

RIFLESSIONI SULLA CONTINUITA' AZIENDALE CON PARTICOLARE RIFERIMENTO AL CONCORDATO PREVENTIVO

A cura di

Riccardo Ranalli

1. La nozione di continuità aziendale - 2. Il contenuto del piano in continuità aziendale quale emerge dal riformato art. 87 CCII - 3. Alcune considerazioni sul nuovo contenuto delle attestazioni dei piani in continuità aziendale dei concordati preventivi - 4. Il valore di liquidazione ed il valore riservato ai soci

1. La nozione di continuità aziendale

La continuità aziendale è l'elemento chiave del risanamento dell'impresa ma lo è anche ai fini della rilevazione delle difficoltà e della crisi. È però un concetto astratto: gli stessi principi contabili, nel momento in cui lo affrontano, si limitano ad individuare segnali esteriori di eventuali suoi pregiudizi; in altre parole, individuano indizi ma mai indici rilevatori del suo venir meno.

A ben vedere la continuità aziendale ha plurime chiavi di lettura. Comune a tutte è la sostenibilità dell'impresa, la viability of the business della direttiva insolvency, e cioè la sua capacità di stare sul mercato, di non esserne estromessa.

Si potrebbero ravvisare i momenti focali della continuità aziendale in tre diversi ambiti, pur tra di loro in qualche modo connessi: quello della sostenibilità del modello di business; quello della capacità di remunerare adeguatamente i fattori produttivi; quello della sostenibilità del debito.

Sotto il primo profilo molti sono gli esempi di insostenibilità del modello di business. Lo è quello delle fotografie istantanee Polaroid e delle pellicole fotografiche, il cui mercato ha avuto un drammatico ridimensionamento con la fotografia digitale, che ha permesso di raggiungere analoghi risultati con costi ed efficienza incommensurabilmente maggiori. Altro esempio è stato quello delle directory telefoniche (le pagine gialle) il cui modello di business e, con esso, la cui economicità di esercizio hanno avuto un declino, più o meno rapido, in tutto il mondo. Un terzo esempio lo stiamo vivendo in questi giorni con il declino del motore endotermico che comporterà l'estromissione dal mercato di un numero rilevante di imprese che operano nella sua filiera.

La sostenibilità del modello di business dipende dal posizionamento dei suoi prodotti all'interno del ciclo di vita e, più precisamente, nelle diverse fasi che lo contraddistinguono (introduzione, sviluppo, maturità, saturazione e declino), ciascuna delle quali è caratterizzata da una peculiare intensità di domanda, investimenti e marginalità.

Sotto il profilo della sostenibilità della remunerazione dei fattori produttivi, occorre porre mente al fatto che, per disporre di questi ultimi, l'impresa deve essere in grado di sostenerne il costo, costo che dipende anche dal rischio al quale è associata l'attività d'impresa. Il che è particolarmente evidente per il costo del capitale proprio e per quello di terzi. Il premio per il rischio specifico dell'impresa incide significativamente sul valore del capitale e conseguentemente sul ritorno minimo accettabile in via prognostica da parte di un investitore. Il che vale, a maggior ragione, per un finanziatore. Il merito di credito, il c.d. rating dei prenditori determina il costo del capitale assorbito per il finanziatore e quindi il tasso di interesse praticato. Al riguardo, l'attenzione rivolta dalle autorità di vigilanza al tema ESG, unitamente all'introduzione unionale della tassonomia delle attività sostenibili, fa sì che il costo del capitale proprio e di terzi risenta, e risentirà ancor più in futuro, della rendicontazione nel rispetto degli standard elaborati dall'EFRAG. Ne deriva un impatto sul valore del capitale proprio, e così sul premio per il rischio, in quanto gli investitori istituzionali che dichiarano di aderire a politiche ESG compliant rivolgeranno i loro investimenti alle sole imprese che esercitano attività sostenibili che rispettano la tassonomia europea, e la raccolta del capitale proprio delle restanti imprese dovrà fronteggiare una domanda inferiore con inevitabili conseguenze sui prezzi e sul valore del capitale. Ne deriva, a maggior ragione, un impatto sul costo del capitale di terzi per effetto dell'aggravamento dell'assorbimento del capitale delle banche introdotto dalla Banca Centrale Europea (l'EBA) nel momento in cui gli impieghi siano rivolti ad imprese non ESG compliant.

Non diverso è il tema della remunerazione delle risorse che costituiscono il capitale umano dell'impresa, troppo spesso trascurato nella individuazione dei fattori critici di successo. La capacità di attrarre risorse umane adeguate dipende, in ultima istanza, dalla capacità di remunerarle nel tempo e, di conseguenza, anche dalle prospettive di crescita, tanto maggiori quanto più l'impresa è di successo.

Anche la clientela valuta la sostenibilità dei propri fornitori nel tempo e lo fa in termini di capacità di adattare l'offerta (e dunque il modello di business) alle nuove esigenze del mercato; in alcuni ambiti più evoluti, essa tiene anche conto della sostenibilità ESG dei fornitori, dalla quale in parte dipende la propria.

La continuità aziendale presuppone dunque la capacità di creazione di valore per tutti gli stakeholder: investitori, fornitori, banche, dipendenti e clienti. In assenza, i potenziali contributori di fattori produttivi vengono meno. Solo se si ha presente tale aspetto si può comprendere come mai la più parte

delle imprese che hanno completato con successo una composizione della crisi siano poi comunque oggetto di un cambiamento dell'assetto proprietario che porta ad integrazioni od aggregazioni: il ritrovato equilibrio finanziario non è infatti sufficiente a perseguire la sostenibilità dell'impresa nel medio-lungo termine.

Diversamente dalla sostenibilità dell'impresa, la sostenibilità del debito ha orizzonti temporali più brevi. Essa si interfaccia maggiormente con il tema della rilevanza giuridica della continuità aziendale. Il quadro normativo e quello che emerge dai principi contabili hanno, infatti, riferimenti puntuali in ordine all'orizzonte temporale di osservazione. Da una parte, i principi contabili si riferiscono, per il pregiudizio della continuità aziendale, ad un orizzonte temporale di 12 mesi. Dalla parte opposta la crisi viene ora identificata nella "inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi".

La presenza di un termine temporale definito (12 mesi) è decisiva. Essa consente di evitare zone grigie che comporterebbero solo incertezze nella tempestiva rilevazione della crisi, esponendo l'organo amministrativo e quello di controllo a responsabilità eccessive che rischierebbero di disincentivare anche l'iniziativa imprenditoriale.

Possiamo quindi dire che vi è un paradigma della continuità aziendale che è a medio lungo termine ed è imperniato sul modello di business e sulla remunerazione dei fattori produttivi. Da esso non derivano conseguenze regolamentari, né limitazioni sulla libertà di iniziativa e di gestione dell'impresa. Ve ne è un secondo, a dodici mesi, che è quello dal quale scaturiscono conseguenze in materia contabile e di bilancio, nonché in materia di gestione dell'impresa. Sotto questo secondo profilo non è irrilevante osservare che l'art. 21 CCII prevede che, solo in presenza di uno stato di crisi, sorga l'obbligo di gestione dell'impresa in modo tale da evitare pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività. Se l'impresa non ha ancora superato il limite della crisi, oggi definito anche in termini temporali, il cennato vincolo gestorio non opera.

Se estendiamo l'osservazione all'adeguata organizzazione dell'impresa ed affrontiamo il tema degli adeguati assetti organizzativi, troviamo nel valore della continuità aziendale a medio-lungo termine un momento di crisi tra i due caposaldi normativi costituiti dall'art. 6, co. 2, del D. Lgs. 175/2016, il Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica TUSP, operante per le sole società a controllo pubblico, e dall'art. 3, co. 3, del CCII, operante per tutte le altre imprese. La disciplina c.d. "Madia" aveva infatti introdotto il programma di valutazione del rischio di crisi già nel 2016. Il Codice della Crisi, nel testo licenziato in attuazione della direttiva Insolvency, introduce la previsione tempestiva dell'emersione della crisi. Le affinità sono evidenti: il programma di valutazione del rischio di crisi della Madia e gli assetti organizzativi non comportano obblighi di agire in via anticipata rispetto all'emersione

della crisi. Non lo fa l'art. 14 della Madia, non lo dispone il CCII, che prevede che ai fini della previsione tempestiva della crisi l'assetto organizzativo debba consentire di disporre di specifici flussi informativi.

Né pare allo scrivente ragionevole parlare di probabilità al quadrato del rischio di insolvenza, muovendo dal fatto che la crisi è definita quale stato che rende probabile l'insolvenza. La mera previsione della crisi non innesta alcun obbligo di ricorso a strumenti di composizione della crisi. Lo stesso organo di controllo è chiamato a segnalare per iscritto all'organo amministrativo solo la presenza di una crisi o di un'insolvenza in atto; tale deve intendersi infatti il portato dell'art. 25-octies laddove rinvia ai presupposti per la presentazione dell'istanza di composizione negoziata. Quello della probabilità dell'insolvenza e quello della previsione della crisi sono due ambiti ben distinti e circoscritti. Se questo è vero, il co. 3 dell'art. 3, cit., ha dato una declinazione puntuale ed efficace all'adeguatezza degli assetti organizzativi, che altrimenti rischierebbe di essere astratta e fumosa, e si può dire che tale declinazione torni utile ed efficace anche per le imprese soggette all'art. 6 del D.Lgs. 175, cit.

Quali sono, allora, gli elementi che caratterizzano un assetto efficace per prevedere una crisi che potrà venire?

Mancava nella precedente versione del Codice della crisi l'individuazione delle finalità di dettaglio (gli output) di un assetto adeguato alla tempestiva rilevazione della crisi. La carenza è stata ora rimossa dal decreto legislativo che ha introdotto all'art. 3 del Codice la declinazione degli assetti organizzativi. In particolare, il co. 3 individua gli obiettivi delle misure e degli assetti organizzativi perché possano essere riconosciuti idonei ed adeguati a prevedere lo stato di crisi ne: (a) la rilevazione degli squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, nel rispetto del cennato principio di proporzionalità alle caratteristiche (anche dimensionali) dell'impresa; (b) la verifica della sostenibilità dei debiti e delle prospettive di continuità aziendale nei dodici mesi successivi, oltre che la rilevazione della presenza dei segnali (tratti dal grado di magnitudo dell'indebitamento) per la previsione della crisi; (c) la possibilità di ricavare, rendendole fruibili, le informazioni necessarie per l'utilizzo della lista di controllo e l'effettuazione del test pratico previsti per la composizione negoziata.

Passandoli in esame, occorre osservare che è finanziariamente equilibrata un'impresa il cui debito sia sostenibile a regime. Il riferimento alle grandezze economiche accanto a quelle finanziarie ("economico-finanziario") è giustificato dal fatto che l'equilibrio economico è un presupposto di quello finanziario. In assenza di un equilibrio economico si assiste ad una distruzione di risorse che nel tempo menomera l'equilibrio finanziario. Chi scrive ritiene che la valutazione dell'equilibrio finanziario sia facilmente determinabile sulla base del risultato operativo lordo realizzabile in un'ottica stazionaria (di steady state) non incisa dalle variazioni del c.d. fabbisogno di capitale circolante netto (che assorbono e liberano

risorse finanziarie, rispettivamente, nelle fasi di crescita e decrescita, o viceversa nelle imprese con ciclo di cassa invertito), a condizione che dal risultato operativo vengano dedotti gli investimenti di mantenimento a regime e il pagamento delle imposte sul reddito. Il risultato che ne deriva, affine al NOPAT, se non per la sostituzione degli ammortamenti con gli investimenti di mantenimento, indica i flussi al servizio del debito ai quali deve essere confrontato il debito da servire, e cioè il debito finanziario. Tale non è il debito autoliquidante, che in una situazione stazionaria può essere mantenuto a regime. Vi concorre invece il debito scaduto (che, nelle imprese che versano nella fase di esecuzione del concordato, è costituito dai pagamenti ai creditori concorsuali da assolvere). La situazione finanziaria può dirsi equilibrata, se i flussi sono in grado di consentire il pagamento del debito in un orizzonte temporale normale per il settore di attività, applicando gli interessi normali di mercato che tengono conto dello stato dell'impresa percepibile dai creditori.

La norma fa riferimento anche all'equilibrio patrimoniale. Esso, invero, in caso di applicazione rigorosa dei principi contabili, dipende a sua volta dalla sostenibilità del debito. Infatti, il valore d'uso degli attivi (al quale sono volti gli impairment test) non è altro che il valore attuale dei flussi di cassa che essi sono in grado di generare; sicché il patrimonio netto, espresso sulla base di una corretta applicazione dei principi contabili, diventa negativo se il valore degli attivi, così determinato, è inferiore a quello del debito finanziario (come sopra inteso, previa attualizzazione del debito c.d. amortizing). Si può pertanto constatare la coerenza delle finalità enunciate sotto la lettera a) con quelle di cui alla lettera b).

La previsione della lettera c) detta invece le tecniche di dettaglio per la misurazione di entrambe: il test pratico e la lista di controllo di cui all'art. 13, co. 2, CCII. Si tratta di tecniche che ben potrebbero costituire il programma di valutazione del rischio di crisi richiesto dalla Madia. Esse impongono di organizzare preliminarmente processi interni quanto meno atti a individuare, implementare, raccogliere, valutare ed impiegare in continuo le informazioni occorrenti per alimentare il test e rispondere alle domande della lista di controllo. Di talché l'assetto potrà ritenersi adeguato sul punto solo se l'impresa è in grado di produrre tali flussi informativi, indipendentemente dal loro impiego. Affinché siano agevolmente disponibili le informazioni della lista di controllo occorre, infatti, che l'impresa abbia strutturato processi di rilevazione e raccolta delle informazioni rilevanti.

Invero la norma prevede al co. 4 alcuni segnali, ai quali rinvia il co. 3, relativi alle magnitudo dell'indebitamento. Ad essi è stata però data eccessiva rilevanza. Occorre preliminarmente osservare che sono stati richiesti dalla Commissione UE in relazione al PNRR ma non comportano, come da più parti erroneamente si ritiene, una deriva che conduce l'impresa verso forme di intervento coattivo, in deroga ad un principio di libertà di iniziativa. La capacità di intercettare internamente i segnali in questione deve essere intesa solo quale ausilio ulteriore per misurare l'intensità del debito scaduto, non

in quanto indice di uno stato di crisi, ma quale elemento che comunque incide nella misurazione dello stato di salute finanziaria dell'impresa e sulla valutazione dell'intensità dello stato di crisi.

Si è tracciato così un netto distinguo tra la sostenibilità dell'impresa a medio lungo termine e la sostenibilità del debito a dodici mesi. Tra le due però vi è un punto di contatto, ed esso è costituito dal valore dell'impresa, inteso come l'espressione, anche quantitativa, della capacità di creazione di valore per gli stakeholder in genere e per gli investitori in particolare. È un parametro che assume rilevanza anche nella disciplina del Codice della Crisi, ed in particolare per la determinazione delle modalità di distribuzione del valore nella gestione della crisi d'impresa. Tre sono i momenti di rilevanza:

- il valore della liquidazione (soggetto alla absolute priority rule);
- il valore ai fini del trattamento dei creditori in caso di conversione del debito in equity (equity swap) o di clausole di earn-out, e ciò per la valutazione della convenienza e l'esclusione di un trattamento peggiore rispetto a quello di liquidazione;
- il valore riservato ai soci di cui all'art. 120-quater CCII.

Di essi si tratterà in appresso; prima di affrontarli occorre approfondire il contenuto del piano dei concordati in continuità aziendale quale richiesto dal nuovo art. 87 e domandarsi se le modifiche portate al Codice della Crisi incidano sul giudizio di fattibilità richiesto all'attestatore.

2. Il contenuto del piano in continuità aziendale quale emerge dal riformato art. 87 CCII

L'art. 87 CCII arricchisce il piano di un concordato preventivo in continuità aziendale di alcuni elementi, in parte innovativi ed in parte già presenti nelle buone pratiche, sui quali è assai opportuno soffermarsi.

Il piano deve recare, accanto alla descrizione delle sue cause, anche l'entità dello stato della crisi (o dell'insolvenza). Il che presuppone che l'imprenditore abbia seguito un iter logico che gli consenta di comprendere il grado di gravità del proprio stato, gli obiettivi aziendali del percorso che si accinge a intraprendere e la sua difficoltà.

Ad un lettore attento non sfuggirà dunque l'assonanza con le finalità del test pratico di cui all'art. 13 CCII: "il grado di difficoltà del risanamento è determinato dal risultato del rapporto tra il debito che deve essere ristrutturato e l'ammontare annuo dei flussi al servizio del debito" (così al punto 4 della sezione I del decreto dirigenziale). Esso, infatti, lungi dall'essere un esercizio meccanico a valle di un'acritica estrazione di dati dal sistema contabile, sollecita l'imprenditore ad una valutazione consapevole sulla situazione dell'impresa, attraverso il rapporto causa-effetto delle due grandezze

fondamentali costituite dal debito che deve essere servito e dai flussi che l'impresa è in grado di porre al suo servizio. Si tratta di una valutazione dinamica che gli indici di bilancio, per la loro staticità, non consentirebbero. Il confronto sollecitato dal test tra il debito da servire ed i flussi al suo servizio non si limita al rapporto quantitativo tra le loro grandezze (idealmente espressivo del numero di anni occorrenti per il rientro del debito), ma richiede all'imprenditore di analizzare la possibilità di influire su ciascuna di esse. Il risanamento di un'impresa in difficoltà o in crisi necessita della crescita dei flussi liberi al servizio del debito (e a tal fine, in primo luogo, il recupero della redditività dell'impresa) e della riduzione o del riscadenzamento dell'esposizione debitoria. In talune situazioni è sufficiente agire su una sola delle due leve (flussi o debito); in altre occorre agire su entrambe. Fondamentale è che l'imprenditore abbia chiaro da che cosa esse dipendano. I fattori sono molteplici: la marginalità lorda dell'impresa, cioè la capacità dell'impresa di creare ricchezza e risorse finanziarie; gli investimenti occorrenti, sia di mantenimento che quelli necessari per porre in essere le azioni in discontinuità volte ad accrescere i flussi reddituali; la struttura del debito; il realizzo di risorse ottenute dalla dismissione di beni; la contribuzione in capitale da chiunque effettuata.

Il piano deve anche indicare le strategie di intervento. La premessa della lista di controllo ne precisa in modo chiaro le finalità: "Il piano di risanamento deve muovere dalla situazione in cui versa l'impresa e dalle sue cause, individuate in modo realistico. Le strategie di intervento devono attagliarsi ad essa e consentire di rimuovere le difficoltà in essere". Si tratta delle intenzioni strategiche (o delle linee guida del piano) che al seguente punto 3.9 della lista di controllo si precisa debbano essere "chiare e razionali, condivisibili da parte di un lettore informato, coerenti con la situazione di fatto dell'impresa e del contesto in cui opera". Esse devono apparire appropriate per il superamento delle cause della crisi. Volendo tracciare un distinguo tra le strategie di intervento e le iniziative industriali si potrebbe dire che le prime orientano le seconde, che ne costituiscono il c.d. action plan. Le strategie di intervento debbono essere qualitativamente adeguate a superare la crisi, mentre per le azioni di dettaglio, rappresentate dalle iniziative, la valutazione è in primo luogo quantitativa in termini di risorse economiche (costi) e finanziarie (fabbisogno) assorbite e dei relativi effetti economici e finanziari rilasciati. La distinzione non è irrilevante, anche sotto il profilo dell'individuazione delle modifiche sostanziali del piano alle quali fa riferimento il co. 3 dell'art. 87 (e l'art. 58): sono sostanziali le modifiche che intervengono sulle strategie di intervento. Non lo sarebbero invece quelle che riguardano le iniziative industriali; queste ultime ben possono, anzi debbono, cambiare per rispondere al continuo mutare del contesto in cui opera l'impresa ed adattarsi, ad esempio, al cambiamento della domanda e dei prezzi, alle azioni della concorrenza, all'intensità di avveramento dei fattori di rischio, senza che ciò determini una modifica del piano e della proposta di concordato.

Non irrilevante pare la distinzione contenuta alla lett. e) tra il piano industriale ed il piano finanziario, discendente dalla precisazione che nel piano industriale debbono essere indicati gli effetti sul piano finanziario. Il che evoca il chiaro percorso contenuto nella lista di controllo che chiede una gerarchia e un iter logici nella costruzione dei numeri del piano. Come si evince dalla premessa della lista di controllo: “La parte quantitativa del piano consegue alle strategie che si intendono adottare e segue un ordine logico strutturato attraverso valutazioni controllabili. Essa è volta a determinare i flussi finanziari”. Il piano è dunque l’esito di un processo e nella lista di controllo sono ben enucleate le singole fasi dello stesso: a) la valutazione della sussistenza dei requisiti organizzativi, in termini di presenza delle risorse chiave e delle competenze tecniche occorrenti, nonché di sistemi di monitoraggio continuativo dell’andamento aziendale, arricchito dal ricorso agli indicatori chiave di performance, anche per la valutazione dell’andamento tendenziale, e dalla presenza di un piano di tesoreria; b) la rilevazione della situazione contabile e dell’andamento gestionale corrente; c) l’individuazione delle strategie di intervento; d) la proiezione dei flussi finanziari attraverso, nell’ordine, la stima dei ricavi, la determinazione dei relativi costi variabili, la stima dei costi fissi, la misurazione degli investimenti occorrenti, la valutazione degli effetti delle iniziative industriali che, in aderenza alle intenzioni strategiche, si intende porre in essere, la verifica della coerenza dei dati prognostici (fase di estrema rilevanza alla quale si rivolge il punto 4.8 della lista di controllo), la stima dell’effetto delle operazioni straordinarie, il pagamento delle imposte, la declinazione finanziaria ed infine la declinazione patrimoniale; e) solo a questo punto si innesta la fase del risanamento del debito e la proposta concordataria che debbono essere entrambe aderenti ai flussi liberi che possono essere posti al servizio del debito.

Altrettanto rilevante è il passaggio sui “tempi necessari per assicurare il riequilibrio della situazione finanziaria”. Già si è detto che cosa debba intendersi per situazione finanziariamente equilibrata. È normale che il riequilibrio finanziario, per un’impresa in crisi, venga raggiunto gradualmente; occorre, infatti, che vengano poste in essere le iniziative previste e se ne manifestino gli effetti. Peraltro, in considerazione del fatto che il tempo costituisce una variabile critica ed un fattore ulteriore di rischio per effetto del rischio di cambiamento di contesto che ne deriva, il riequilibrio finanziario deve essere raggiunto entro l’orizzonte del piano che, i principi contabili, richiedono che non sia superiore ai 5 anni, salvo il caso eccezionale che un arco superiore sia giustificato (§ 33 IAS 36 e § 23 OIC 9). Ben diverso è invece il tema dell’orizzonte temporale del rientro del debito e cioè del risanamento dell’esposizione debitoria (art. 56) implicito nel piano di risanamento in continuità. È una differenza che non sempre viene colta e dalla quale si fa discendere una pretesa completa esdebitazione dell’impresa. Invece, una volta raggiunto l’equilibrio finanziario nei termini dianzi descritti dell’adeguatezza dei flussi a regime a

sostenere il debito in essere, ben il piano potrebbe prevedere un rientro del debito in un orizzonte temporale più dilatato. D'altronde è connaturale all'impresa il ricorso al credito, sia esso commerciale che finanziario. Pretendere che il risanamento si abbia solo con l'estinzione del debito equivale ad una contraddizione in termini. L'obiettivo del risanamento dell'impresa è, infatti, il raggiungimento del riequilibrio finanziario e dunque del merito di credito e non l'estinzione del debito delle esposizioni debitorie. Nel momento in cui l'impresa ha raggiunto l'equilibrio finanziario essa ben può fronteggiare gli obblighi di pagamento delle esposizioni debitorie, anche se la relativa scadenza fosse oltre i canonici cinque anni dell'orizzonte del piano.

Non deve essere nemmeno trascurata la lett. g) che chiede di giustificare le ragioni per cui sono necessari per l'attuazione del piano gli apporti di nuova finanza. Il regime di prededuzione che è ad essi riconosciuto, infatti, aumenta il rischio associato per i restanti creditori e per il capitale proprio (considerazione quest'ultima assai rilevante in caso di equity swap e cioè di conversione dei crediti in capitale). Già si è detto che il risanamento non può prescindere dalla normale remunerazione del rischio del quale si fanno carico gli stakeholder. Nel momento stesso in cui viene riconosciuta la natura super-senior alla nuova finanza, si riduce la capacità di ritorno del capitale per gli altri stakeholder; di qua l'esigenza della chiara enunciazione nel piano delle ragioni per cui la nuova finanza si ritiene necessaria. Si tratta di ragioni che ben i creditori potranno, nel loro interesse, valutare prima di esprimere il proprio voto.

Di fondamentale rilevanza è la lett. j), afferente alle iniziative da adottare qualora si verificano scostamenti rispetto agli obiettivi pianificati. Il punto, oltre a confermare l'individuata differenziazione tra strategie di intervento ed iniziative industriali, e pertanto tra modifiche sostanziali e modifiche non sostanziali del piano, evoca il tema dei rischi e delle analisi di sensitività. La certezza non è propria degli eventi futuri e gli scostamenti rispetto al piano sono inevitabili. Si tratta di eventi fisiologici dipendenti dai rischi. Di qua l'esigenza che il piano dia evidenza dell'analisi di sensitività individuando il punto di rottura oltre il quale occorre modificare le intenzioni strategiche e conseguentemente il piano, con la precisazione che da tali modifiche ben potrà conseguire la necessità di un accordo paraconcordatario ovvero una modifica della stessa proposta rivolta a tutti i creditori.

3. Alcune considerazioni sul nuovo contenuto delle attestazioni dei piani in continuità aziendale dei concordati preventivi

La fattibilità del piano in continuità rientra tra i giudizi richiesti all'attestatore. La questione è se sia cambiato qualche cosa rispetto al passato in ordine al significato da attribuire alla nozione di fattibilità che l'art. 87, in caso di continuità aziendale, ridisegna in termini di attitudine del piano a impedire o superare l'insolvenza del debitore e a garantire la sostenibilità economica dell'impresa. La prima fa perno sulla sostenibilità del debito e cioè sul riequilibrio finanziario dell'impresa; la seconda sulla sostenibilità dell'impresa. Riemerge così il distinguo tra le due sostenibilità illustrato nel primo paragrafo.

Per meglio inquadrare il tema non si può sottacere che l'art. 112 CCII traccia un distinguo, nell'ambito del giudizio di omologazione, tra i concordati in continuità aziendale che siano stati approvati da tutte le classi dei creditori, per i quali il tribunale potrà negare l'omologazione solo laddove il piano sia privo di ragionevoli prospettive di impedire o superare l'insolvenza, e quelli non approvati dall'unanimità delle classi, per i quali il tribunale verifica la sussistenza della fattibilità del piano pur in termini di negative assurance. Ed è proprio con riferimento a quest'ultima che la norma, alla lett. g) del co. 1, prevede che essa vada "intesa come non manifesta inattitudine a raggiungere gli obiettivi prefissati" e tra questi ultimi non può non esservi il raggiungimento della sostenibilità finanziaria dell'impresa, in termini di riequilibrio finanziario. Il che non vuol dire che il raggiungimento del riequilibrio finanziario debba essere certo, perché non può mai essere tale un evento non ancora verificatosi, ma che sia possibile raggiungerlo (o meglio non sia manifestamente irraggiungibile) attraverso le strategie che intende perseguire l'imprenditore. In altre parole, le strategie "devono attagliarsi" alla situazione dell'impresa "e consentire di rimuovere le difficoltà in essere" (così sempre la Sez. II del Decreto Dirigenziale). Con una precisazione dovuta: l'attitudine è carente in modo manifesto nel caso in cui il piano sia non contestualizzato alla situazione in essere, ovvero le strategie previste in esso siano manifestamente inadeguate a porre rimedio alle cause della crisi.

A ben vedere vi sono tre diversi livelli del giudizio dell'attestatore.

Un primo livello, che deve comunque sussistere, è quello della presenza di prospettive non irragionevoli (dice la norma "non sia privo di ragionevoli prospettive") di impedire un'insolvenza prospettica o di superare un'insolvenza già presente.

Un secondo livello, più stringente, è quello dall'attitudine del piano a raggiungere l'equilibrio finanziario. È quanto pare corretto trarre dall'art. 112, co. 1, lett. g) laddove si prevede che il tribunale omologhi il concordato verificata "la fattibilità del piano, intesa come non manifesta inattitudine a raggiungere gli obiettivi prefissati", essendo il riequilibrio della situazione finanziaria un obiettivo necessario per il risanamento dell'impresa, previsto espressamente quale contenuto del piano concordatario alla lett. e) dell'art. 87, co. 1.

Alla luce delle considerazioni svolte nel primo paragrafo ve ne è però un terzo, ben più stringente ancorché non rilevante nel giudizio di omologazione: quello sulla sostenibilità economica dell'impresa, e cioè sulla sua capacità di sostenere il proprio business remunerando i fattori produttivi, e cioè quello della capacità di creare valore nel tempo. Per quanto il contenuto dell'attestazione, sotto questo aspetto, non sia rilevante nel giudizio di omologazione, esso appare, oltre che obbligatorio in forza della prescrizione del terzo comma dell'art. 87 (in termini di attitudine del piano a "garantire la sostenibilità economica dell'impresa"), imprescindibile per l'espressione del voto allorché la proposta concordataria preveda la conversione di crediti in equity (capitale sociale o strumenti finanziari partecipativi) o in semi equity (pagamenti subordinati o con clausole di earn-in o di earn-out).

Il giudizio reso dall'attestatore in ordine alla *viability of the business* della direttiva Insolvency (nella traduzione italiana: sostenibilità economica dell'impresa) costituisce comunque un elemento fondamentale del compendio informativo per consentire ai creditori di esprimere il voto. Trattandosi però di un giudizio che è, per quanto espresso in termini di assicurazione (*ensuring* nella versione inglese), necessariamente pervaso dall'incertezza propria degli eventi futuri, esso ha finalità preminentemente informative per le parti interessate. Il livello della garanzia non pare però tale da pregiudicare l'omologabilità del concordato, salvo nei casi in cui i creditori abbiano ricevuto dall'attestatore informazioni distorte, tali da alterare la percezione del rischio inerente e il commissario nulla abbia detto al riguardo nella propria relazione redatta ai sensi dell'art. 105.

Diverso invece è il caso in cui la soddisfazione del creditore dipende dalla sostenibilità economica dell'impresa. Quando ciò accada è fondamentale l'apprezzamento del rischio associato perché da esso dipende il valore di quanto assegnato al creditore. In questi casi non rileva, infatti, solamente il riequilibrio finanziario, che potrebbe comunque esservi in caso di conversioni massive in presenza di un seppur minimo equilibrio economico, ma la capacità di remunerare il rischio e conseguentemente quella di creare valore.

In ogni caso, essendo la valutazione di fattibilità una derivata del rispetto di un processo ordinato di confezionamento del piano, l'attestatore nell'esprimere il proprio giudizio, non potrà non tenere conto del contenuto della lista di controllo. Per quanto essa sia ad uso dell'imprenditore, per la corretta "redazione del piano di risanamento", e ad uso dell'esperto, "per la analisi della sua coerenza", ben può (o forse addirittura deve) l'attestatore tenerne conto per esprimere il proprio giudizio di fattibilità. È quanto si ricava quanto meno dal disposto del secondo comma dell'art. 5-bis che rende applicabile il contenuto della lista di controllo per la redazione di qualsiasi piano di risanamento, a prescindere dallo strumento di composizione impiegato.

Pur se le domande in essa contenute costituiscono mere “indicazioni operative per la redazione del piano”, da esse l’attestatore ben può trarre spunto per esprimere un giudizio in termini di adeguatezza del processo di predisposizione del piano; è solo l’analisi del processo che gli consente, infatti, di evitare giudizi astratti che potrebbero essere qualificati come divinatori.

A tal fine, vi sono alcuni passaggi chiave nella lista di controllo sui quali l’attestatore pare chiamato a soffermarsi con particolare attenzione. Si tratta del punto 3.9 che richiede (all’esperto ma prima ancora all’imprenditore e comunque all’attestatore) un giudizio qualitativo di credibilità e di appropriatezza del piano nei termini già menzionati. Si tratta anche del punto 4.8 che richiede una “verifica di ragionevolezza della redditività prospettica” sulla base dei principali indicatori chiave gestionali (KPI), che debbono apparire coerenti con il loro andamento storico, giustificando eventuali differenze tra l’incidenza del margine operativo lordo sui ricavi atteso e i benchmark di mercato disponibili.

L’art. 47 infatti prevede che “la domanda di accesso al concordato in continuità aziendale è comunque inammissibile se il piano è manifestamente inidoneo ... alla conservazione dei valori aziendali”. Vi è assonanza con la sostenibilità economica dell’impresa e la manifesta irrazionalità delle intenzioni strategiche rende il piano non è credibile e inidoneo alla conservazione dei valori aziendali; il che costituirebbe un ostacolo già in sede di ammissione del concordato. Di qua la centralità del cennato punto 3.9 della lista di controllo.

4. Il valore di liquidazione ed il valore riservato ai soci

Alla continuità aziendale sono associate valutazioni quantitative che rilevano sia ai fini di escludere la presenza di un trattamento deteriore rispetto alla liquidazione del patrimonio nell’alternativa della liquidazione giudiziale, che ai fini dell’applicazione delle regole di distribuzione, con particolare riferimento all’art. 120-quater CCII. In caso di trattamento deteriore i creditori possono opporsi all’omologazione eccependo il difetto di convenienza e il Tribunale potrà omologare solo se il credito risulti soddisfatto in misura non deteriore rispetto all’alternativa liquidatoria (art. 112, comma 3), disponendo la valutazione del complesso aziendale (art. 112, comma 4). L’art. 120-quater prevede invece che in caso di dissenso di una o più classi di creditori, il concordato possa essere omologato se il trattamento proposto a ciascuna delle classi dissenzienti sarebbe almeno altrettanto favorevole rispetto a quello proposto alle classi del medesimo rango e più favorevole di quello proposto alle classi di rango inferiore, anche se a tali classi venisse destinato il valore complessivamente riservato ai soci (in altri termini, laddove si dimostri che il valore destinato ai soci non sia stato sottratto ai creditori dissenzienti,

ma ai creditori delle classi di pari rango o di rango inferiore), ovvero, quando non vi siano classi di creditori di rango pari o inferiore a quella dissenziente, se il valore destinato al soddisfacimento dei creditori appartenenti alla classe dissenziente è superiore a quello complessivamente riservato ai soci.

Con riferimento al valore di liquidazione, ci si deve domandare se la continuità aziendale rilevi ed in quale misura. Sulla sua rilevanza è indicativa la lettera dell'art. 211 che, laddove prevede che "la liquidazione giudiziale non determina la cessazione dell'attività d'impresa", introduce una sorta di primato della continuità aziendale anche nel caso di liquidazione giudiziale. Occorre però dire che l'orizzonte temporale dell'eventuale esercizio provvisorio sarebbe comunque limitato e che il valore realizzato attraverso lo stesso anche per il tramite della cessione dell'azienda o di suoi rami risentirebbe necessariamente, oltre che della situazione distressed in cui essa opera per la carenza di un equilibrio economico-finanziario strutturale, anche dell'assenza delle normali clausole di tutela dell'acquirente. Pare dunque ragionevole ritenere che il valore differenziale realizzato attraverso la cessione dell'azienda rispetto alla liquidazione atomistica dei suoi beni risieda unicamente in quello dei beni immateriali non suscettibili di cessione autonoma. Tali sono principalmente il know how e il valore dell'organizzazione delle risorse esistenti. Da tale valore dovrebbe peraltro essere dedotto l'effetto dei disequilibri economici dei quali si farebbe carico l'acquirente, nonché quello del rischio del suo permanere. Ne deriva che il valore del compendio aziendale si risolve in quello della possibilità, o meglio dell'opzione, dell'ottenimento dei beni immateriali in questione e come tale sarebbe al più pari al loro costo di ricostruzione.

Diverso, e ben più elevato, è invece il valore dell'azienda ai fini della determinazione della quota di esso riservata ai soci nel caso di continuità aziendale. Il valore corrisponde a quello attuale dei flussi economico-finanziari risultanti dal piano industriale. L'elemento critico è costituito dal premio per il rischio inerente; sia i principi contabili (OIC 9 e IAS 36) che le tecniche di valutazione aziendale, quando assumono i flussi economico-finanziari derivanti da un piano prospettico, richiedono che si consideri il rischio di realizzazione di tali flussi. I flussi finanziari debbono essere attualizzati sulla base di un tasso normale di remunerazione del capitale determinato dal risultato della somma del tasso di rendimento di investimenti privi di rischi e del premio per il rischio specifico dell'impresa. È di ausilio nella comprensione del tema l'impiego del modello di Capital Asset Pricing Model, sviluppato negli anni '60 sulla base di tale approccio. Impiegando questa metodologia, il premio per il rischio di settore verrebbe aggravato in relazione allo stato distressed dell'impresa, sia pure a valle dell'omologazione del concordato, e comunque incrementato del premio per il rischio di esecuzione del piano (execution risk). Ne deriverebbe un tasso di attualizzazione assai più elevato di quello ordinario che riduce

considerevolmente il valore, in misura tanto maggiore quanto più consistenti sono i rischi ai quali sono esposti l'impresa ed il piano.

Una considerazione a questo punto è però doverosa: il valore dell'azienda a valle dell'omologazione è necessariamente determinato nella stessa misura per tutti gli stakeholder interessati. In conseguenza di ciò il processo di determinazione per la misurazione del valore riconosciuto ai soci non può differire rispetto a quello seguito per la determinazione del grado di soddisfazione dei creditori nel caso di assegnazione a loro favore di parte del capitale sociale o di strumenti finanziari partecipativi. Ciò che cambia è tutt'al più la conversione del valore dell'azienda nel valore del patrimonio e la ripartizione di quest'ultimo. La cennata conversione, in termini aziendalistici, è ottenuta deducendo dal valore dell'azienda il valore della posizione finanziaria netta che comprende i pagamenti ai creditori concorsuali dovuti in dipendenza della proposta concordataria. Da tale valore, per la sola determinazione di quello riservato ai soci ai fini dell'applicazione delle regole di distribuzione, vengono dedotti gli apporti effettuati in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto ai fini della ristrutturazione. Vengono altresì dedotti i flussi derivanti dalla continuità o dal valore di realizzo riconosciuti in via antergata ai creditori rispetto ai soci per effetto di clausole di earn-out o di privilegi nella ripartizione degli utili.

Il riferimento della norma citata al "valore effettivo ... delle loro partecipazioni e degli strumenti che attribuiscono il diritto di acquistarle" imporrebbe di considerare l'eventuale premio di maggioranza. Peraltro, al riguardo, pare doveroso osservare che rilevano prima ancora, ed ancor più, che il premio di maggioranza connesso al valore riservato ai soci, lo sconto di minoranza e quello per lack of marketability che ridurrebbero il valore degli strumenti finanziari (azionari ed SFP) assegnati ai creditori. Gli strumenti tecnici per realizzare in concreto una corretta distribuzione del valore anche in presenza di equity swap ci sarebbero e, come accennato, sono variegati.

Vi è ancora da dire che il tasso di attualizzazione adottato per la determinazione del valore riservato ai soci non può essere difforme da quello impiegato per il ripristino del valore, quando consentito dai principi contabili, che ha subito svalutazioni in seguito agli impairment test condotti ai sensi dei principi contabili (IAS 36 ed OIC 9). La coerenza impone l'adozione di valutazioni uniformi e ciò incide sul patrimonio netto contabile ad esito dell'omologa.

Da quanto sopra si possono trarre le seguenti considerazioni: a) il valore di liquidazione al quale è associata l'absolute priority rule non è necessariamente un valore di liquidazione atomistica ed anzi dovrebbe portare in conto quello dei beni immateriali non suscettibili di autonoma cessione, pur al netto dei costi per il raggiungimento del riequilibrio economico e comunque entro i limiti del loro valore di ricostruzione, salvo che l'alternativa dell'esercizio provvisorio risulti pacificamente

impraticabile; b) nella strutturazione delle proposte ai creditori sarà opportuno utilizzare, per quanto occorra, clausole di antergazione per rispettare le regole della distribuzione del valore ed evitare l'opposizione per difetto di convenienza della proposta o per violazione delle regole di distribuzione.

www.osservatorio-oci.org