costi generali, tra cui emolumenti degli amministratori, affitti e consulenze.
- ✓ **Costo del lavoro:** la strategia di rifocalizzazione del business determina una diretta riduzione del costo del lavoro che si aggiunge all'atteso utilizzo della Cassa integrazione volontaria e mobilità del personale. Inoltre, nel Business plan è anche riflesso l'effetto relativo al rinnovo del Contratto di lavoro.
- ✓ **EBITDA:** le suddette manovre di taglio dei costi e conseguente recupero della marginalità consentono nel periodo di Piano un recupero di marginalità pari a 3,1 punti percentuali sul fatturato (dal 3,3% del 2012 al 6,4% del 2015).
- ✓ **Oneri finanziari:** calcolati ipotizzando costante sia la struttura dei tassi di interesse sia gli spread in essere al 31 dicembre 2012.

**Figura 5.9 Gruppo SVI - Stato patrimoniale (Società operative)**

€ m	2012	2013	2014	2015
	Bozza	Budget	Piano	Piano
<b>Immobilizzazioni nette</b>	13,3	12,2	11,8	11,7
<b>Capitale circolante netto</b>	50,2	48,4	45,8	40,7
Fondo TFR	(18,1)	(16,0)	(14,9)	(14,0)
Fondi per rischi ed oneri	(3,1)	(3,0)	(3,0)	(3,0)
<b>Capitale investito operativo</b>	<b>42,3</b>	<b>41,6</b>	<b>39,6</b>	<b>35,5</b>
Disponibilità liquide	(1,4)	(11,0)	(15,1)	(22,4)
Crediti IRES (deduc. IRAP su personale)	(2,9)	(2,9)	(2,9)	(2,9)
Factor	6,8	10,0	10,0	10,0
Carenza contrattuale CCNL	-	1,0	0,5	-
Shift IVA e contributi	14,7	-	-	-
<b>PFN</b>	<b>17,2</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(7,5)</b>	<b>(15,3)</b>
<b>Finanziamento soci</b>	<b>19,5</b>	<b>20,4</b>	<b>21,3</b>	<b>22,2</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>5,7</b>	<b>24,1</b>	<b>25,8</b>	<b>28,6</b>
<b>Indicatori di performance</b>				
CCN/Ricavi	23,0%	22,6%	21,3%	18,6%
PFN/Patrimonio netto	3,0x	-0,1x	-0,3x	-0,5x
PFN (incluso finanz. Soci)/Patrimonio netto	6,4x	0,7x	0,5x	0,2x

Fonte: informazioni societarie

**Figura 5.10 Gruppo SVI - Cash flow (Società operative)**

€ m	2013	2014	2015	Cumulato
	Budget	Piano	Piano	
<b>EBITDA</b>	<b>12,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>	<b>39,9</b>
Imposte	(4,1)	(5,5)	(6,0)	(15,6)
Variazione fondo TFR e Rischi	(2,2)	(1,2)	(1,0)	(4,4)
Leasing	(0,6)	-	-	(0,6)
<b>Current cash flow (CCF)</b>	<b>5,7</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>19,4</b>
Capex	(3,5)	(3,4)	(3,0)	(9,9)
Variazione CCN	1,8	2,6	5,1	9,5
<b>Unlevered cash flow (UCF)</b>	<b>4,0</b>	<b>5,9</b>	<b>9,1</b>	<b>19,0</b>
Aumento di capitale	20,0	-	-	20,0
Carenza contrattuale CCNL	(1,5)	-	-	(1,5)
Proventi/(Oneri) straordinari	(1,7)	(0,8)	(0,4)	(2,9)
Proventi/(Oneri) finanziari	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(5,1)
<b>Flusso di cassa netto (Δ PFN)</b>	<b>19,2</b>	<b>3,5</b>	<b>6,9</b>	<b>29,6</b>
Accensione/(Rimborsi) finanziamenti	(9,6)	0,4	0,4	(8,8)
<b>Flusso di cassa delle disponibilità liquide</b>	<b>9,6</b>	<b>3,9</b>	<b>7,3</b>	<b>20,8</b>
<b>Indicatori di performance</b>				
CCF in % EBITDA	45,2%	50,0%	50,4%	
UCF in % EBITDA	31,7%	44,0%	65,5%	

Fonte: informazioni societarie

- ✓ **CCN:** miglioramento della dinamica del CCN (dal 23% nel 2012 al 18,6% nel 2015 in percentuale dei ricavi), sostanzialmente riconducibile ad una riduzione dei giorni di incasso legata all'implementazione di una politica di recupero dei crediti massiva dovuta: i) all'intervento di primarie società di recupero crediti (ad oggi il Gruppo vanta oltre 40 FTE dedicate al recupero crediti), ii) incentivi temporanei corrisposti agli agenti sugli importi riscossi (3% sull'incassato) e iii) piani di rientro con grandi clienti di buono e alto standing creditizio. E' inoltre attesa la stabilizzazione dei debiti verso fornitori al livello del 2012, caratterizzato da giorni medi effettivi di pagamento elevati, al fine di supportare le necessità operative.
- ✓ **Investimenti:** previsti al di sotto della media storica e principalmente relativi ad investimenti in impianti di allarme da fornire ai clienti con la formula del comodato d'uso gratuito (€ 2,5 m), in investimenti inerenti la vigilanza di zona e l'adeguamento dei caveau (€ 0,5 m) e in investimenti ordinari (c. € 0,5 m).
- ✓ **Ricapitalizzazione:** è attesa un'iniezione di capitale di complessivi € 20 m sulla società SVI S.p.A.. Tali importi saranno dedicati, principalmente, al pagamento di IVA arretrata per € 14,7 m.
- ✓ **PFN e Finanziamento soci:** miglioramento dell'indebitamento finanziario complessivo da (PFN + Finanziamento soci) da € 36,7 m del 2012 a € 6,9 m del

2015 a seguito dell'apporto di patrimonio netto atteso di € 20 m e dei flussi di cassa netti positivi generati lungo l'orizzonte di Piano.

#### Analisi di sensitività

Come raccomandato dalle “Linee guida per il finanziamento alle imprese in crisi” di Assonime, al fine di testare l'effettiva tenuta del Piano di risanamento in presenza di ipotesi peggiorative e di identificare le sue eventuali aree di vulnerabilità, il Management della Società ha provveduto a effettuare un esercizio di *sensitivity analysis*. Nello specifico, tale analisi di sensitività, riportata nel documento di IBR, è stata condotta identificando due scenari alternativi progressivamente peggiorativi rispetto alle risultanze di Piano.

I driver presi a riferimento dalla Società per l'esercizio di stress test sono i seguenti:

- a) **ricavi in termini di impatto su EBITDA:** scenario 1 (- € 20 m cumulati lungo il Piano) e scenario 2 (- € 47 m cumulati lungo il Piano). L'impatto cumulato in termini di EBITDA è pari a - € 7,2 m nello scenario 1 e ad - € 18,4 m nello scenario 2;
- b) **ricavi in termini di impatto sul cash flow:** scenario 1 (- € 21 m cumulati lungo il Piano) e scenario 2 (- € 49 m cumulati lungo il Piano). L'impatto cumulato in termini di cash flow è tale per cui nello scenario 1 i flussi di cassa cumulati sarebbero pari a € 7,3 m, valore che permetterebbe, unitamente all'iniezione di liquidità di € 20 m, il pagamento del debito IVA di c. € 15 m e il mantenimento dell'operatività lungo l'orizzonte di Piano. Viceversa, nello scenario 2, i flussi di cassa cumulati risulterebbero pari a € 3,1 m, valore che anche considerando l'iniezione di liquidità di € 20 m non sarebbe sufficiente a garantire l'operatività aziendale a partire dal 2014.

I risultati di tale esercizio hanno confermato la ragionevolezza e la sostanziale capacità di tenuta del Piano anche in presenza di scenari peggiorativi rispetto a quelli base.

#### *5.2.5. Attestazione effettuata dal professionista indipendente*

Nel corso del primo trimestre 2013, un professionista indipendente è stato incaricato di effettuare la redazione della Relazione sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'Accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F. presentato da SVI S.p.A..

L'Attestatore, al termine del proprio incarico, ha attestato:

- i. che i dati aziendali, i criteri di rilevazione adottati e le circostanze esposte nonché le previsioni contenute nella proposta di Accordo di ristrutturazione dei debiti sono stati oggetto di analisi di veridicità, che ha fornito riscontri positivi, rappresentando fedelmente e con chiarezza la situazione;
- ii. che la proposta di Accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F. presentata dalla Società, se accettata, può ritenersi attuabile, anche con riferimento alla sua idoneità ad assicurare il pagamento dei creditori estranei all'Accordo stesso;
- iii. che il processo alla base della generazione del Piano di ristrutturazione, nonché delle sottostanti ipotesi e assunzioni, è stato implementato in modo metodologicamente corretto e rispettoso delle best practices e degli iter procedurali previsti dalla normativa di riferimento;
- iv. che le previsioni di perfezionamento del processo di M&A in corso sono basate su concrete manifestazioni di interesse, anche di mercato, e risultano quindi coerenti e attendibili;
- v. che pertanto il Piano presenta i requisiti di attuabilità richiesti dall'art. 182 bis L.F. ed è idoneo a consentire, alla luce degli scenari macroeconomici, di mercato e aziendali ad oggi realisticamente realizzabili, il risanamento della Società.

È di seguito riportato l'indice della Relazione di attestazione.

**Figura 5.11 Indice della relazione di attestazione sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F.**

1. Incarico
  - 1.1 Conferimento e oggetto
  - 1.2 Modalità di svolgimento
  - 1.3 Limitazioni e vincoli
2. La Società
  - 2.1 Compagine, attività svolta, dati e organi societari
  - 2.2 Le cause della crisi
  - 2.3 Gli interventi del Management nel biennio 2010-2011
  - 2.4 La crisi nell'ultimo anno e le iniziative intraprese dal Management
  - 2.5 Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2012
  - 2.6 Situazione economica per l'esercizio 2012
3. Attestazione della veridicità dei dati aziendali
4. Quadro macroeconomico e settore di riferimento
  - 4.1 Quadro macroeconomico: scenario e outlook
  - 4.2 Settore di riferimento e i principali competitors
5. Piano di risanamento ex art. 182 bis L.F.
  - 5.1 Accordo di ristrutturazione ex art. 182 bis L.F.
  - 5.2 Il processo di M&A in corso
  - 5.3 Il Business Plan: presupposti e aspetti generali
  - 5.4 Business Plan Società
  - 5.5 Business Plan Gruppo
  - 5.6 Analisi di sensitività
  - 5.7 Giudizio dell'attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti

### 5.2.6. *Conclusioni del caso SVI*

In considerazione delle caratteristiche dello stato di crisi, da ritenersi reversibile, degli interventi del Management societario, capace di individuare prontamente l'insorgere delle criticità e reagire di conseguenza, delle *assumptions* di piano, ritenute razionali e in linea con l'evoluzione attesa del mercato, e delle caratteristiche dell'Accordo di ristrutturazione dei debiti, idoneo ad assicurare anche il completo soddisfacimento dei soggetti non aderenti, i creditori hanno aderito all'Accordo e il lato giudiziale della procedura si è successivamente concluso con esito positivo in tempi molto rapidi.

Nei mesi successivi, anche le condizioni direttamente subordinate all'eventuale successo di un'operazione di M&A si sono realizzate per effetto dell'incorporazione della Società all'interno di un rilevante gruppo italiano.

### 5.3. *Case Study: piano di risanamento ex art. 67 L.F.*

#### 5.3.1. *Introduzione del caso Atena*

In seguito a squilibri manifestatisi sin dal 2009, il gruppo AFSS (di seguito il "Gruppo") ha deciso di avviare a inizio 2013 un processo di ristrutturazione. All'interno di tale processo si inserisce la procedura ex art. 67 L.F. di Atena Frantoi S.p.A. (di seguito "Atena" o la "Società"), principale società operativa del Gruppo.

Al fine di effettuare un'idonea analisi delle caratteristiche fondamentali del caso, si provvederà a esaminare, nel paragrafo 5.3.2, l'attività svolta dalla Società, le cause della sua crisi, le principali azioni già implementate e da implementare da parte del

Management societario e la situazione economico/patrimoniale storica. Il paragrafo 5.3.3 presenta un approfondimento sulle caratteristiche principali del settore di riferimento, fondamentale anche per comprendere la correttezza delle assunzioni del Piano di risanamento, delineate e approfondite nell'ambito del paragrafo 5.3.3. Infine, il paragrafo 5.3.4 presenta le conclusioni derivanti dall'attività di attestazione effettuata da un professionista indipendente.

### *5.3.2. Le cause della crisi e la situazione economico/patrimoniale storica*

#### Attività svolta

Atena è una società per azioni a socio unico posseduta al 100% da AFSS S.p.A., Subholding di Gruppo. In tale contesto societario, la Società rappresenta la principale unità produttiva del Gruppo, svolgendo anche attività commerciale nei Paesi in cui non sono presenti altre società riconducibili al Gruppo. Nella sostanza, il business model della stessa è di fatto caratterizzato da vendite intercompany (oltre il 70%) e verso terzi.

Il Gruppo, caratterizzato da un'elevata diversificazione dei business, è oggi uno dei principali protagonisti a livello nazionale e internazionale del settore della produzione di frantoi e impianti oleari, presente nel mondo con 19 insediamenti produttivi e commerciali, registra Ricavi di vendita nell'ordine di € 100 m e occupa oltre 600 dipendenti. Fino a oggi ha servito c. 24.000 clienti, vendendo e installando oltre 35.000 macchine o impianti completi.

Nello specifico, le business line su cui il Gruppo è attivo sono tre:

1. il *mercato oleario*, con riferimento alla produzione e alla vendita di impianti completi per la produzione di olio (divisione "olio d'oliva"), a cui è riconducibile il c. 37% delle vendite totali del Gruppo realizzate nel 2012. Tale mercato (stimato in € 100 m – 150 m) presenta una significativa stagionalità delle vendite, con il c. 75% delle stesse realizzate e concentrate nella seconda parte dell'anno e, in particolare, tra luglio e ottobre. Ciò deriva dall'aspetto fortemente stagionale della produzione dell'olio che porta i frantoi ad essere pienamente attivi dal mese di novembre con evidenti impatti in termini finanziari (con picchi di utilizzo delle linee bancarie accordate raggiunti tra il secondo ed il terzo trimestre dell'anno), di EBITDA (anch'esso fortemente stagionale) e di costi operativi e di struttura, i quali presentano una stagionalità inversa rispetto alle vendite. Infatti, sebbene il fatturato

sia principalmente riconducibile alla seconda metà dell'anno, la produzione avviene durante l'intero esercizio, con una maggiore concentrazione a ridosso delle consegne e un aumento del magazzino da novembre a luglio;

2. il *mercato della Separation solution*, ovvero la produzione e vendita di macchine centrifughe per applicazioni industriali, pari al c. 30% delle vendite totali realizzate nel 2012. Negli ultimi anni il Gruppo ha sviluppato e venduto macchine centrifughe utilizzate in oltre 500 applicazioni produttive. Tale mercato ha un ampio potenziale e non presenta particolari aspetti in termini di stagionalità e ciclicità. Il Gruppo rappresenta al mondo uno dei primi produttori sia di macchine centrifughe orizzontali e decanter sia di centrifughe verticali e detiene tutti i brevetti relativi alla tecnologia. Tale divisione, rappresentante la linea di business su cui è attesa la maggiore aspettativa di crescita dei ricavi, secondo quanto riportato dal Management sta registrando le migliori performance storicamente raggiunte. I risultati raggiunti in questa business line assumono, inoltre, ulteriore rilevanza in quanto permettono, sebbene parzialmente, di mitigare la stagionalità delle vendite del mercato oleario;
3. il *mercato della movimentazione delle merci*, ovvero la produzione e la vendita di carrelli elevatori elettrici, pari al c. 4% delle vendite totali realizzate nel 2012. Tale mercato è di minor rilevanza in termini di fatturato ma comunque di importanza strategica grazie alla possibilità da parte del Gruppo di poter beneficiare di sinergie, potendo fornire al cliente un sistema di produzione completamente integrato.

### Le cause della crisi

Per quanto, in termini economici, già dal 2009 vi fossero segnali di squilibrio (il Gruppo presentava già perdite a livello consolidato), l'effettiva tensione finanziaria si è determinata con particolare enfasi a seguito della forte riduzione dei Ricavi totali verificatasi a partire dall'esercizio 2010 (CAGR 10-12 - 12,8% a livello di Gruppo, - 13,7% a livello di Atena). Fino al 2009, infatti, sia il Gruppo sia la Società avevano mostrato tassi di crescita delle vendite positivi.

Tale performance reddituale negativa ha da subito prodotto un impatto rilevante in termini di assorbimento di liquidità del Gruppo determinando, in via sempre maggiore, lo squilibrio "fonti – impieghi" oggetto della crisi finanziaria odierna.

L'obiettivo del presente paragrafo è, dunque, ricostruire e argomentare le principali cause alla base della tensione finanziaria e della conseguente crisi di Atena, distinguendo tra i fattori di natura esterna e interni alla Società.

Per quanto riguarda i *fattori esterni*, questi sono principalmente riconducibili a sei tipologie di fenomeni:

1. *crisi dell'economia a livello mondiale*: a partire dal secondo semestre 2008 la crisi generalizzata dell'economia ha duramente colpito il settore di riferimento, essendo esso fortemente correlato all'andamento del ciclo economico. In particolare, si pensi agli effetti che la crisi ha generato nell'area del bacino mediterraneo in Paesi quali Grecia, Spagna e la stessa Italia, notoriamente mercati di riferimento per la produzione di olio d'oliva;
2. *crisi della finanza a livello mondiale e stretta creditizia* (credit crunch) da parte del sistema finanziario, che ha determinato un significativo rallentamento nell'erogazione dei finanziamenti, con ripercussioni negative sui flussi di cassa delle aziende;
3. *cambiamenti intervenuti nel quadro normativo* di alcuni Paesi (Brasile e Argentina), verificatisi nel secondo semestre 2011, che hanno portato al blocco delle importazioni di macchinari, con evidenti impatti a livello di fatturati e ordini per le imprese straniere operanti nei suddetti Paesi;
4. *dinamiche congiunturali del settore* che hanno determinato una cristallizzazione del prezzo dell'olio d'oliva nell'ultimo quinquennio su livelli esigui (€ 1,8/l - € 2,4/l). Tale congiuntura ha, dunque, complessivamente contribuito al progressivo e rilevante deterioramento delle performance delle aziende operative nel settore, sia con riferimento alle quantità vendute che sui prezzi medi, con effetti diretti sulla riduzione dei Ricavi di vendita e della marginalità;
5. *instabilità e rivolta politica* nei principali Paesi del Nord Africa e Siria, mercati di sbocco molto importanti per il Gruppo, influenzati negativamente in termini di flussi di ordinativi a partire dalla seconda metà 2011 dalla c.d. "primavera araba";
6. *allungamento dei giorni medi di incasso* a seguito del peggioramento delle condizioni strutturali dell'economia, con conseguente impatto in termini di esigenze di finanziamento del capitale circolante.

Per quanto riguarda i *fattori interni*, le criticità riscontrate sono di seguito illustrate:

1. *indirizzo strategico* caratterizzante in passato (fino al 2008) la vendita dei macchinari della divisione olearia, contraddistinto da una precisa strategia commerciale formulata dal precedente Management tesa all'incremento dei volumi di vendita e delle quote di mercato, da conseguirsi attraverso politiche di prezzo molto aggressive, valutazioni elevate degli impianti in permuta e concessione di tempistiche di pagamento molto. Tali fattispecie hanno così determinato una progressiva riduzione della marginalità e una gestione via via più difficoltosa del credito;
2. *inadeguate e onerose politiche di gestione del CCN*, nello specifico con riferimento i) alla gestione non ottimale del magazzino, circostanza quest'ultima che ha generato il costante e significativo incremento degli stock, e ii) alla concessione ai clienti, in conseguenza ai precedenti indirizzi commerciali, di tempistiche di pagamento molto lunghe (anche superiori a 18 mesi). Con specifico riferimento ai giorni medi di incasso dei clienti, in realtà, gli stessi potrebbero essere intesi anche quali fattori di causa esterni della tensione finanziaria. Infatti, la crescita del fabbisogno di circolante legato alla crescita dei crediti commerciali è in parte anche riconducibile alla struttura e alle dinamiche tipiche del settore di riferimento, caratterizzate negli ultimi anni, per l'appunto, da tempistiche di pagamento molto prolungate e da una qualità della clientela che non presenta caratteristiche di bancabilità e conseguente possibilità di anticipazione dei crediti. Inoltre, il Gruppo ha continuato a finanziare il ciclo di circolante di medio periodo con forme tecniche di finanziamento di breve periodo, dunque non coerenti dal punto di vista finanziario (equilibrio "fonti-impieghi" e onerosità della forma tecnica di finanziamento utilizzata);
3. *eccessiva e conseguente elevata incidenza dei costi fissi di struttura*, creatasi nel corso degli anni caratterizzati dai risultati positivi conseguiti che, sulla base di una valutazione ex post, ha determinato un grado di leva operativa tale da incrementare la rischiosità aziendale, oltre che non coerente rispetto alle attuali esigenze aziendali;
4. *politiche di acquisto non ottimali*, frammentate e decentralizzate, peraltro basate esclusivamente su previsioni commerciali, che hanno determinato un eccessivo

livello degli stock. Inoltre, si evidenzia che in passato spesso gli acquisti sono stati legati a logiche opportunistiche di convenienza economica dei lotti; fattispecie, anch'essa, che ha portato ad un incremento del magazzino;

5. *decentralizzazione del magazzino*, con evidenti impatti in termini di costi logistici e di gestione delle scorte nonché collegati impegni finanziari;
6. *limitato e ritardato riconoscimento del ruolo strategico dello sviluppo della divisione Separation solution* all'interno del Gruppo, caratterizzata da elevata marginalità e significative potenzialità di sviluppo;
7. *assetto produttivo e organizzativo poco efficiente e flessibile* ai repentini cambiamenti che si sono verificati sul mercato, ciò anche a seguito di una performance storica aziendale molto positiva che non ha fatto sviluppare internamente al Gruppo assetti strutturali idonei a gestire l'azienda in scenari di crisi come quelli verificatisi negli ultimi anni;
8. *Management e cultura manageriale*, la significativa crescita dimensionale rapidamente raggiunta a livello internazionale dal Gruppo fino al 2008 non aveva contestualmente trovato i giusti investimenti nelle strutture dirigenziali che erano rimaste nel frattempo inadeguate rispetto alle esigenze. Peraltro, proprio nel 2008 il Gruppo si è trovato per circa 6 mesi senza la guida del Direttore Generale, successivamente introdotto in azienda.

Va infine rilevato che a partire dal 2012 la Società presenta un livello di vendite consolidato e segnali di miglioramento delle principali grandezze di marginalità in conseguenza delle manovre gestionali di rilancio attuate dal Management.

#### Strategia di rilancio: azioni strategiche già implementate (Gruppo)

A fronte dell'insorgere della situazione di crisi, la Società, già a partire dal 2010, ha posto in essere un insieme di misure volte a contrastare gli effetti del peggioramento del quadro economico generale e delle carenze gestionali interne alla Società, così da contenere/annullare le perdite generate in capo alle società italiane ed estere. Con riferimento al Gruppo in generale e a Atena nello specifico, le principali azioni implementate (alcune delle quali in fase di completamento) sono di seguito illustrate:

1. *modifiche della struttura aziendale del Gruppo*, volte a semplificare le relazioni societarie infragruppo nonché riallineare la struttura organizzativa, operativa e produttiva alle mutate esigenze aziendali e di mercato;
2. *cambio del Top Management*: in particolare tre sono le figure di spicco entrate in azienda con lo specifico obiettivo di favorire lo sviluppo e al contempo il risanamento del Gruppo: si tratta dell'Ing. Luca Maresi, Direttore Generale a partire da metà 2013, dell'Ing. Marco Favi, Direttore Divisione Separation solution, in azienda a partire da fine 2012 con lo specifico obiettivo di riorganizzare a livello mondiale la divisione di cui è stato messo a capo e del Dott. Nicola Marzi, Direttore commerciale per la divisione olio d'oliva allo scopo di incrementare le vendite nei Paesi del Nord Africa. In aggiunta, nel corso del 2012, al fine di rendere più efficace ed efficiente il processo di monitoraggio su tutto il Gruppo, è iniziato un processo di rivisitazione di tutte le procedure relative all'area amministrazione, finanza e controllo, al fine di allineare quelle relative alle società estere alle procedure già in essere nelle società italiane del Gruppo, permettendo quindi la produzione di una reportistica consolidata uniforme a quella delle singole società e più rapidi aggiornamenti, in particolare sulle previsioni commerciali. Tali cambiamenti hanno interessato anche le persone preposte alle varie funzioni di riferimento, con l'ingresso di nuove figure e professionalità. Ulteriori cambiamenti sono intervenuti anche a livello di Direzione commerciale e HR;
3. *politiche di contenimento/ottimizzazione dei costi aziendali*, in particolare dei costi fissi, volte al recupero della marginalità e all'annullamento delle perdite operative a livello di Gruppo. In particolare, tali interventi hanno riguardato:
  - stringenti criteri per la selezione dei contratti, fattispecie che ha talvolta portato il Gruppo anche a non accettare commesse valutate a basso margine;
  - il personale, a livello di Gruppo, che fa registrare nelle società interessate alla ristrutturazione, una riduzione di oltre 100 unità nell'ultimo triennio, con ulteriori effetti anche in termini di riduzione del costo medio unitario e un effetto complessivo stimato in c. € 3 m, anche attraverso l'utilizzo degli ammortizzatori sociali (e.g. ricorso allo strumento della mobilità oltre che all'utilizzo delle ferie residue). Con riferimento ad Atena, tale riduzione è ravvisabile a partire dal 2010, anno dal quale l'organico medio si è ridotto di 21 unità e la procedura di

mobilità attivata ha portato saving tra il 2011 e il 2012 nell'ordine di € 0,5 m annui sul personale diretto e € 0,4 m sul personale indiretto. Tale processo, si rileva, è stato quasi completato, per quanto i pieni effetti di tale manovra saranno visibili solo a partire dal 2014;

- spese commerciali, (€ 0,2 m nel 2012 e mantenimento nel Piano a tale livello), provvigioni e spese di rappresentanza;
- consulenze e spese varie amministrative;

4. *interventi sul prodotto e rivisitazione dei processi e delle procedure industriali*: a partire dal 2011 è stato implementato a livello di Gruppo un aggiornamento delle procedure inerenti, da un lato, gli acquisti (centralizzazione di certe forniture comuni ai vari stabilimenti produttivi di Atena e la società spagnola Minerva), dall'altro, la gestione delle scorte di magazzino. Sono stati inoltre implementati interventi volti ad ottimizzare la capacità produttiva e la logistica ed è stata introdotta in azienda la policy del “*make or buy*” laddove l'esecuzione interna di certe produzioni sia evidentemente non economicamente conveniente per il Gruppo. Tali manovre hanno portato ad un miglioramento dell'efficienza produttiva. Inoltre, a partire dal 2010 è stata intensificata l'attività di R&D allo scopo di ideare, progettare, sviluppare e industrializzare nuovi prodotti, applicazioni e servizi. A tal scopo, tale divisione è stata anche oggetto di una profonda riorganizzazione, maggiormente tangibile nella business line Separation solution;
5. *trasformazione dell'approccio al business LCM* (Life Cycle Management, Post vendita) da passivo a proattivo. In passato, infatti, tale divisione era gestita, anche in considerazione della relativa stagionalità, in ottica assolutamente residuale rispetto alle altre business line. Oggi l'azienda dedica significative risorse e investimenti a tale divisione; esempi sono costituiti dai significativi investimenti realizzati i) nell'apertura di nuovi centri di assistenza nel Mondo, ii) nell'assunzione di nuovi tecnici e iii) nello sviluppo di una piattaforma Web in 7 lingue;
6. *decentralizzazione della funzione commerciale*, da una a tre sedi;
7. *apertura di sedi e focalizzazione in mercati emergenti*, quali Atena Turchia nel 2012/2013, la creazione di un'organizzazione locale di service in Nord Africa e l'assunzione di un Area Manager per i Paesi Arabi, anche al fine di incrementare la penetrazione e la vicinanza di tali mercati;

8. *profonda ristrutturazione di alcune consociate estere*, non più sostenibili economicamente e alleggerimento della presenza diretta;
9. *riduzione dei compensi del Consiglio di Amministrazione* da € 2 m a € 1,2 m a livello di Gruppo e, con riferimento alla Società, da € 0,9 m a € 0,3 m. Tale intervento riflette sicuramente il *commitment* degli organi di proprietà e governo nel processo di ristrutturazione in corso;
10. *rivisitazione delle politiche commerciali*, volte a ridurre ed evitare un'eccessiva esposizione verso i clienti caratterizzati da dilazioni di pagamento pluriennali e verso determinate aree geografiche;
11. *politiche finanziarie*, tra cui la sospensione del rimborso delle rate di mutui in scadenza a partire da ottobre 2012 e il generale allungamento delle tempistiche di pagamento dei fornitori, il cui prolungarsi è anche fortemente condizionato dall'evoluzione del business. Tali azioni, sono state intraprese solo al fine di consentire l'operatività aziendale nel percorso di formulazione del Piano e avvio del processo negoziale col ceto creditorio.

*Strategia di rilancio: azioni strategiche da implementare (Gruppo)*

Oltre alle già citate azioni implementate dalla Società, a supporto dell'azione di rilancio del Gruppo e, in particolare, di Atena, sono previsti una serie di interventi principali - che coinvolgono le diverse aree aziendali e i Manager della Società - che consentono un momento di grande discontinuità e cambiamento rispetto al passato.

L'implementazione delle suddette attività è destinata a incidere profondamente sulla struttura societaria, rappresentando l'insieme delle azioni che dovrebbero consentire il raggiungimento dei risultati economici (incremento della marginalità), patrimoniali e finanziari attesi nel Piano..

Più in particolare, la strategia di sviluppo si articola in 4 principali capisaldi di seguito illustrati.

1. *Crescita dei Ricavi di vendita*, per quanto in via generale considerabile non aggressiva, da conseguirsi attraverso l'estensione della presenza geografica, l'introduzione di innovazioni produttive e l'ampliamento della gamma prodotti al fine di migliorare la capacità competitiva sia verso i produttori "low cost" del

mercato oleario che delle multinazionali della Separation solution. La divisione di Separation solution rappresenta la linea di business da cui è attesa la maggiore contribuzione in termini di crescita dei Ricavi di vendita (57%), seguita dalla divisione olearia (32%) e LCM (11%). Più in particolare:

a. *Divisione olearia*: contrariamente al passato, il Piano ha obiettivi di mantenimento della quota di mercato 2011 e di focalizzazione sulla qualità dei clienti in portafoglio, anche in termini di area geografica. L'obiettivo è dunque ricostituire una marginalità positiva e sostenibile nel lungo periodo grazie a i) politiche di prezzo non più aggressive, ii) tempistiche di pagamento normali (non agevolate) e iii) valutazioni corrette nel ritiro dei macchinari usati. La difesa della quota di mercato risulterebbe assicurata dalla decentralizzazione dell'organizzazione commerciale italiana da 1 a 3 sedi, da una maggior penetrazione in mercati emergenti (Nord Africa, Medio Oriente e Turchia) e dall'innovazione di prodotto garantita dagli importanti investimenti in R&S recentemente effettuati.

b. *Separation solution*: per il Gruppo tale mercato rappresenta la linea di business su cui è atteso, lungo l'orizzonte di Piano, il maggiore sviluppo, in considerazione della vastità di applicazioni industriali (oltre 500) a cui si riferisce e su quelle su cui il Gruppo è focalizzato. In considerazione del ridotto sviluppo registrato in passato, nel Piano è atteso un significativo investimento su tale linea di business in termini di capitalizzazione del *know-how* aziendale, di allargamento dei mercati serviti (*in primis* verso il mercato "ecologico", primo mercato di riferimento in tal senso) e lo sviluppo di un processo maggiormente focalizzato alla R&S. Lo sviluppo di tale divisione è atteso a seguito di una strategia che prevede:

i. *l'implementazione di nuove tecniche e strategie di vendita*: attraverso la riorganizzazione dei processi di vendita (inserimento della figura del Product Manager, caratterizzato da elevate competenze tecniche, affiancato da Process Specialist), la focalizzazione su applicazioni specifiche (nello specifico prevalentemente il settore "ecologico"), la formazione del personale di vendita (anche attraverso la condivisione delle competenze via web) e lo sviluppo di nuove tecniche di marketing (di fatto con un nuovo approccio alla vendita che parte non più dalle specifiche tecniche del

- prodotto bensì dalle soluzioni che lo stesso fornisce, oltre che dalla distinzione della gamma in colorazioni univoche e facilmente identificabili);
- ii. *l'estensione della presenza geografica del Gruppo*, attraverso l'apertura di nuove società/sedi internazionali, in particolare in Centro-America e Turchia, e l'intensificazione della rete di agenti;
  - iii. *il continuo sviluppo dei nuovi prodotti*, mediante l'intensificazione dell'attività di investimento in R&S;
  - iv. *l'ingresso in nuovi mercati*, quali, ad esempio, il mercato delle applicazioni dei sistemi di essiccazione dei fanghi, da effettuarsi attraverso l'utilizzo di una tecnologia storicamente utilizzata in azienda - opportunamente modificata e adattata - rappresentata dalla produzione di impianti di essiccazione olearia. Secondo quanto rappresentato dal Management le prospettive di settore, sia in termini di dimensione assoluta del mercato (c. € 0,6 mld) che di prospettive di crescita (crescita attesa + 10%), sono tali da far ipotizzare un potenziale di sviluppo significativo. A tal fine il Management ha ideato un piano che prevede la creazione un gruppo di lavoro dedicato all'iniziativa, lo sviluppo del prodotto a livello mondiale, la creazione di strumenti commerciali, la formazione della rete di vendita e la creazione di un team di ingegneri basati in Italia per il supporto tecnico da remoto.
- c. *LCM (Life Cycle Management, attività Post vendita)*: il Gruppo, in considerazione dell'alta ripetitività e marginalità di tali servizi (audit tecnici, pacchetti ricambi, manutenzione programmata, programmi e corsi formativi per clienti, accordi quadro con clienti di grandi dimensioni, anche con riferimento a impianti di aziende concorrenti) intende rivolgersi al mercato non più con un approccio passivo, bensì proattivo, così da generare anche il positivo effetto, in termini di stabilità dei flussi di ricavi, garantito dalla fidelizzazione e dall'allungamento della durata delle proprie relazioni di clientela.
2. *Ristrutturazione dell'organizzazione*, volta a recuperare efficienza produttiva (con l'effetto di migliorare la marginalità diretta) e diminuire il peso della struttura indiretta (con effetto diretto in termini di riduzione dei costi generali e miglioramento dell'EBITDA). La struttura opera, infatti, con costi fissi non proporzionati rispetto alle reali esigenze aziendali, con conseguente elevato grado di

leva operativa e rischiosità di business. Il raggiungimento delle condizioni di sostenibilità di lungo periodo è atteso attraverso:

- a. un'ulteriore *riduzione del personale* (diretto e indiretto) e il *ricorso a forme flessibili di lavoro*;
  - b. *recuperi negli acquisti*, da conseguirsi attraverso una centralizzazione degli stessi tra tutte le società del Gruppo con l'obiettivo di beneficiare di economie di scala e, dunque, di migliori condizioni di acquisto;
  - c. *gestione ottimale del magazzino*, al fine di ridurre l'entità degli stock in magazzino sono in corso di implementazione una serie di innovative procedure di gestione, quali i) la centralizzazione presso la sede dei prodotti finiti e dei ricambi destinati ai mercati europei, ciò al fine di ridurre al minimo gli spostamenti dei macchinari prodotti da un Paese all'altro, ii) la revisione dei processi di acquisto, al fine di evitare che l'acquisizione in modo opportunistico di lotti possa condurre ad un incremento automatico del magazzino, e iii) acquisti, dove possibile, basati sugli effettivi ordini in portafoglio e non più su previsioni commerciali;
  - d. *l'attuazione di stringenti politiche di contenimento dei costi*, di fatto, in buona parte già implementate.
3. *Miglioramento del cash flow generato dall'attività operativa*, da raggiungersi attraverso una migliore gestione del Capitale circolante netto, nello specifico dei driver sottostanti ai crediti commerciali e al magazzino, la cui crescita e alti livelli raggiunti in passato hanno determinato significativi fabbisogni finanziari da coprire. La crescita dei livelli di CCN, si rileva, è stata generata da una gestione non ottimale del magazzino e da una specifica strategia aziendale storica caratterizzata dalla concessione ai clienti di tempistiche di pagamento di medio lungo termine. Nel Piano è attesa una riduzione del magazzino, da attuarsi attraverso nuove procedure di gestione degli stock e degli approvvigionamenti, e il ritorno a condizioni di pagamento normali di vendita (già in parte implementato), da conseguirsi anche attraverso il ricorso a istituzioni finanziarie internazionali (società di leasing) disposte a finanziare i propri clienti.
4. *Intervento finanziario da parte degli azionisti* per complessivi € 10,5 m a livello di Gruppo, di cui € 3,8 m in capo alla Società.

Nella sostanza, le manovre su illustrate, e dunque il Piano, si pongono l'obiettivo di mitigare, da un lato le cause interne alla situazione di crisi finanziaria, dall'altro, i fattori di debolezza del Gruppo e, nello specifico, della Società, con l'obiettivo di ripristinare condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie sostenibili nel lungo periodo.

### Analisi della performance storica – Conto economico

La tabella seguente illustra il Conto economico della Società con riferimento agli esercizi 2009 – 2012, riclassificato secondo uno schema gestionale in accordo al prospetto di Piano della Società. Nel prosieguo verranno commentate le principali voci.

**Figura 5.12 Atena Frantoi S.p.A. - Conto economico**

€ migliaia	FY09 Actual	FY10 Actual	FY11 Actual	FY12 Actual	CAGR 09-12
Ricavi di vendita	57.371	68.807	63.563	51.330	(3,6)%
Altri proventi	634	1.002	986	716	4,1 %
<b>Ricavi totali</b>	<b>58.005</b>	<b>69.809</b>	<b>64.549</b>	<b>52.046</b>	<b>(3,5)%</b>
Acquisti MP e SL	(24.599)	(32.109)	(32.092)	(20.863)	(5,3)%
Macchine usate	(6.335)	(4.238)	(4.825)	(4.629)	(9,9)%
Var. rim. mp, semilavorati, pf	(403)	(2.023)	1.023	3.598	n.a.
Costo operai diretti/indiretti	(7.623)	(8.330)	(8.060)	(7.260)	(1,6)%
Utenze	(657)	(739)	(721)	(750)	4,5 %
Materiale di consumo	(1.124)	(1.308)	(1.298)	(832)	(9,6)%
Ammortamenti industriali	(1.096)	(1.131)	(1.160)	(585)	(18,9)%
Acc.to fondo garanzia prodotti	(505)	(93)	(199)	-	n.a.
<b>Costo del venduto</b>	<b>(42.342)</b>	<b>(49.971)</b>	<b>(47.333)</b>	<b>(31.322)</b>	<b>(9,6)%</b>
<b>Margine di contr. industriale (Gross Profit)</b>	<b>15.663</b>	<b>19.838</b>	<b>17.216</b>	<b>20.723</b>	<b>9,8 %</b>
Spese commerciali	(1.038)	(737)	(803)	(515)	(20,8)%
Montaggi e attività di terzi	(2.319)	(2.156)	(1.709)	(1.168)	(20,4)%
<b>Margine di contribuzione commerciale</b>	<b>12.306</b>	<b>16.945</b>	<b>14.704</b>	<b>19.041</b>	<b>15,7 %</b>
Pubblicità e spese di rappresentanza	(1.274)	(969)	(540)	(498)	(26,9)%
Costo personale tecnico/amministrativo	(4.184)	(4.504)	(4.089)	(3.147)	(9,1)%
Spese operative	(8.858)	(8.389)	(7.792)	(7.017)	(7,5)%
Altri ammortamenti	(111)	(152)	(192)	(327)	43,5 %
Altri accantonamenti	(389)	(376)	(21)	(23)	(61,1)%
<b>Spese generali ed amministrative</b>	<b>(14.815)</b>	<b>(14.390)</b>	<b>(12.634)</b>	<b>(11.012)</b>	<b>(9,4)%</b>
<b>EBIT</b>	<b>(2.509)</b>	<b>2.554</b>	<b>2.070</b>	<b>8.029</b>	<b>n.a.</b>
<i>Ammortamenti industriali</i>	<i>(1.096)</i>	<i>(1.131)</i>	<i>(1.160)</i>	<i>(585)</i>	<i>(18,9)%</i>
<i>Altri ammortamenti e accantonamenti</i>	<i>(1.004)</i>	<i>(622)</i>	<i>(411)</i>	<i>(350)</i>	<i>(29,6)%</i>
<b>EBITDA</b>	<b>(410)</b>	<b>4.307</b>	<b>3.641</b>	<b>8.964</b>	<b>n.a.</b>
Proventi e oneri finanziari	(1.415)	(585)	(3.671)	(1.876)	9,9 %
Proventi e oneri straordinari	12	137	(586)	(1.020)	n.a.
<b>EBT</b>	<b>(3.911)</b>	<b>2.106</b>	<b>(2.187)</b>	<b>5.133</b>	<b>n.a.</b>
Imposte e Tasse	686	(1.021)	(909)	(2.342)	n.a.
<b>Risultato Netto</b>	<b>(3.225)</b>	<b>1.085</b>	<b>(3.096)</b>	<b>2.792</b>	<b>n.a.</b>

Fonte: informazioni societarie

Nel periodo 2009 - 2012 i **Ricavi totali** sono diminuiti ad un CAGR del 3,6%. Tale andamento risulta sostanzialmente riconducibile alla significativa riduzione registrata

nel biennio 2011 - 2012 rispetto al 2010, esercizio in cui le vendite hanno superato il livello di € 68 m. Nello specifico, la riduzione delle vendite 2012 rispetto al 2011 per complessivi € 12,2 m (- 19,2%) è riconducibile alla riduzione delle vendite intercompany per c. € 12 m. Tale significativa riduzione è stata sostanzialmente causata da aspetti congiunturali verificatisi in Spagna e Argentina e dallo spostamento al 2013 di ordini originariamente previsti per l'esercizio 2012 relativi alla Cina.

Nel periodo considerato il **Costo del Venduto** è diminuito significativamente con un CAGR 2009 – 2012 del 9,6% principalmente per effetto della riduzione delle principali voci di costo verificatesi nel 2012 rispetto al 2011 e, in particolare, i) acquisti di materie prime e semilavorati per € 11,2 m (- 35%) per effetto dello smaltimento del magazzino da parte delle società estere del Gruppo e ii) riduzione generale delle altre voci di costo per € 2,2 m. La diminuzione delle voci di costo, nel 2012, include anche un cambiamento dei criteri contabili della valorizzazione del magazzino. Complessivamente, in percentuale rispetto ai Ricavi di vendita, il costo del venduto tra il 2009 e il 2011 si è in media attestato al c. 72% mentre nel 2012, escludendo l'effetto del cambiamento di criterio contabile di cui sopra, è risultato pari al c. 67%, a testimonianza dello sforzo di riduzione dei costi implementato dal Management.

Con riferimento agli altri **Costi operativi** sostenuti nel periodo oggetto di analisi, si evidenzia come il Management abbia implementato un'attenta politica di riduzione degli stessi, passati da € 18,2 m del 2009 a € 12,7 m del 2012. Con riferimento all'esercizio 2012 rispetto al 2011, si rileva il decremento di tutte le voci di costo grazie alla riduzione generale sia dei costi variabili, quali spese per montaggi e attività presso terzi (- € 0,5 m) e spese commerciali (- € 0,3 m), sia dei costi fissi, quali personale tecnico-amministrativo (- € 0,9 m) anche attraverso l'apertura della procedura di mobilità, e spese operative (- € 0,8 m) tra cui consulenze e compensi agli organi di amministrazione e controllo.

L'elevata attenzione alla riduzione dei costi operativi nel biennio 2011 – 2012 insieme alla riduzione degli acquisti per il magazzino nel 2012 hanno determinato, nonostante la riduzione delle vendite intercompany, un significativo incremento dell'EBITDA nel 2012 in rapporto ai Ricavi di vendita (+ 11,7 punti percentuali rispetto al 2011) che si è attestato al 17,5%.

Il valore dell'**EBIT** nel 2012 è pari ad € 8 m, in aumento di € 6 m rispetto al 2011 (+ 12,4 punti percentuali su Ricavi di vendita) a seguito, oltre che dell'illustrato trend dell'EBITDA, della riduzione del livello degli ammortamenti per effetto della rideterminazione della vita utile degli impianti e macchinari specifici.

I **Proventi/(Oneri) finanziari** nel 2012 risultano pari a - € 1,9 m per un valore di circa la metà rispetto all'esercizio 2011 e includono, principalmente, oneri finanziari con le banche per € 1,5 m e rettifiche di valore di attività finanziarie legate alla svalutazione su partecipazioni per € 2,6 m, parzialmente compensati dagli interessi attivi addebitati alle aziende del Gruppo per complessivi € 3 m.

Nel 2012 i **Proventi/(Oneri) straordinari** sono pari a - € 1 m e sono costituiti da proventi straordinari per € 1 m e oneri straordinari per € 2 m. Tali voci includono principalmente i) sopravvenienze attive per € 0,9 m (riferite, tra le altre, all'istanza di rimborso IRES), ii) contributi in conto esercizio per 0,1 m, iii) oneri sul piano di ristrutturazione aziendale e ristrutturazione del debito per - € 1,5 m e iv) sopravvenienze passive per - € 0,5 m riferite, principalmente, al ritiro di macchinari venduti negli anni precedenti a causa dell'insolvenza dei clienti.

#### Analisi della performance storica – Stato patrimoniale

La tabella seguente mostra lo Stato patrimoniale di Atena con riferimento al periodo 2009 - 2012. Nel prosieguo verranno commentate le principali voci.

**Figura 5.13 Atena Frantoi S.p.A. - Stato patrimoniale**

€ migliaia	31.12.09 Actual	31.12.10 Actual	31.12.11 Actual	31.12.12 Actual
Immobilizzazioni Immateriali	106	112	101	538
Immobilizzazioni Materiali	6.294	7.218	6.366	5.890
Immobilizzazioni Finanziarie	1.059	3.609	295	(1.082)
<b>Immobilizzazioni Nette</b>	<b>7.459</b>	<b>10.939</b>	<b>6.762</b>	<b>5.345</b>
Rimanenze	36.523	34.431	35.395	38.364
Crediti commerciali	5.898	6.274	4.617	5.101
Debiti commerciali	(13.554)	(17.590)	(18.386)	(19.178)
Crediti/(debiti) commerciali IC	46.070	54.396	64.101	61.052
<b>Capitale Circolante Comm.le (CCC)</b>	<b>74.937</b>	<b>77.512</b>	<b>85.727</b>	<b>85.340</b>
Altre attività	2.595	1.635	1.907	1.814
Altre passività	(3.996)	(4.506)	(5.526)	(4.154)
<b>Capitale Circolante Netto (CCN)</b>	<b>73.536</b>	<b>74.641</b>	<b>82.108</b>	<b>83.001</b>
Fondo TFR	(2.449)	(2.398)	(1.891)	(1.883)
Fondi per rischi ed oneri	(1.576)	(1.125)	(1.160)	(1.719)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>76.970</b>	<b>82.056</b>	<b>85.818</b>	<b>84.744</b>
Indebitamento bancario a BT	4.229	8.495	14.222	15.061
Indebitamento bancario (mutui)	9.992	9.458	11.089	9.252
Debiti/(Crediti) finanziari IC	4.581	4.850	4.350	1.482
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>18.802</b>	<b>22.803</b>	<b>29.661</b>	<b>25.795</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>58.168</b>	<b>59.253</b>	<b>56.157</b>	<b>58.949</b>
<b>Totale fonti di finanziamento</b>	<b>76.970</b>	<b>82.056</b>	<b>85.818</b>	<b>84.744</b>

Fonte: informazioni societarie

Il **Capitale investito netto** al 31 dicembre 2012 è pari a € 84,7 m e risulta prevalentemente costituito da Crediti commerciali intercompany (€ 67,5 m) e da Rimanenze (€ 38,4 m), parzialmente compensati da debiti commerciali verso terzi (- € 19,2 m) e debiti commerciali intercompany (- € 6,5 m).

Il trend registrato nel periodo 2009 – 2012 evidenzia un generale aumento del CIN sostanzialmente riconducibile all'aumento del **Capitale circolante netto** che, nel periodo oggetto di analisi, è passato da un livello di € 73,5 m del 2009 ad € 83 m del 2012, con un significativo incremento in termini di incidenza sui Ricavi di vendita passata dal 128,2% del 2009 al 161,7% del 2012.

Si rileva che il trend del CCN è significativamente influenzato dai crediti commerciali intercompany verso le società estere, i cui tempi di incasso dipendono delle generali esigenze di finanziamento di tali società. Inoltre, con riferimento alle rimanenze, il livello di stock è incrementato di c. € 3 m principalmente per effetto della citata variazione del criterio di valutazione del magazzino.

L'incremento delle voci **Fondi** di € 0,6 m nel 2012 rispetto all'esercizio precedente deriva principalmente dall'accantonamento al fondo straordinario per la mobilità del personale nell'ambito del piano di ristrutturazione aziendale.

La **PFN bancaria** è pari a € 24,3 m nel 2012, suddivisa in € 9,3 m di indebitamento bancario a medio lungo termine ed € 15 m di indebitamento bancario a breve termine, in riduzione di c. € 1 m rispetto al 2011, contribuendo alla riduzione del rapporto PFN bancaria/Patrimonio netto da un valore di 0,45x del 2011 a 0,41x del 2012. La PFN complessiva risulta, invece, diminuita di € 3,9 m per effetto di una riduzione complessiva delle componenti finanziarie infragruppo di € 2,9 m.

Il **Patrimonio netto** al 31 dicembre 2012 risulta pari a € 58,9 m, confermando l'elevata dotazione patrimoniale della Società che, lungo il periodo analizzato, ha registrato un Equity medio pari a oltre € 58,1 m.

### *5.3.3. Settore di riferimento*

Si ritiene a questo punto opportuno fornire alcuni dei dati principali sui settori di riferimento. Tale analisi risulta di fondamentale importanza, in quanto consente di comprendere il contesto competitivo in cui la Società opera e la ragionevolezza delle assunzioni alla base del Piano di risanamento, esaminate nel prosieguo della trattazione.

#### *Il settore della produzione e commercializzazione di frantoi e impianti oleari*

Il settore dei frantoi e degli impianti oleari ha una dimensione complessiva che varia tra € 100 m e € 150 m all'anno. Tale ampia oscillazione è riconducibile alle dinamiche del connesso settore oleario e dipende in particolare da due driver: a) disponibilità di materie prime, b) prezzo medio di vendita. Infatti, se in un determinato paese produttore le aspettative su queste 2 variabili sono limitate, il mercato delle vendite di frantoi e attrezzature produttive diminuisce. Il servizio di manutenzione, al contrario, dipende dal numero di frantoi complessivamente installati.

A livello globale, il trend delle vendite di frantoi e impianti oleari negli ultimi anni è stato relativamente stabile, con un valore stimato in € 130 – 140 m nel biennio 2010-2011 e un valore leggermente inferiore pari ad € 120 – 130 m nel 2012. In generale il mercato degli impianti usati è stimato pari a c. il 12 - 15% di tali valori.

Nel triennio 2010 – 2012, tale risultato è stato influenzato da diversi elementi di natura straordinaria, di seguito elencati:

- i. la regione dell'Andalusia, dove è concentrata quasi tutta la produzione dell'olio spagnolo, ha deciso di non erogare contributi pubblici per l'acquisto di impianti nell'anno 2012;
- ii. alcuni dei principali Paesi produttori di olio del bacino del Mediterraneo, quali Tunisia, Siria, Libia e Turchia, sono stati interessati da una forte instabilità politica.

A livello complessivo, i mercati di sbocco del settore della produzione di frantoi e impianti oleari possono essere suddivisi in 2 macro segmenti: 1) mercati sviluppati rappresentati da Spagna, Italia e Grecia e 2) mercati emergenti rappresentati da Siria, Tunisia, Turchia, Marocco.

Con riferimento ai mercati sviluppati possono essere individuati i seguenti trend strutturali:

- un calo (o al massimo una costanza) negli investimenti;
- una sostituzione degli impianti esistenti piuttosto che una richiesta di aumento di capacità produttiva (da cui le permute che i produttori devono ritirare a fronte delle nuove vendite);
- una forte dipendenza delle vendite dai contributi pubblici;
- una necessità di concedere dilazioni di pagamento ai clienti a medio/lungo termine a causa di una clientela che risulta in crescente difficoltà economica e con limitati requisiti di finanziabilità da parte dal sistema bancario;
- generale richiesta di impianti sviluppati che richiedono impianti tecnologicamente avanzati e automatizzati.

Con riferimento ai mercati emergenti sono, invece, riscontrabili i seguenti trend strutturali:

- una consistente e stabile crescita della domanda;
- pochi casi di sostituzione di impianti, ma aumento della capacità produttiva (e quindi poche permute);
- scarso utilizzo di contributi pubblici da parte degli acquirenti;
- termini di pagamento ridotti e comunque garantiti da lettera di credito;

- richiesta di impianti comunque performanti ma semplificati in termini di utilizzo da parte degli operatori.

A livello globale si stima che il numero dei frantoi sia superiore a 12.000 unità dei quali oltre 4.000 localizzati in Italia (di cui oltre il 30% in Calabria, Puglia e Sicilia), oltre 2.000 in Grecia e circa 1.800 in Spagna. Tale dato evidenzia come in Italia e Grecia la domanda sia frammentata, caratterizzata da aziende di piccola dimensione, mentre in Spagna vi siano complessivamente meno aziende ma di maggiore dimensione, anche grazie a una migliore organizzazione del sistema.

In tale contesto, la Società ricopre una posizione di primario standing in un mercato caratterizzato da grande concentrazione.

#### Il settore della Separation solution

Il mercato della Separation solution ha una dimensione mondiale stimata in € 4 mld annui ed è un mercato globale che interessa tutte le aree geografiche, con particolare riferimento ai Paesi maggiormente industrializzati. A livello globale, il trend del settore è stato sostanzialmente stabile nel periodo 2009 - 2012 per effetto di due fattori contrastanti: da un lato, la crescita della domanda derivante dalle nuove applicazioni industriali offerte dallo sviluppo delle tecnologie della Separation solution, dall'altro lato, la crisi economica generale che ha ridotto i livelli della produzione industriale e le collegate lavorazioni della Separation solution.

La dimensione del mercato è destinata ad aumentare significativamente nei prossimi anni, principalmente per effetto di i) una crescente attenzione ai temi ambientali che porta i legislatori dei vari Paesi industrializzati a emanare provvedimenti che favoriscono lo sviluppo del settore ecologia (in cui vengono utilizzate le centrifughe industriali) e di ii) una crescente domanda di questo tipo di prodotti da parte dei Paesi asiatici (Cina e India in primis).

Tra i diversificati ambiti di applicazione industriale della Separation solution, Atena ha sviluppato notevoli competenze tecniche soprattutto nell'ambito della gestione delle acque e del riciclaggio dei rifiuti industriali, oltre che nei segmenti del food dedicati al trattamento delle salse e succhi di frutta e dei segmenti del petrolio e gas che si occupano del trattamento degli oli esausti.

Nei propri ambiti di riferimento, la Società rappresenta uno dei principali *player* insieme a grandi gruppi di livello internazionale, sebbene con quote di riferimento molto differenti a seconda della categoria di prodotto considerata.

La dimensione attuale e prospettica del settore, la molteplicità di applicazioni industriali destinate a numerosi mercati di sbocco sia da un punto di vista dei settori che dei Paesi interessati e la scarsa incidenza di fenomeni di stagionalità o dipendenza dalle materie prime rendono il mercato della Separation solution potenzialmente ben più promettente rispetto a quello della produzione di frantoi e impianti oleari.

### Swot Analysis

Ai fini di meglio comprendere il contesto di riferimento e le reali possibilità di realizzo del processo di risanamento atteso dalla Società, si procede di seguito a individuare minacce e opportunità, punti di forza e debolezza secondo la nota matrice della SWOT Analysis.

**Figura 5.14 Atena Frantoi S.p.A. - Swot analysis**

<b>Forza</b>	<b>Debolezza</b>
Azienda leader mondiale della produzione di centrifughe	Temporanea situazione di crisi finanziaria
Brand awareness elevata e alta capacità di innovazione dei prodotti	Struttura dei costi rigida
Processo di risanamento in stadio avanzato	Limitata ampiezza della gamma prodotti nelle applicazioni industriali
Management di qualità e in parte rinnovato	Business line della Separation solution non ancora completamente sviluppata
Elevato impegno da parte degli azionisti	
<b>Opportunità</b>	<b>Minacce</b>
Settori ad alta concentrazione e necessità di possesso di elevato know how tecnologico	Produzione di frantoi e impianti oleari direttamente dipendente dal mercato dell'olio di oliva
Aspettative di breve termine positive sul prezzo di vendita dell'olio	Mercati di sbocco localizzati negli ultimi anni in aree geografiche al centro della crisi economica e caratterizzate da forti tensioni politiche
Crescente domanda dall'estero, ma anche Italia, per il mercato della Separation solution	
Sviluppo della produzione olearia dei Paesi in via di sviluppo	

#### 5.3.4. Piano di risanamento 2013 - 2016

##### Aspetti generali del Piano

Il Piano di risanamento aziendale predisposto dal Management si sviluppa su un arco temporale compreso tra l'1 gennaio 2013 e il 31 dicembre 2016 ed è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione, nella sua versione definitiva, in data 14 novembre 2012. Inoltre, si evidenzia che il Piano medesimo è stato nel tempo oggetto di ulteriori

aggiornamenti che hanno riguardato, da un lato, l'adeguamento dei dati *forecast* 2012 inclusi nel Piano approvato ai dati *actual* (con riferimento all'esercizio 2012), dall'altro, gli impatti generati dalla manovra finanziaria in coerenza all'ultimo stato delle negoziazioni intrattenute con il ceto bancario.

Il Piano è stato così predisposto in via analitica, coerentemente all'impianto normativo e alle best practice vigenti, sulla base di ipotesi prudenziali, e nell'ottica della continuità aziendale, assumendo che la Società pervenga, nelle tempistiche auspiccate, al perfezionamento della procedura ex art. 67 L.F. attualmente in discussione tra le parti.

Il Piano è stato redatto in ottica di consolidato e, dunque, analiticamente per ciascuna società del Gruppo con una logica bottom-up. Con riferimento al dato previsionale 2013, si evidenzia che lo stesso è stato predisposto dal Management in via analitica, rappresentando il budget del medesimo esercizio, mentre, per ciò che concerne il periodo 2014 - 2016, i dati sono stati stimati attraverso un esercizio di proiezione basato sull'interpolazione dei trend storici (CAGR registrati e coerenza logica e strategica delle incidenze percentuali rispetto ai ricavi di vendita di ogni singola componente di costo) integrata per tenere nel dovuto conto le dinamiche attese dal settore di riferimento. Tali stime, si evidenzia, hanno un'affidabilità inferiore, rappresentando piuttosto dei valori tendenziali. Inoltre, si rileva che il Piano non è stato sviluppato con un approccio standard "prezzo-volume" (pertanto, al riguardo, alcuna specifica analisi è stata pertanto possibile effettuarsi) bensì nell'ottica del trend atteso di settore (nello specifico, con riferimento allo sviluppo atteso, in particolare la Separation solution) e dello sviluppo delle aree geografiche a maggiore crescita attesa. Tale approccio è stato seguito in conseguenza all'elevata customizzazione dei impianti venduti che ne determina una poco significativa analisi statistica.

Lungo l'intero orizzonte temporale considerato, il Piano evidenzia la generale capacità del Gruppo e, nello specifico, della Società di generare cash flow a servizio del debito tale da consentire, da un lato, una riduzione, nei termini previsti, dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria, dall'altro, la copertura degli oneri finanziari, garantendo così la continuità aziendale.

Nel caso in oggetto, l'obiettivo di raggiungimento del risanamento della Società è da intendersi come avvio di un processo di realistica riduzione dell'indebitamento (*delevering*) fino ad un livello che, nel 2016, sulla base del Piano, appare

ragionevolmente rifinanziabile: la Società, alla fine del 2016, avrà, sulla base delle previsioni di Piano, un rapporto tra PFN bancaria ed EBITDA pari a 1,4x (nel 2013 è atteso pari a 5,7x) e tale valore – va sottolineato – si colloca nella parte inferiore dell'intervallo storicamente finanziato dal sistema creditizio. Detto impegno appare ragionevole, a motivo innanzitutto dell'analisi di sensitività effettuata dalla Società (a cui si rimanda) e, a *fortiori*, dei meccanismi cautelativi di mitigazione del rischio in discussione tra le parti.

L'analisi di un Piano così predisposto, si evidenzia, non deve tanto indirizzarsi sui livelli di Piano indicati dalle singole società, quanto focalizzarsi sui livelli raggiunti a livello consolidato, fattispecie quest'ultima che deve dunque trovare supporto nel mercato (c.d. Ricavi di vendita verso terzi), nelle prospettive del/i settore/i di riferimento e, conseguentemente, nella strategia aziendale identificata dal Management.

Sono di seguito illustrate in dettaglio le principali assunzioni (dal punto di vista industriale) alla base del Piano di risanamento, sulla base delle quali è possibile esprimere un giudizio di ragionevolezza e fattibilità del Piano stesso.

#### Assumptions alla base del Piano

Si riepilogano di seguito le macro assunzioni generali di Piano relativamente alle principali grandezze economiche e patrimoniali.

- ✓ **Ricavi di vendita:** crescita dei Ricavi di vendita ad un CAGR complessivo nel periodo 2012 – 2016 pari all'8,9% sostanzialmente supportato, in coerenza con le azioni strategiche delineate dal Management e in corso di implementazione, da un lato, dalla crescita delle vendite da conseguire nei Paesi emergenti, dall'altro, dalle dinamiche di sviluppo nel settore Separation solution che, come illustrato nel paragrafo relativo all'analisi di settore, presenta significative potenzialità. Inoltre, lungo l'orizzonte di Piano è previsto il ritorno dei Ricavi di vendita della divisione olio di oliva ai livelli registrati nel 2011.
- ✓ **Marginalità (EBITDA):** nel Piano è prevista una struttura dei costi sostanzialmente allineata alle risultanze storiche, con un recupero della marginalità operativa da conseguire grazie all'ottenimento dei savings precedentemente descritti - prevalentemente relativi alla razionalizzazione del personale, ad un miglioramento dell'efficienza produttiva e allo snellimento dei costi fissi di struttura - e da un

conseguente maggiore assorbimento dei costi fissi. Va rilevato che l'ottenimento di tali savings è sostanzialmente già avvenuto nel corso del 2012 e che la struttura dei costi già dal 1 gennaio 2013 è considerabile "a regime".

- ✓ **Oneri finanziari:** calcolati sulla base dei tassi puntuali applicati sui finanziamenti a medio-lungo termine, mentre con riferimento al breve termine, mediante l'applicazione di un tasso finito del c. 6%, leggermente inferiore rispetto alle risultanze storicamente registrate.
- ✓ **CCN** previsto in costante riduzione (in percentuale ai Ricavi di vendita) lungo il periodo di Piano, principalmente a seguito di un trend decrescente dei giorni di magazzino, da attuarsi grazie alle politiche di razionalizzazione in atto. I giorni medi di incasso verso terzi sono stati considerati costanti, senza dunque ipotizzare miglioramenti, mentre con riferimento ai giorni di pagamento nel Piano è attesa una riduzione degli stessi che riflette il ritorno a normali condizioni di pagamento delle forniture.
- ✓ **Capex:** gli investimenti di Piano sono stati calcolati su base storica (media esercizi 2009 - 2012), sulla base dell'effettivo stato degli impianti produttivi in essere e delle effettive necessità, in termini di capacità produttiva, di Piano (c. € 1 m annui). Nell'esercizio 2013 è atteso un extra investimento pari a c. € 1,4 m relativo a 2 impianti alesatrici volto al mantenimento in efficienza della capacità produttiva.
- ✓ **PFN:** attuazione di un processo di *delevering* dell'indebitamento esistente grazie ai flussi di cassa positivi generati a partire dal 2012 (conseguenti alla migliore gestione del CCN e delle partite infragruppo) e dalla rinegoziazione dell'attuale indebitamento bancario. La PFN beneficia di € 10,2 m di Nuova finanza a medio-lungo termine (sottoforma di mutuo ipotecario) e una variazione nel mix di indebitamento che prevede uno switch di € 13,1 m di finanziamenti a breve termine trasformati in medio – lungo termine, ammortizzati in 18 rate trimestrali a partire dal 31 Marzo 2015 (e quindi con un preammortamento delle sole rate capitale valido dalla data di stipula dell'accordo finanziario fino al 31 dicembre 2014), e pari a € 16 m a livello di subconsolidato.
- ✓ **Patrimonio netto**, in graduale aumento da € 58,9 m del 2012 a € 67,8 m per effetto dei risultati netti positivi attesi. Nel Piano non è prevista alcuna distribuzione di dividendi.

## Conto economico di Piano

Nella tabella che segue si presenta l'evoluzione del Conto economico lungo l'orizzonte di Piano.

**Figura 5.15 Atena Frantoi S.p.A. - Conto economico di Piano**

€ migliaia	FY12 Actual	FY13 BP	FY14 BP	FY15 BP	FY16 BP	CAGR 12-16
Ricavi di vendita	51.330	55.318	62.549	65.395	72.262	8,9 %
Altri proventi	716	950	950	950	950	7,3 %
<b>Ricavi totali</b>	<b>52.046</b>	<b>56.268</b>	<b>63.499</b>	<b>66.345</b>	<b>73.212</b>	<b>8,9 %</b>
Acquisti MP e SL	(20.863)	(20.629)	(33.057)	(31.864)	(37.474)	15,8 %
Macchine usate	(4.629)	(3.448)	(3.952)	(4.149)	(4.627)	(0,0)%
Var. rim. mp, semilavorati, pf	3.598	(5.848)	3.189	676	2.861	(5,6)%
Costo operai diretti/indiretti	(7.260)	(7.318)	(7.684)	(8.068)	(8.472)	3,9 %
Utenze	(750)	(592)	(719)	(740)	(829)	2,5 %
Materiale di consumo	(832)	(1.053)	(1.284)	(1.321)	(1.483)	15,6 %
Ammortamenti industriali	(585)	(762)	(796)	(823)	(851)	9,8 %
Acc.to fondo garanzia prodotti	-	(148)	(169)	(178)	(198)	n.a.
<b>Costo del venduto</b>	<b>(31.322)</b>	<b>(39.799)</b>	<b>(44.473)</b>	<b>(46.467)</b>	<b>(51.074)</b>	<b>13,0 %</b>
<b>Margine di contr. industriale (Gross Profit)</b>	<b>20.723</b>	<b>16.469</b>	<b>19.026</b>	<b>19.878</b>	<b>22.138</b>	<b>1,7 %</b>
Spese commerciali	(515)	(954)	(1.101)	(1.197)	(1.327)	26,7 %
Montaggi e attività di terzi	(1.168)	(1.182)	(1.331)	(1.398)	(1.526)	6,9 %
<b>Margine di contribuzione commerciale</b>	<b>19.041</b>	<b>14.333</b>	<b>16.595</b>	<b>17.283</b>	<b>19.285</b>	<b>0,3 %</b>
Pubblicità e spese di rappresentanza	(498)	(400)	(421)	(429)	(448)	(2,6)%
Costo personale tecnico/amministrativo	(3.147)	(3.148)	(3.305)	(3.470)	(3.644)	3,7 %
Spese operative	(7.017)	(7.623)	(7.870)	(8.076)	(8.272)	4,2 %
Altri ammortamenti	(327)	(347)	(370)	(394)	(416)	6,2 %
Altri accantonamenti	(23)	(194)	(208)	(213)	(227)	77,3 %
<b>Spese generali ed amministrative</b>	<b>(11.012)</b>	<b>(11.712)</b>	<b>(12.174)</b>	<b>(12.583)</b>	<b>(13.006)</b>	<b>4,2 %</b>
<b>EBIT</b>	<b>8.029</b>	<b>2.621</b>	<b>4.421</b>	<b>4.701</b>	<b>6.279</b>	<b>(6,0)%</b>
<i>Ammortamenti industriali</i>	(585)	(762)	(796)	(823)	(851)	9,8 %
<i>Altri ammortamenti e accantonamenti</i>	(350)	(689)	(747)	(786)	(841)	24,5 %
<b>EBITDA</b>	<b>8.964</b>	<b>4.072</b>	<b>5.964</b>	<b>6.309</b>	<b>7.971</b>	<b>(2,9)%</b>
Proventi e oneri finanziari	(1.876)	58	(509)	(901)	(714)	(21,5)%
Proventi e oneri straordinari	(1.020)	(143)	(143)	(143)	(143)	(38,9)%
<b>EBT</b>	<b>5.133</b>	<b>2.536</b>	<b>3.769</b>	<b>3.658</b>	<b>5.423</b>	<b>1,4 %</b>
Imposte e Tasse	(2.342)	(1.222)	(1.634)	(1.603)	(2.078)	(2,9)%
<b>Risultato Netto</b>	<b>2.792</b>	<b>1.315</b>	<b>2.135</b>	<b>2.055</b>	<b>3.345</b>	<b>4,6 %</b>

Fonte: informazioni societarie

Con riferimento alla voce **Ricavi di vendita**, la sua evoluzione è stata ricostruita dal Management a partire dalle vendite previste verso terzi e dagli acquisti attesi nel Piano dalle singole società commerciali. La performance attesa evidenzia un CAGR 2012 – 2016 pari al + 8,9%, conseguibile grazie alle azioni strategiche precedentemente illustrate. In particolare, con riferimento alle singole business line si evidenzia:

1. *divisione olio di oliva*, una tendenza di mantenimento della quota di mercato con obiettivi di incremento della marginalità. Secondo le previsioni del Management, lungo l'orizzonte di Piano il peso di tale divisione sulle vendite complessive

risulterà pari al c. 39%. Nel 2016, per tale divisione, è atteso un ritorno ai valori registrati nel 2011 dopo il calo del 2012 dovuto alla maggiore selettività della clientela;

2. *Separation solution*, una rilevanza sempre maggiore, riconducibile alle aspettative del Management di incremento delle applicazioni dei propri prodotti e dei mercati di sbocco. In tal modo, tra il 2012 e il 2016, la percentuale di tale business line sulle vendite complessive è attesa in incremento dal c. 30% del 2012 al c. 40% del 2016;
3. LCM, per la quale il Management auspica un approccio futuro proattivo, è atteso un incremento dei ricavi i quali, però, manterranno tendenzialmente la quota sulle vendite totali registrata nel 2012 (in media pari al c. 20%).

Conseguentemente, il c. 67% della crescita dei Ricavi di vendita che si registrerà nell'orizzonte di Piano è riconducibile alla business line della *Separation solution* per la quale, come già detto in precedenza, il Management ripone grandi attese.

Con riferimento alla **Marginalità (EBITDA)**, nell'orizzonte di Piano è atteso un decremento a un CAGR 2012 – 2016 del – 2,9%. Qualora si tenga in considerazione l'EBITDA atteso nel 2013 (valore ragionevolmente attendibile sulla base delle manovre di ristrutturazione operativa implementate), le risultanze di Piano evidenziano significative aspettative di incremento dell'EBITDA (CAGR 2013 – 2016 + 25,1%, + € 3,9 m).

In termini di **EBITDA margin**, tale valore è previsto in aumento a partire dal 2013 (7,2%) fino a raggiungere un valore pari a 10,9% nel 2016.

Tale recupero è comunque legato all'evoluzione dei Ricavi di vendita e ad un migliore assorbimento dei costi fissi, in quanto a livello di Gross profit è atteso, già dal 2013, un riallineamento prudenziale al ribasso ai livelli 2011, pari al c. 20% in meno rispetto a quanto rilevato nel 2012.

Con riferimento al **Risultato netto** (CAGR 2012 – 2016 + 4,6%) si evidenzia una sostanziale crescita fino a raggiungere il livello di € 3,3 m nel 2016.

#### Stato patrimoniale di Piano

Nella tabella che segue si presenta l'evoluzione dello Stato patrimoniale lungo l'orizzonte di Piano.

## Atena Frantoi S.p.A. - Stato patrimoniale di Piano

€ k	31.dic.2012 Def.	31.dic.2013 BP	31.dic.2014 BP	31.dic.2015 BP	31.dic.2016 BP
Materiali	538	421	295	162	24
Immateriali	5.889	7.165	7.012	6.865	6.723
Finanziarie	(1.082)	913	913	913	913
<b>Immobilizzazioni nette</b>	<b>5.346</b>	<b>8.499</b>	<b>8.221</b>	<b>7.940</b>	<b>7.660</b>
Rimanenze	38.365	32.517	35.705	36.381	39.242
Crediti commerciali	5.102	2.678	2.834	2.776	2.938
Debiti commerciali	(19.178)	(11.040)	(14.691)	(13.121)	(13.624)
Crediti/(debiti) commerciali IC	61.052	52.773	48.188	43.857	43.067
<b>Capitale circolante commerciale</b>	<b>85.340</b>	<b>76.927</b>	<b>72.036</b>	<b>69.892</b>	<b>71.622</b>
Altre attività	1.815	1.146	1.061	1.039	1.054
Altre passività	(4.153)	(4.190)	(4.402)	(4.623)	(4.896)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>83.001</b>	<b>73.883</b>	<b>68.694</b>	<b>66.309</b>	<b>67.781</b>
Fondi rischi e oneri	(1.884)	(2.039)	(2.201)	(2.371)	(2.551)
Fondo TFR	(1.719)	(1.768)	(1.825)	(1.884)	(1.950)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>84.744</b>	<b>78.575</b>	<b>72.890</b>	<b>69.993</b>	<b>70.939</b>
Indebitamento bancario a BT	15.060	(9.306)	(17.595)	(14.181)	(7.906)
Indebitamento bancario (mutui)	9.252	32.534	32.534	26.074	18.950
Debiti/(crediti) finanziari IC	1.482	(4.915)	(4.448)	(6.354)	(7.903)
<b>PFN</b>	<b>25.795</b>	<b>18.312</b>	<b>10.491</b>	<b>5.539</b>	<b>3.141</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>58.948</b>	<b>60.263</b>	<b>62.399</b>	<b>64.454</b>	<b>67.799</b>
<b>Totale fonti di finanziamento</b>	<b>84.744</b>	<b>78.575</b>	<b>72.890</b>	<b>69.993</b>	<b>70.939</b>

Fonte: informazioni societarie

Atena è la società del Gruppo che maggiormente necessita di investimenti, ciò al fine di mantenere la propria capacità produttiva. Conseguentemente nel Piano sono attesi investimenti sostanzialmente ricorrenti e allineati rispetto alle risultanze storiche (c. € 0,9 m annui). Nel 2013 è inoltre atteso un investimento per la sostituzione di macchinari obsoleti costituito dall'acquisizione di 2 macchine alesatrici a controllo numerico per complessivi € 1,4 m.

Il livello di **Capitale circolante netto** è atteso in costante riduzione (dal 161,7% rispetto ai Ricavi di vendita nel 2012 al 93,8% nel 2016) sostanzialmente a seguito di:

1. *riduzione dei giorni medi di magazzino* da c. 401 giorni a c. 283 giorni tra il 2012 e il 2016. Ciò potrà avvenire grazie allo smaltimento dei macchinari usati e rivenduti come revisionati, nonché alle nuove politiche di approvvigionamento nel corso del 2012;
2. *costanza nei giorni di incasso (DSO)* riferiti a vendite verso terzi e riduzione dei giorni di incasso riferiti alle vendite intercompany;
3. *diminuzione dei giorni di pagamento (DPO)* da c. 113 giorni nel 2013 a c. 100 giorni nel 2016.

Con riferimento alla **Posizione finanziaria netta** nel Piano si evidenzia una considerevole riduzione da € 25,8 m nel 2012 a € 3,1 m nel 2016. Tale risultato deriva, oltre che dagli effetti della ristrutturazione finanziaria in discussione tra la Società e il ceto bancario, dai flussi di cassa a servizio del debito positivi generati.

Conseguentemente, anche il rapporto di **leverage** (PFN bancaria/Equity), già su valori limitati, si riduce significativamente da 0,41x del 2012 a 0,16x del 2016, evidenziando un modesto rischio finanziario in capo alla Società.

Il **Patrimonio netto** risulta sempre molto ampio fino all'assunzione di un valore pari a c. € 67,8 m nel 2016. Tali incrementi sono riconducibili ai risultati netti generati dalla Società nell'orizzonte di Piano.

### Cash flow di Piano

Il cash flow netto ( $\Delta$  PFN) generato lungo l'orizzonte di Piano, come evidenziato nella tabella di seguito riportata, è pari a € 22,7 m.

**Figura 5.17 Atena Frantoi S.p.A. - Cash flow di Piano**

€ migliaia	31.12.12 Actual:	FY13 BP	FY14 BP	FY15 BP	FY16 BP	Valori cumulati
<b>EBITDA</b>	<b>8.964</b>	<b>4.072</b>	<b>5.964</b>	<b>6.309</b>	<b>7.971</b>	<b>24.316</b>
Imposte	(2.342)	(1.222)	(1.634)	(1.603)	(2.078)	(6.536)
Var. fondo per rischi e oneri	536	(293)	(321)	(332)	(359)	(1.304)
Var. fondo TFR	(8)	155	163	171	179	667
<b>Current cash flow</b>	<b>7.151</b>	<b>2.713</b>	<b>4.172</b>	<b>4.545</b>	<b>5.713</b>	<b>17.144</b>
Var. CCN	(893)	9.118	5.189	2.385	(1.472)	15.220
Capex	(873)	(2.268)	(888)	(936)	(986)	(5.079)
<b>Cash flow operativo</b>	<b>5.385</b>	<b>9.563</b>	<b>8.473</b>	<b>5.994</b>	<b>3.255</b>	<b>27.285</b>
Proventi e oneri straordinari	(1.020)	(143)	(143)	(143)	(143)	(570)
<b>Unlevered cash flow</b>	<b>4.365</b>	<b>9.420</b>	<b>8.331</b>	<b>5.851</b>	<b>3.113</b>	<b>26.715</b>
Proventi e oneri finanziari	(1.876)	58	(509)	(901)	(714)	(2.066)
<b>Cash flow netto (<math>\Delta</math> PFN)</b>	<b>3.866</b>	<b>7.483</b>	<b>7.821</b>	<b>4.951</b>	<b>2.399</b>	<b>22.654</b>
Accensione/(Rimborso) mutui	(1.837)	23.281	-	(6.459)	(7.125)	9.697
Accensione/(Rimborso) debiti/crediti finanziari I/C	(2.868)	(6.397)	468	(1.906)	(1.549)	(9.385)
<b>Free cash flow (<math>\Delta</math> indebitamento a breve termine)</b>	<b>(838)</b>	<b>24.367</b>	<b>8.289</b>	<b>(3.414)</b>	<b>(6.275)</b>	<b>22.967</b>

Fonte: informazioni societarie

Per effetto di tale trend, la Posizione Finanziaria Netta si riduce da € 25,8 m del 2012 a € 3,1 m nel 2016, a seguito delle aspettative di crescita e miglioramento dell'EBITDA (€ 24,3 m cumulati nel periodo 2013 – 2016), che permette di generare un cash flow

operativo cumulato (2013 - 2016) di € 27,3 m e un cash flow a servizio del debito pari a € 26,7 m cumulati nello stesso periodo di riferimento.

L'effetto di assorbimento del cash flow netto, in perfetta coerenza con l'evoluzione del modello di business in seguito alla strategia in corso di implementazione da parte del Management, è sostanzialmente riconducibile ai flussi:

1. di imposte pagate (€ 6,5 m);
2. di investimento per complessivi € 5,1 m;
3. degli oneri finanziari sostenuti (€ 2,1 m);

I miglioramenti attesi in termini di Capitale circolante netto conducono, lungo l'orizzonte di Piano, all'ottenimento di flussi di cassa positivi per complessivi € 15,2 m, prevalentemente riconducibili al miglioramento delle tempistiche di incasso infragruppo che conducono a un cash flow positivo conseguente all'incasso di crediti vantati verso società estere, quali Grecia e Argentina, e un effetto non cash dovuto alla conversione di crediti in capitale nella partecipata Atena Brasile.

Il prospetto di rendiconto finanziario presentato evidenzia nella voce Accensione/(Rimborso) mutui gli effetti della Manovra finanziaria in termini di consolidamento delle linee a breve, moratoria dei debiti a medio lungo termine e concessione di Nuova finanza. In particolare, nel 2013 il flusso di cassa riconducibile a tale voce è pari ad € 23,3 m e include € 10,2 m di Nuova finanza e € 13,1 m di consolidamento delle linee a breve termine. Nel dettaglio, la tabella di seguito riportata illustra sia la ripartizione dell'indebitamento bancario a livello subconsolidato, utile a meglio comprendere la struttura del ceto creditorio, sia l'eventuale partecipazione delle banche coinvolte al conferimento di Nuova finanza in capo alla Società.

**Figura 5.18 Atena Frantoi S.p.A - ripartizione Nuova finanza**

€ milioni	Indebitamento al 30/09/2013*	% sul totale	Partecipazione banche a NF	Nuova finanza
Banca Alfa	8,4	12,3%	Si	1,4
Banca Beta	2,2	3,2%	Si	0,3
Banca Gamma	5,0	7,4%	Si	0,9
Banca Delta	0,8	1,1%	No	-
Banca Epsilon	5,8	8,6%	Si	1,1
Banca Zeta	12,6	18,6%	Si	1,8
Banca Eta	4,6	6,7%	No	-
Banca Theta	3,9	5,7%	Si	0,8
Banca Iota	0,0	0,0%	No	-
Banca Kappa	1,1	1,7%	No	-
Banca Lambda	0,0	0,0%	No	-
Banca Mi	0,5	0,7%	Si	0,1
Banca Ni	3,0	4,5%	No	-
Banca Xi	8,6	12,6%	Si	1,8
Banca Omicron	0,0	0,0%	No	-
Banca Pi	1,1	1,7%	No	-
Banca Rho	10,2	15,0%	Si	2,0
<b>Totale</b>	<b>67,8</b>	<b>100,0%</b>		<b>10,2</b>

\* dati a livello di subconsolidato

Fonte: informazioni societarie

Infine, come illustrato nella tabella che segue, va rilevato come nel Piano sia riflesso, da un lato, una riduzione del livello di affidamenti da € 20,7 m del 2012 a € 7,1 m del 2013 tenuti costanti lungo il Piano, dall'altro, il non utilizzo degli affidamenti a breve termine, lasciando pertanto un margine di tesoreria ampio volto a coprire eventuali fabbisogni finanziari che dovessero verificarsi lungo l'orizzonte di Piano.

**Figura 5.19 Atena Frantoi S.p.A - Verifica capienza degli affidamenti**

€ migliaia	31.12.12 Actual	FY13 BP	FY14 BP	FY15 BP	FY16 BP
<b>Affidamenti</b>	<b>20.670</b>	<b>7.085</b>	<b>7.085</b>	<b>7.085</b>	<b>7.085</b>
<b>Debiti di conto corrente al 31.12</b>	<b>14.222</b>	<b>15.061</b>	<b>(9.306)</b>	<b>(17.595)</b>	<b>(14.181)</b>
Free cash flow ( $\Delta$ indebitamento a breve termine)	(838)	24.367	8.289	(3.414)	(6.275)
<b>Debiti/(Cassa disponibile) di conto corrente 31.12</b>	<b>15.061</b>	<b>(9.306)</b>	<b>(17.595)</b>	<b>(14.181)</b>	<b>(7.906)</b>
<b>Check capienza affidamenti</b>	<b>5.609</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>

Fonte: informazioni societarie

I risultati previsionali post manovra a livello di Atena evidenziano come l'atteso recupero reddituale e dei cash flow operativi permettano di riequilibrare la situazione economica, patrimoniale e finanziaria consentendo, lungo l'orizzonte di Piano, l'atteso delevering. In particolare, si evidenzia un EBITDA complessivo, a livello cumulato, pari a € 24,3 m, che si traduce in un Cash flow netto pari a € 22,7 m, capace di

consentire il costante rispetto lungo l'orizzonte di Piano degli impegni contrattuali assunti verso il ceto creditorio.

Va evidenziato che tale riequilibrio atteso risulterebbe possibile anche in considerazione dell'effetto stagionalità che tipicamente caratterizza il business in cui è attiva la Società e che si manifesta in maggiori fabbisogni finanziari prevalentemente legati alla realizzazione degli impianti oleari. In considerazione di tale effetto, nel momento di massimo fabbisogno finanziario infrannuale atteso lungo l'orizzonte di Piano, stimato dal Management pari a c. € 1,8 m nel 2016, l'utilizzo delle linee a breve termine risulterebbe coerente con il livello di affidamenti concessi dal sistema bancario pari a c. € 7,1 m.

#### Analisi di sensitività

Come raccomandato dalle “Linee guida per il finanziamento alle imprese in crisi” di Assonime, al fine di testare l'effettiva tenuta del Piano di risanamento in presenza di ipotesi peggiorative e di identificare le sue eventuali aree di vulnerabilità, il Management della Società ha provveduto a effettuare un esercizio di *sensitivity analysis*. Nello specifico, tale analisi di sensitività, è stata condotta sui dati di Piano relativi al periodo 2012 – 2016, in cui l'esercizio 2012 è rappresentato da ipotesi di Budget e non da dati definitivi del medesimo esercizio, a livello di subconsolidato Maip sulla base di ipotesi economiche e patrimoniali di Gruppo applicate alle singole entità giuridiche.

In particolare, il driver preso a riferimento per l'esercizio di stress test è rappresentato dalla voce Ricavi di vendita in ipotesi di due scenari alternativi, rispettivamente “*worst*” e “*best*” case, in cui sono stati valutati gli impatti dei due rispettivi scenari in termini di EBITDA, Capitale circolante netto e Indebitamento bancario a breve termine.

I risultati ottenuti da tale esercizio, per quanto riferibili a dati 2012 non definitivi, evidenziano una generale tenuta del Piano e, in particolare, la relativa tenuta delle grandezze sopra identificate al verificarsi di scenari peggiorativi rispetto alle previsioni di Piano.

### 5.3.5. Attestazione della fattibilità del Piano

Nel corso del secondo trimestre 2013, un professionista indipendente è stato incaricato di effettuare la redazione della Relazione sulla veridicità dei dati aziendali e sulla fattibilità del Piano di risanamento aziendale ex art. 67, c. 3, lett. d), L. F. presentato da Atena Frantoi S.p.A..

L'Attestatore, al termine del proprio incarico, ha attestato:

- i. che i dati aziendali, i criteri di rilevazioni adottati e le circostanze esposte nonché le previsioni contenute nel suddetto Piano sono stati oggetto di analisi di veridicità, che ha fornito riscontri positivi, rappresentando fedelmente e con chiarezza la situazione;
- ii. che il processo alla base della generazione del Piano di risanamento ex art. 67 L.F., nonché delle sottostanti ipotesi e assunzioni, è stato implementato in modo metodologicamente corretto e rispettoso delle best practices e degli iter procedurali previsti dalla normativa di riferimento;
- iii. che le previsioni contenute nel suddetto Piano di risanamento dell'esposizione debitoria e di riequilibrio della situazione finanziaria proposto dall'organo amministrativo della Società sono basate su concrete determinazioni, fondate sulla dinamica storica e su idonei parametri di riferimento, anche di mercato, e risultano, quindi, coerenti e attendibili;
- iv. che la specifica analisi di sensitività effettuata ha rilevato la capacità di tenuta del Piano, anche a fronte di scenari peggiorativi in termini di ulteriore riduzione dei Ricavi di vendita e di peggiorative evoluzioni del Capitale circolante aziendale;
- v. che, pertanto, il Piano ha i requisiti di fattibilità richiesti dall'art. 67, comma 3, lettera d) L.F. ed è pertanto idoneo a consentire, alla luce degli scenari macroeconomici, di settore e aziendali ad oggi realisticamente ipotizzabili, il risanamento dell'esposizione debitoria attuale (*delevering*) lungo l'orizzonte temporale di Piano e il raggiungimento di condizioni di equilibrio finanziario atte a rendere plausibile il rispetto degli impegni di rimborso parziale programmato dell'esposizione debitoria secondo il processo di rimodulazione del debito concordato con il ceto bancario e, conseguentemente, la successiva rifinanziabilità dell'eventuale esposizione debitoria outstanding al termine del periodo di Piano.

È di seguito riportato l'indice della Relazione di attestazione.

**Figura 5.20 Indice della relazione di attestazione sulla veridicità dei dati aziendali e sulla fattibilità del Piano ex art. 67 L.F.**

- |   |   |
|---|---|
| 1. Incarico   | 5. Strategia di rilancio                          |
| 1.1 Conferimento e oggetto                            | 5.1 Azioni strategiche già implementate           |
| 1.2 Modalità di svolgimento                           | 5.2 Azioni strategiche da implementare            |
| 1.3 Limitazioni e vincoli                             |   |
| 2. La Società   | 6. Analisi del Piano di risanamento               |
| 2.1 Dati societari e attività svolta                  | 6.1 Aspetti generali e linee guida del Piano      |
| 2.2 Organi societari                                  | 6.2 Assunzioni di Piano                           |
| 2.3 Management  | 6.3 Manovra finanziaria proposta                  |
| 2.4 Performance storica                               | 6.4 CE, SP, CF, PFN di Piano                      |
|   | 6.5 Analisi di sensitività al Piano (stress test) |
| 3. Attestazione della veridicità dei dati aziendali   | 7. Attestazione della fattibilità del Piano       |
| 4. Quadro macroeconomico e settore di riferimento     | 8. Conclusioni                                    |
| 4.1 Quadro macroeconomico: scenario e outlook         |   |
| 4.2 Settore di riferimento e i principali competitors |   |
| 4.3 Swot analysis                                     |   |

*5.3.6. Conclusione del caso Atena*

In virtù delle caratteristiche della procedura, del Piano di risanamento e in seguito all'ottenimento dell'Attestazione di un professionista indipendente, i creditori della Società hanno aderito al Piano, non avendo rilevato particolari impedimenti a tale soluzione.

*5.4. I risultati dell'analisi empirica*

Come si ha avuto modo di evidenziare, entrambe le situazioni di difficoltà aziendali si sono concluse con esito positivo, evidenziando l'idoneità delle rispettive procedure a garantire la continuità delle società considerate.

Nel dettaglio, il caso SVI rappresenta un ottimo esempio di procedura ex art. 182 bis L.F.. In considerazione dell'elevato livello di indebitamento, derivante dall'antecedente operazione di LBO che ha reso necessaria un' incisiva operazione di ristrutturazione del debito, e della presenza di una quota consistente del debito in capo a pochi soggetti (nello specifico, oltre il 90% dell'indebitamento complessivo riconducibile a due istituti bancari, ai soci e alle controllate), l'azienda, secondo quanto evidenziato nel capitolo 3,

presentava le caratteristiche maggiormente idonee a una procedura di Accordo di ristrutturazione dei debiti. Risulta interessante evidenziare il precedente tentativo di iniziativa di un Piano di risanamento ex art. 67 L.F., che, sebbene di più semplice applicazione, si è concluso in maniera negativa per la società, indice di quanto un'ideale analisi delle caratteristiche della crisi d'impresa sia fondamentale a individuare la procedura più idonea a garantire il successo dell'operazione di risanamento. Una volta individuata la procedura maggiormente adeguata, questa si è svolta molto agilmente, incontrando in breve tempo il favore del ceto creditorio, arrivando a depositare la proposta dell'Accordo presso il Tribunale in circa 60 giorni e concludendo con successo, in poco più di un anno, anche gli aspetti maggiormente critici connessi a operazioni di M&A.

Con riferimento al caso Atena, secondo case study esaminato, la società presentava le caratteristiche che la rendevano più idonea a una procedura ex art. 67 L.F.. La situazione finanziaria si presentava, infatti, meno complessa rispetto a quanto riscontrato nel caso precedente e il *focus* del risanamento era da rivolgere alla componente industriale, in maniera tale da produrre Cash flow al servizio del debito positivi lungo l'orizzonte di Piano ipotizzato. Una peculiarità del caso è da ricercare nel numero di creditori della società: per le ragioni esaminate precedentemente, il Piano di risanamento ex art. 67 L.F. risulta maggiormente adatto in un contesto caratterizzato da un numero ridotto di creditori, fattispecie che non si verifica nell'ambito di Atena, dove gli istituti bancari coinvolti risultano essere 17, un numero decisamente superiore al caso SVI.

Complessivamente, l'analisi ha dunque riconfermato le caratteristiche dei contesti auspicabili per le procedure ex artt. 67 e 182 bis L.F. individuate nell'ambito del capitolo 3. Allo stesso modo ha permesso di evidenziare quanto le caratteristiche della crisi siano rilevanti nell'ambito di scelta della procedura e come una scelta errata, basata su fondamenti non corretti (quali, per esempio, la teorica rapidità di esecuzione e la semplicità della procedura ex art. 67 L.F.) possa portare solo a conseguenze negative in termini economici e, soprattutto, di tempo, elemento fondamentale nel procedimento di soluzione della crisi d'impresa. Infine, l'analisi ha evidenziato come le considerazioni derivanti da deduzioni successive all'esame della normativa non rappresentino, di fatto, delle "regole fisse", e come la prassi possa essere caratterizzata anche da elementi molto differenti.

# Conclusioni

L'analisi delle caratteristiche delle diverse procedure e la successiva valutazione comparativa, basata sull'esame della normativa di riferimento alla luce degli ultimi interventi del Legislatore, hanno permesso di individuare i contesti di applicazione teorici più adatti alle caratteristiche dei diversi istituti giuridici. Nel dettaglio, riprendendo brevemente quanto esaminato nel capitolo 3 del documento, si è evidenziato che:

1. il *Piano di risanamento ex art. 67 L.F.* risulta essere uno strumento adatto in un contesto di crisi moderata, caratterizzata da una situazione finanziaria anche complessa ma senza insormontabili tensioni di liquidità e senza una particolare necessità di moratoria o stralci. Al contrario, è preferibile un'elevata componente industriale legata al Piano di risanamento e la disponibilità di beni cedibili o concedibili in garanzia;
2. gli *Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F.* si presentano più idonei alla risoluzione di una crisi acuta, con un'elevata componente finanziaria che rende necessaria la ristrutturazione del debito ed, eventualmente, una moratoria. In considerazione della necessità del raggiungimento di un quorum pari al 60%, la procedura risulta di più immediata applicazione se una quota consistente del debito è riconducibile a un numero limitato di creditori, disponibili a sostenere l'accordo e a credere nella continuità della società in stato di crisi;
3. il *Concordato preventivo in continuità*, infine, si dimostra adatto a situazioni di crisi grave e di insolvenza, ma con ancora la possibilità di perseguire la continuità aziendale. Tale strumento, di recente introduzione, è caratterizzato dalla maggior componente giudiziale ed è risultato parzialmente oscurato dall'introduzione del

Concordato preventivo in bianco che ha introdotto la possibilità di anticipare la protezione da azioni esecutive, posticipando la presentazione della documentazione necessaria e permettendo, qualora si rendesse necessario, di intraprendere una procedura ex art. 182 bis L.F..

Per le prime due tipologie di procedure, le ipotesi individuate sono state confermate attraverso la metodologia dei *case studies*, la quale ha permesso di evidenziare quanto le caratteristiche della crisi e dell'azienda siano rilevanti per definire la procedura più idonea alle proprie esigenze e dimostrando come le conclusioni dedotte a rigor di logica dall'analisi della normativa non rappresentino, di fatto, delle costanti nella realtà aziendale.

L'analisi effettuata può sicuramente essere integrata attraverso l'esame di ulteriori *case studies*, ritenendo tale metodologia di valutazione empirica la più adatta in questa sede in quanto permette di individuare le particolari sfumature che rendono ogni caso diverso dall'altro, fattispecie che risulterebbe persa in una mera analisi statistica.

Allo stesso modo, l'analisi sarà da aggiornare in seguito a nuovi eventuali interventi del Legislatore il quale, si auspica, sarà nuovamente capace di cogliere le indicazioni della dottrina e migliorare ulteriormente l'efficacia delle procedure di soluzione e gestione della crisi d'impresa.

# Bibliografia

AA.VV. (2012), *Fallimento 2012*, Memento Pratico, Ipsoa-Francis Lefebvre, Milano.

AA.VV. (2014), *Fallimento 2014*, Memento Pratico, Ipsoa-Francis Lefebvre, Milano.

AA.VV. (2011 – 2012), *Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese*, Cerved Group.

AA.VV. (2013), *Novità in materia di sopravvenienze attive e perdite su crediti*, Diritto24, IlSole24Ore.

Ambrosini, S. (a cura di) (2008), *Le nuove procedure concorsuali*, Zanichelli, Bologna.

ASSONIME, CNDCEC, Università degli studi di Firenze (2010), *Linee guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, I ed.

ASSONIME in collaborazione con il Ministero della Giustizia (2012), *Rapporto sull'attuazione della riforma della legge fallimentare e sulle sue più recenti modifiche*.

Bonelli Erede Pappalardo Studio Legale (2009), *La responsabilità della banca nella crisi d'impresa: "concessione abusiva" di credito e "interruzione abusiva" di credito*.

Bonfatti, S., Censoni, P.F. (2011), *Manuale di diritto fallimentare*, IV ed., CEDAM, Padova.

Bonfatti, S., Panzani L. (2008), *La riforma organica delle procedure concorsuali*, Ipsoa, Milano.

Campolattaro, F. (2004), *Profili penali e civili della concessione abusiva di credito*, in *Impresa commerciale e industriale*, Roma.

Capizzi, V. (a cura di) (2007), *L'investment banking in Italia*, Bancaria Editrice, Roma.

Capizzi, V. (2012), *Le procedure di risanamento delle imprese in crisi: una valutazione su base comparativa*, nota didattica, SDA Bocconi, Milano.

Capizzi, V. (2013), *Le crisi d'impresa nel periodo 2009-2012: un'analisi sul tessuto produttivo nazionale*, nota didattica, SDA Bocconi, Milano.

Capizzi, V. (a cura di) (2014 – in corso di pubblicazione), *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito: procedure, attori, best practices*, Egea, Milano.

Capizzi, V., Chiesi, G.M. (2013), *Le procedure per la gestione della crisi d'impresa. Una valutazione su base comparativa*, nota didattica, SDA Bocconi, Milano.

Castagnola, A., Sacchi, R. (2006), *La Legge Marzano – Commentario*, Giappichelli, Torino.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2013), *Il ruolo del professionista attestatore nella composizione negoziale della crisi: requisiti di professionalità e indipendenza e contenuto delle relazioni*, Circolare n. 30/IR dell'11 febbraio 2013, Roma.

Ferro, M. (2007), *La Legge fallimentare, Commentario teorico-pratico*, CEDAM, Padova.

Forestieri, G. (2011), *Corporate e Investment banking*, Egea, Milano.

Guatri, L. (1992), *Economia delle aziende industriali e commerciali*, Egea, Milano.

Guatri, L. (1995), *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano.

Lenoci, V. (2010), *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Giuffrè editore, Milano.

Mariniello, L. F. (2006), *Crisi e insolvenza d'impresa: le prospettive aziendalistiche*, RIREA, Roma.

Monteleone, M. (14 maggio 2013), *La responsabilità penale e civile dell'attestatore nei procedimenti di composizione della crisi d'impresa*, Osservatorio OCI.

Panzani, L. (2012), *Il concordato in bianco*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè editore, Milano.

Patti, A. (2006), *I diritti dei creditori nel nuovo concordato preventivo*, in Fabiani M. e Patti A. (a cura di), *La tutela dei diritti nella riforma fallimentare. Scritti in onore di G. Lo Cascio*, Ipsoa, Milano.

Piseddu, A., *Crisi della Società e Strumenti di Risanamento nell'evoluzione normativa*, MCL Luiss Business School.

Pozza, L. (2012), *Il ruolo dell'attestatore ex artt. 67, 161 e 182 bis L.F.: prospettive di analisi sul giudizio di veridicità dei dati aziendali e di fattibilità del piano*, S.A.F. Luigi Martino, Unione Commercianti.

Predinola, M. M. (2007), *La ristrutturazione del debito dell'impresa secondo la novella dell'art. 182-bis L.F.*, nota didattica, Università degli Studi di Brescia, Brescia.

Soana, M. G. (2012), *La crisi d'impresa: dai sintomi alle soluzioni*, nota didattica, SDA Bocconi, Milano.

Stefani, A. (2012), *Il trasferimento di azienda nella procedura fallimentare e il ruolo del notaio*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè editore, Milano.

Zito, M. (1999), *Fisiologia e patologia delle crisi d'impresa*, Giuffrè editore, Milano.