

Gestione delle crisi e valutazione d'azienda in ipotesi di risanamento e di liquidazione

di

Paolo Dorigato e Flavio Aldrighetti

Dipartimento di informatica e studi aziendali, Università di Trento

Questa versione: 1 maggio 2009

Riassunto

Questo lavoro presenta due modelli di valutazione aziendale a supporto della gestione delle crisi d'impresa, nelle due principali ipotesi alternative rappresentate dalla liquidazione e dal risanamento. L'obiettivo è quello di fornire un contributo alla definizione di un modello di scelta dei percorsi ottimali finalizzati all'uscita dalla crisi, sulla base della disamina dei profili di convenienza tra le diverse soluzioni a disposizione dell'azienda e dei suoi stakeholder, alla luce dei recenti sviluppi della legislazione fallimentare. Per questo, la trattazione definisce dapprima la natura degli strumenti attualmente previsti dal Legislatore per la gestione delle crisi d'impresa. Di seguito si illustrano analiticamente i due modelli, partendo da quello sviluppato in ipotesi di liquidazione e proseguendo con quello implementato in caso di continuità operativa. Infine si applica il modello in ipotesi di liquidazione a due casi reali di imprese (una s.r.l. e una s.n.c.) che hanno presentato domanda per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, per evidenziarne la duttilità e le potenzialità applicative all'interno dei modelli decisionali posti in essere dagli attori coinvolti nella crisi e dalle autorità giudiziarie eventualmente incaricate della gestione della stessa.

Questo rapporto è pubblicato nell'ambito del progetto di ricerca "SMEFIN – Ridisegno dell'infrastruttura finanziaria delle reti di imprese", finanziato del Ministero dell'Università e della Ricerca, bando FIRB 2003, e in particolare il Workpackage 4, "Crisis Management".

Copyright (C) 2009, Paolo Dorigato e Flavio Aldrighetti. Il permesso di distribuire o duplicare questo documento, per intero o in parte, è concesso a condizione che si riportino nei riferimenti bibliografici le fonti del documento e questo copyright sia incluso in tutte le copie. I marchi di fabbrica depositati citati nel documento sono di proprietà dei loro rispettivi proprietari.

Indice

1. Introduzione	4
2. Gli strumenti di gestione e soluzione delle crisi aziendali	5
2.1. Rilevanza del tema delle crisi aziendali nell'attuale contesto economico e giuridico	5
2.2. Gli strumenti per la soluzione delle crisi d'impresa alla luce della recente riforma della legge fallimentare	8
2.2.1. <i>I piani attestati di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti</i>	11
2.2.2. <i>Il concordato preventivo</i>	15
2.2.3. <i>Il fallimento</i>	21
2.3. L'importanza di modelli decisionali per il <i>crisis management</i> alla luce della riforma fallimentare	29
3. Un modello di valutazione finanziaria a supporto della gestione delle crisi in ipotesi di liquidazione	32
3.1. Classificazione dei crediti in base alle cause di prelazione	34
3.2. Definizione dello Stato Patrimoniale e stima del valore di liquidazione	38
3.3. La ripartizione del valore di liquidazione tra gli attori coinvolti nella crisi	40
3.3.1. <i>Riparto delle masse immobiliari secured</i>	43
3.3.2. <i>Escussione delle garanzie reali esterne</i>	45
3.3.3. <i>Escussione delle garanzie personali ricevute</i>	46
3.3.4. <i>Riparto della massa mobiliare</i>	46
3.3.5. <i>Riparto della massa immobiliare unsecured</i>	48
3.3.6. <i>Eventuale regresso sui soci a responsabilità illimitata</i>	50
3.3.7. <i>La struttura del modello: una visione d'insieme</i>	53
3.4. Il funzionamento del modello: un semplice esempio numerico	54
3.5. Definizione dei profili di convenienza per le diverse categorie di soggetti coinvolti	59
3.5.1. <i>Le regole di scelta: i proprietari</i>	60
3.5.2. <i>Le regole di scelta: il creditore garantito</i>	64
3.5.3. <i>Le regole di scelta: il creditore non garantito</i>	68
3.6. Tassi di recupero e <i>rating</i>: un'interpretazione finanziaria del modello	71
3.7. Ambiti di applicazione del modello alla luce della nuova riforma fallimentare	76
4. Un modello di valutazione finanziaria a supporto della gestione delle crisi in ipotesi di risanamento	78
4.1. Struttura del modello e assunzioni di base	78
4.2. Il piano finanziario e la determinazione del valore delle attività operative nette	81
4.2.1. <i>Lo schema di rendiconto finanziario e la proiezione dei flussi di cassa operativi</i>	82
4.2.2. <i>La stima del costo medio ponderato del capitale (WACC)</i>	85
4.2.3. <i>Calcolo del valore finale e stima del valore di mercato delle attività operative nette</i>	87
4.3. Dal valore delle attività operative nette al valore dell'impresa: il ruolo della liquidità	89
4.4. La determinazione del valore di mercato del debito finanziario	90
4.4.1. <i>La proiezione dei flussi di cassa verso i finanziatori</i>	90
4.4.2. <i>Calcolo del valore finale e stima del valore di mercato del debito</i>	93
4.5. Il valore del capitale netto in ipotesi di risanamento	94
4.5.1. <i>Il valore del capitale netto in caso di successo del piano di risanamento</i>	94
4.5.2. <i>Il valore del capitale netto in caso di insuccesso del piano di risanamento</i>	95
4.5.3. <i>Il valore del capitale netto in ipotesi di risanamento: una visione d'insieme</i>	97

4.6. Definizione dei profili di convenienza del risanamento per i diversi stakeholder.....	98
4.6.1. <i>I flussi di cassa verso i proprietari e i valori ottenibili in caso di risanamento</i>	<i>99</i>
4.6.2. <i>I flussi di cassa verso i creditori e i valori ottenibili in caso di risanamento.....</i>	<i>101</i>
4.6.3. <i>Potenziali ambiti di applicazione del modello nei processi decisionali degli stakeholder... ..</i>	<i>105</i>
5. L'applicazione del modello in ipotesi di liquidazione: analisi di due casi reali	106
5.1. Il modello nelle società di capitali: il caso della Global Crane s.r.l.	107
5.1.1. <i>Global Crane s.r.l.: presentazione dell'azienda e cause della crisi</i>	<i>107</i>
5.1.2. <i>La crisi in termini quantitativi: l'analisi di bilancio (2003-2006).....</i>	<i>109</i>
5.1.3. <i>Il contenuto del piano di concordato preventivo della Global Crane s.r.l.</i>	<i>113</i>
5.1.4. <i>Applicazione del modello in ipotesi di liquidazione e interpretazione dei risultati.....</i>	<i>117</i>
5.2. Il modello nelle società di persone: il caso della Antonio Neri & C. s.n.c.....	126
5.2.1. <i>Antonio Neri & C. s.n.c.: presentazione dell'azienda e cause della crisi.....</i>	<i>127</i>
5.2.2. <i>La crisi in termini quantitativi: l'analisi di bilancio (2004-2006).....</i>	<i>129</i>
5.2.3. <i>Il contenuto del piano di concordato preventivo della Antonio Neri & C. s.n.c.....</i>	<i>131</i>
5.2.4. <i>Applicazione del modello in ipotesi di liquidazione e interpretazione dei risultati.....</i>	<i>133</i>
6. Conclusioni	145
7. Riferimenti bibliografici.....	146

1. Introduzione

La crisi d'impresa è un argomento ben conosciuto sia alla dottrina aziendalistica che a quella fallimentare; nonostante questo, molti studi sul tema sono stati condotti o dal solo punto di vista giuridico o da quello prettamente economico-aziendale, con il risultato di scindere in due differenti visioni un problema che, in effetti, è unico. Solo recentemente si è sviluppata la tendenza ad elaborare analisi volte a sviluppare in una visione unitaria la problematica della crisi aziendale, affrontando contemporaneamente sia la visione giuridica che quella economica del fenomeno.

L'obiettivo del presente lavoro è proprio quello di combinare l'analisi economica con quella giuridica, evidenziando il rapporto tra teoria accademica (economica e giuridica) e pratica manageriale e professionale in una materia, la patologia aziendale, caratterizzata da una molteplicità di casi e di situazioni differenti, ma nella quale non è preclusa la possibilità di ricondurre le analisi a modelli di valutazione ricorrenti. L'ottica intrinsecamente interdisciplinare adottata appare fondamentale in un ambito in cui gli aspetti economico-finanziari sono strettamente connessi a quelli giuridici e tecnico-manageriali. Sulla base di questo approccio di fondo, il presente lavoro mira a costruire dei modelli di valutazione a supporto della gestione delle crisi d'impresa, che possano contribuire alla definizione di un modello di scelta dei percorsi ottimali finalizzati all'uscita dalla crisi, sulla base della disamina dei profili di convenienza tra le diverse soluzioni a disposizione dell'azienda e dei suoi *stakeholder*, alla luce dei recenti sviluppi della legislazione fallimentare. L'evoluzione normativa, infatti, dovrebbe sempre essere affiancata da una parallela evoluzione della strumentazione analitica di riferimento, che consenta di risolvere problemi nuovi con strumenti innovativi costruiti *ad hoc*.

Per questo il secondo capitolo sarà dedicato alla presentazione degli strumenti negoziali e delle procedure concorsuali finalizzati alla gestione delle crisi nell'ambito della nuova legge fallimentare italiana, che, come si vedrà, ha ampliato la gamma delle soluzioni percorribili, soprattutto nella prospettiva di favorire il risanamento dell'impresa.

Una volta delineato il quadro normativo di riferimento, sarà possibile procedere alla presentazione formale ed analitica dei modelli di valutazione dell'impresa in crisi nelle due alternative principali rappresentate dalla liquidazione fallimentare (a cui è dedicato il terzo capitolo) e dalla continuità operativa (tema affrontato nel quarto capitolo). In entrambi i casi, alla definizione del valore dell'impresa a livello aggregato sarà affiancata la trattazione del valore ottenibile dalle diverse categorie di *stakeholder* in ognuna delle due alternative, dal momento che il consenso dei portatori di interessi ad un eventuale piano di risanamento costituisce una condizione imprescindibile per l'effettiva implementazione del piano e il ripristino delle condizioni di equilibrio. Il cuore di un modello utile a supportare il processo decisionale per la composizione della crisi è infatti costituito dal meccanismo di quantificazione e di ripartizione delle eventuali perdite tra i diversi attori coinvolti nella gestione della crisi stessa. L'obiettivo dei modelli presentati (che, come si vedrà, sono tra loro profondamente interconnessi) è quindi quello di andare oltre la semplice constatazione che la convenienza di un piano di ristrutturazione si manifesti semplicemente qualora il valore dell'impresa in ipotesi di risanamento sia superiore rispetto a quello in caso di fallimento; questo obiettivo sarà perseguito adottando un approccio di analisi il più possibile analitico e coerente con la legislazione in merito che, definendo in termini oggettivi il *payoff* ottenibile dal singolo socio o dal singolo creditore nelle due alternative (sulla base dell'esistenza di eventuali privilegi o garanzie), rappresenti un importante supporto per la definizione dei processi di scelta ottimali.

Il quinto capitolo, infine, sarà dedicato alla presentazione ed all'interpretazione dei risultati ottenuti mediante l'applicazione del modello in caso di liquidazione (sviluppato nel terzo capitolo) a due casi reali di imprese in crisi (che hanno presentato domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo), per dimostrare come l'implementazione del modello possa costituire un importante riferimento tanto per i vertici aziendali quanto per i singoli creditori, nonché per l'autorità giudiziaria, alla luce del tentativo del modello di gestire i numerosi punti di connessione che emergono tra i diversi strumenti di gestione della crisi presentati nel secondo capitolo. La scelta di analizzare due casi di imprese aventi forma giuridica differente sarà utile, come si vedrà, per valutare la duttilità del modello e il suo effettivo potenziale applicativo, e per comprendere la capacità dello stesso di affiancare i diversi soggetti nel processo di valutazione delle diverse alternative per la composizione della crisi.

2. Gli strumenti di gestione e soluzione delle crisi aziendali

2.1. Rilevanza del tema delle crisi aziendali nell'attuale contesto economico e giuridico

Prima di procedere ad un'analisi dei principali strumenti attualmente a disposizione per la gestione e la soluzione delle crisi aziendali, è opportuno evidenziare la rilevanza del tema del *crisis management* all'interno del contesto economico odierno, per comprendere l'importanza dello studio degli ambiti di applicazione e delle modalità di funzionamento degli strumenti stessi, che rappresenta l'obiettivo principale del presente capitolo. Solo attraverso la conoscenza di questi aspetti, infatti, è possibile delineare potenziali modelli decisionali che siano utili a supportare il processo di scelta dei percorsi ottimali finalizzati all'uscita dalla crisi, e consentano quindi di calcolare l'equivalenza finanziaria di soluzioni alternative non direttamente confrontabili (in prima istanza, liquidazione e risanamento).

In letteratura è possibile trovare numerosissime definizioni di crisi aziendale, che si differenziano tra loro per l'ampiezza di osservazione adottata e per il grado di reversibilità della situazione di difficoltà economico-finanziaria; nonostante questo per le finalità del presente lavoro è necessario prendere in considerazione il concetto di crisi dal punto di vista non meramente teorico ma giuridico-operativo, inteso come distinto dal concetto di insolvenza. Questa necessità deriva dal fatto che il legislatore, come si vedrà più avanti, prevede che gli strumenti finalizzati al risanamento siano utilizzabili dall'impresa in crisi, mentre le procedure concorsuali siano riservate alle imprese che versano in stato di insolvenza; in sostanza, la definizione di questi due concetti assume grande importanza a livello applicativo, perché essi rappresentano le soglie di accesso alle procedure di gestione della crisi, e quindi la distinzione tra crisi e insolvenza diventa rilevante per individuare il limite oltre il quale non è più possibile avviare un percorso di risanamento ma è necessario intervenire con una procedura liquidatoria di tipo concorsuale. A livello giuridico non ha senso distinguere, come avviene spesso nei dibattiti registrati nell'ambito delle dottrine aziendalistiche¹, crisi e insolvenza sulla base del grado di reversibilità della situazione di difficoltà, definendo la prima come processo reversibile e la seconda come stato di illiquidità irreversibile: nessuna crisi infatti è intrinsecamente irrecuperabile, perché il problema non è tanto quello dell'esistenza di una soluzione della crisi stessa, quanto piuttosto quello della

¹ Sattler S., ad esempio, definisce la crisi d'impresa come quella situazione in cui si determina uno squilibrio economico-finanziario, destinato a perdurare e a portare all'insolvenza e al dissesto in assenza di opportuni interventi di risanamento. Appare evidente dalla definizione come l'autore, definendo la crisi come prodromica all'insolvenza, differenzi i due concetti sulla base della reversibilità o meno dalla situazione di tensione.

convenienza economica² e della disponibilità degli attori del risanamento a fornire i mezzi necessari per la riuscita dell'operazione di recupero delle condizioni di equilibrio. In definitiva ciò che realmente distingue la crisi dall'insolvenza risiede nel fatto che nel caso di crisi l'insolvenza è temporanea nella misura in cui è pianificabile razionalmente il suo superamento: la crisi perciò è uno stato di insolvenza che si può definire temporaneo in relazione alla pianificazione della sua risoluzione. Qualora invece, sulla base di un piano finanziario attendibile e razionale (proiettato quindi in un futuro sufficientemente vicino), non sia possibile individuare percorsi di uscita dalla crisi, l'impresa si trova di fronte ad una situazione di insolvenza, che apre la strada all'adozione di strumenti giudiziali per la gestione della crisi. Questa distinzione a livello operativo tra crisi e insolvenza³ si fonda, quindi, sulla constatazione che l'attività d'impresa non è una semplice sequenza di atti unificati da una o più direttrici funzionali unificanti, bensì è un'attività pianificata e programmata, che si esplicita nella redazione più o meno formale di piani finanziari, nei quali ha sede la programmazione delle entrate e delle uscite monetarie, il cui *mismatching* determina tipicamente le condizioni dell'insolvenza, che può quindi essere intesa come disfunzione della programmazione. A questo proposito si può notare come il problema giuridico reale sia quello dell'orizzonte temporale considerato per la valutazione dell'insolvenza, posto che è evidente che le previsioni pianificatorie sono tanto meno attendibili quanto più il periodo indagato è distante nel tempo. Oltre un certo numero di anni, nessun *business plan* è in grado di fornire una stima attendibile delle condizioni di funzionamento future di un'impresa, e quindi oltre un determinato orizzonte temporale è fuorviante definire la razionalità o meno delle previsioni, che sta alla base della distinzione tra la situazione di crisi e quella di insolvenza: se infatti l'imprenditore non è in grado, in un determinato momento, di fare fronte ai propri obblighi finanziari, egli potrà essere o meno dotato di una buona pianificazione, ma nel primo caso dovrà ritenersi che l'inadempimento derivi da cause volontarie e previste (e quindi l'istanza di fallimento dovrà essere rigettata), mentre nel secondo caso non sarà possibile ravvisare soluzioni alternative alla concorsualizzazione delle passività.

Naturalmente il tema delle crisi aziendali e della loro soluzione assume un'importanza particolare all'interno di un contesto produttivo come quello attuale, che risente della congiuntura economica sfavorevole e della contrazione dei consumi, che determina, in una situazione caratterizzata da margini di redditività già piuttosto ridotti, la difficoltà di generare volumi di vendita sufficienti, che garantiscano, quantomeno, il raggiungimento del punto di pareggio. Ciò determina ovviamente, secondo le leggi della concorrenza, l'uscita progressiva dal mercato dei *player* meno efficienti o meno innovativi, sulla base di una sorta di processo di *selezione naturale*, che, in termini teorici, dovrebbe garantire la permanenza sul mercato delle imprese migliori, con effetti potenzialmente benefici per i consumatori. Nonostante questo, sarebbe troppo semplicistico considerare le crisi aziendali come eventi meramente privati, nei quali esplose il conflitto tra debitore e creditori, in quanto esse rappresentano situazioni di rilevanza più generale, che coinvolgono una pluralità di interessi meritevoli di tutela (si pensi, ad esempio, al lavoro, alla concorrenza, ai servizi essenziali e agli equilibri economici generali); la crisi d'impresa, quindi, rappresenta un tema centrale nell'evoluzione dei rapporti, da un lato tra sistema industriale e commerciale, dall'altro tra banche e mercati finanziari.

Se il tema assume una rilevanza tanto evidente ed ampia all'interno dell'intero sistema economico, è facile comprendere l'importanza che riveste l'analisi degli strumenti che il nostro ordinamento giuridico prevede per la gestione delle situazioni di crisi; individuare le regole del gioco che un Paese si dà per affrontare un evento incerto e patologico quale la crisi d'impresa è infatti strategico per un duplice motivo: da un lato perché esse influiscono sul livello e sulla distribuzione dei cosiddetti costi irrecuperabili tra i diversi attori coinvolti,

² In questo contesto la convenienza economica viene valutata sulla base del confronto tra il costo del risanamento e il valore dell'azienda per i proprietari, i creditori e tutti gli altri *stakeholder*.

³ L'analisi qui presentata riguardo la distinzione operativa tra il concetto di crisi e quello di insolvenza è tratta da Galletti D., "I piani di risanamento e di ristrutturazione", Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile, 2006, II, pp. 1195-1218.

dall'altro perché condizionano con certezza lo svolgimento quotidiano e fisiologico della vita aziendale⁴. Quando, infatti, il valore di funzionamento dell'impresa scende al di sotto del valore nominale dei suoi debiti, la proprietà può esercitare un'opzione di *way-out* consegnando l'impresa ai suoi creditori, che provvederanno alla dismissione delle attività per soddisfare i loro crediti; in questo senso l'ordinamento giuridico deve delineare un sistema di procedure ed incentivi volto a garantire che questo *passaggio di consegne* si svolga in condizioni di efficienza e di equità⁵. Se ciò avviene, ne trae beneficio tutto il sistema che regola i rapporti dell'impresa con i suoi principali interlocutori, rappresentati dai fornitori degli *input* produttivi: il capitale di credito, il capitale lavoro e tutti gli altri *input*.

Prima di passare, quindi, ad un'analisi specifica dell'attuale proposta del nostro ordinamento giuridico in merito alla soluzione delle crisi aziendali, è opportuno evidenziare quali dovrebbero essere, in linea teorica, le caratteristiche degli strumenti negoziali e giudiziali per gestire le crisi, al fine di giungere alla definizione di un *set* di strumenti *ideale*, che presenti congiuntamente caratteri di efficienza e di equità e possa essere considerato come *benchmark* nel momento in cui si proceda alla valutazione degli strumenti effettivamente a disposizione.

Le condizioni di efficienza richiedono la conservazione del massimo tra il valore di funzionamento dell'impresa e il valore di liquidazione, evitando distruzioni non necessarie di valore, in un'ottica di minimizzazione dei costi del fallimento, tanto diretti quanto indiretti.

Nel primo caso (costi diretti del fallimento) si fa riferimento a tutti gli oneri strettamente connessi alla gestione della crisi sostenuti nei confronti di soggetti esterni all'impresa, quali ad esempio le spese giudiziarie, gli oneri legali e consulenziali, le spese amministrative e i costi di rinegoziazione del debito; in questo senso uno strumento è efficiente se non comporta eccessivi oneri di procedura e se presenta profili di durata sufficientemente ridotti, che contengano i costi opportunità legati al valore delle alternative potenzialmente praticabili.

Nel secondo caso invece (costi indiretti) il riferimento è alle conseguenze economiche negative che la situazione di crisi esercita sull'impresa, sia prima che venga dichiarato il fallimento (conflitti di interesse tra azionisti e creditori, percezione negativa da parte di clienti e fornitori nonché necessità di selezionare progetti di investimento più in funzione della liquidità prodotta a breve che non dell'incremento atteso di valore), che successivamente (perdite connesse alla liquidazione dei cespiti materiali e immateriali)⁶.

Le condizioni di equità degli strumenti di gestione della crisi impongono invece il rispetto congiunto dei due noti principi della *par condicio creditorum* e della *absolute priority rule*, ossia richiedono la parità di trattamento tra tutti i creditori dell'impresa in crisi nel rispetto dell'ordine delle cause legittime di prelazione (*seniority*); il requisito dell'equità quindi riguarda la definizione di corretti meccanismi di partecipazione al valore di funzionamento o di liquidazione dell'impresa, che incidono direttamente sul livello atteso di perdita subito nelle diverse alternative. In questa sede è importante ricordare che il rispetto dei due principi sopra citati non risponde solo a evidenti ragioni di equità, ma anche di efficienza allocativa *ex-ante*: al momento dell'erogazione dei fondi, infatti, i finanziatori valuteranno l'efficienza del *corpus* normativo vigente sotto il profilo in esame, incorporando nel rendimento richiesto il rischio di subire ingiustificate falcidie in sede concorsuale, rispetto a quanto previsto formalmente nel contratto di finanziamento stipulato. A questo punto dovrebbe risultare piuttosto evidente la rilevanza strategica della natura e delle peculiarità degli strumenti di composizione della crisi,

⁴ Masciandaro D., Riolo F., "Crisi d'impresa e risanamento. Ruolo delle banche e prospettiva di riforma", 1997, Edibank, Milano. A questo proposito, si pensi in quale misura il contenuto e la natura degli strumenti negoziali e giudiziali di composizione della crisi possano incidere sulle modalità di reperimento del capitale di rischio e di credito e dei fattori produttivi, incluso il lavoro.

⁵ Erzegovesi L., Aldrighetti F., Progetto FIRB-SMEFIN, "Il crisis management nella prospettiva economico-aziendale. Valutazione dell'efficacia della riforma in una prospettiva economico-aziendale", 2006.

⁶ La distinzione tra costi diretti e indiretti del fallimento è tratta da Barontini R., "Costi del fallimento e gestione della crisi nelle procedure concorsuali", in Caprio L. (a cura di), 1997, Mediocredito Lombardo, pp. 79-210.

che non solo influenzano il valore delle imprese in difficoltà ma anche quello delle imprese *in bonis*, poiché il livello del rischio percepito di perdite incide direttamente sulle condizioni contrattuali definite con i finanziatori, e quindi varia la gamma di investimenti efficienti potenzialmente realizzabili⁷.

Come si vedrà tra breve, così come accade in generale per la maggior parte delle politiche economiche, anche all'interno della legislazione fallimentare è possibile ravvisare un evidente *trade-off* tra gli obiettivi di efficienza e di equità, che implica l'impossibilità di individuare nella realtà strumenti e procedure ideali: l'efficienza intesa come massimizzazione del valore dell'impresa in crisi, infatti, trova spesso ostacoli nel conflitto fra le parti in causa, che genera rilevanti costi di agenzia e può tradursi in perdite di quel valore che s'intende per l'appunto massimizzare⁸. Questo sarà particolarmente chiaro nel prossimo paragrafo, nel quale si potrà notare come a seguito della recente riforma della legge fallimentare si sia realizzato un nuovo sistema che si concentra sugli aspetti dell'efficienza a scapito, spesso, dell'equità, mentre il sistema ante-riforma faceva premio sull'equità a scapito dell'efficienza; ciò significa che, inevitabilmente, la ricerca di miglioramenti in un ambito determina *deficit* nell'altro, in una sorta di gioco a somma zero dove non sembra possibile conseguire benefici netti in entrambe le dimensioni.

2.2. Gli strumenti per la soluzione delle crisi d'impresa alla luce della recente riforma della legge fallimentare

L'obiettivo principale del presente paragrafo è quello di presentare una sintesi degli strumenti negoziali e delle procedure concorsuali finalizzati alla gestione delle crisi d'impresa, concentrando l'attenzione sugli aspetti giuridici più rilevanti ai fini del presente lavoro, ossia sugli aspetti normativi che maggiormente incidono sulla costruzione di possibili modelli decisionali per la composizione delle situazioni di crisi.

Il quadro normativo che regola la materia è stato modificato dalla recente riforma del diritto fallimentare, il cui processo ha preso avvio nel 2005, con l'approvazione del "decreto competitività" (d.l. 35/2005 convertito con l. 80/2005), ed è successivamente proseguito nel 2006 con l'emanazione della riforma organica delle procedure concorsuali (d.lgs. 5/2006), per consolidarsi definitivamente con l'entrata in vigore del decreto correttivo (d.lgs. 169/2007), avvenuta il primo gennaio 2008. Questi interventi progressivi hanno in gran parte modificato ed integrato il testo della ben nota "legge fallimentare" (R.D. 16 marzo 1942, n. 267), accogliendo le istanze di cambiamento a lungo invocate, giustificate dalla manifesta inadeguatezza della vecchia legge a far fronte al mutato scenario delle crisi d'impresa.

La legge del 1942 infatti prefigurava un quadro normativo fondato su alcuni principi cardine, che possono essere così sintetizzati⁹:

- La grande impresa protetta e dunque sottratta (di fatto, se non di diritto), alla procedura fallimentare, grazie all'intervento economico dello Stato.
- La liquidazione coatta amministrativa per le imprese rilevanti sotto il profilo pubblicistico, per le quali l'insolvenza era reputata evento di fatto e di diritto possibile.
- Il fallimento per l'imprenditore individuale e l'impresa medio-piccola.

⁷ Capasso A., "Aspetti proprietari e governo d'impresa", 1996, Cedam, p. 108.

⁸ Bertoli G., "Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore", 2000, EGEA, p. 19.

⁹ Cfr. Bertoli G. (2000), pp. 54-55.

- Il concordato preventivo come strumento premiale riservato all'imprenditore "meritevole" di sottrarsi alle conseguenze infamanti del fallimento formulando un'offerta ai creditori.
- L'istituto dell'amministrazione controllata ideato per le imprese in "temporanea difficoltà", ma in concreto sovente operante come prologo al fallimento.

Come si può notare, la vecchia disciplina si ispirava ad una finalità essenzialmente liquidatoria dell'impresa insolvente e ad una tutela accentuata dei diritti dei creditori, determinando un completo spossessamento del patrimonio del debitore che veniva posto in una condizione di assoluta incapacità di disporre, anche con effetti extra concorsuali e di tipo personale, del proprio patrimonio. In tale quadro, la finalità recuperatoria del patrimonio imprenditoriale finiva per trovare collocazione secondaria rispetto allo scopo sanzionatorio del fallimento.

Questa procedura nei decenni si è rivelata non più adeguata agli scopi che l'evoluzione socio-economica intende attualmente realizzare nelle situazioni di insolvenza imprenditoriale, e quindi il legislatore italiano ha scelto di allinearsi agli altri Stati membri dell'Unione Europea, introducendo una nuova disciplina concorsuale per la regolamentazione delle crisi, fondata su procedure interpretate non più in termini meramente liquidatori-sanzionatori, ma piuttosto come destinate ad un risultato di conservazione dei mezzi organizzativi dell'impresa, assicurando la sopravvivenza, ove possibile, di questa e, negli altri casi, procurando alla collettività, ed in primo luogo agli stessi creditori, una più consistente garanzia patrimoniale attraverso il risanamento e il trasferimento a terzi delle strutture aziendali¹⁰.

Alla luce di queste considerazioni, è possibile ora presentare gli strumenti operativi che l'impresa può utilizzare per programmare un percorso di uscita dalla crisi, in seguito alla nuova riforma, in ognuna delle due possibili prospettive alternative, rappresentate dal risanamento o dalla liquidazione; tali strumenti, oltre che in base alla finalità (risanamento o liquidazione), possono essere distinti secondo la loro natura: a questo proposito è possibile individuare strumenti propriamente negoziali, che si fondano interamente sull'autonomia negoziale delle parti (senza alcun tipo di protezione legale), strumenti negoziali "qualificati", che si differenziano dai primi per il fatto di essere sottoposti a precisi vincoli di validità, e procedure concorsuali, che si svolgono interamente sotto il coordinamento e il controllo da parte dell'autorità giudiziaria.

Questo secondo profilo (natura degli strumenti) fa quindi riferimento al livello di formalizzazione dello strumento, che naturalmente è inversamente proporzionale rispetto all'autonomia contrattuale e di azione riservata ai vertici aziendali: tanto meno è burocratizzata la procedura, tanto più ampi saranno i margini di negoziazione privata tra proprietà e *stakeholder*, al costo però della riduzione degli effetti di certezza e protezione che la legge riserva alle procedure concorsuali e agli strumenti negoziali "qualificati".

Sulla base di questi criteri di suddivisione (natura e finalità), è possibile costruire la seguente tabella, nella quale sono indicati i principali strumenti attualmente a disposizione per la gestione delle crisi¹¹:

¹⁰ Relazione illustrativa al d. lgs. 5/2006 "Riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali a norma dell'art. 1, comma 5, della legge 14 maggio 2005, n. 80", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 12 del 16/01/2006, supplemento ordinario n. 13. La relazione è reperibile sul sito www.parlamento.it/leggi/deleghe.

¹¹ La tabella è tratta da Aldrighetti F., Savaris R., "La riforma delle procedure concorsuali e i modelli di gestione dell'impresa in crisi", Progetto SMEFIN, luglio 2008, p. 4.

	Finalità di risanamento	Finalità di liquidazione
Strumenti negoziali	<ul style="list-style-type: none"> • Accordi stragiudiziali (accordi di <i>workout</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> • Liquidazione ordinaria
Strumenti negoziali “qualificati”	<ul style="list-style-type: none"> • Piani attestati di risanamento • Accordi di ristrutturazione dei debiti 	
Procedure concorsuali	<ul style="list-style-type: none"> • Concordato preventivo (con finalità di risanamento) 	<ul style="list-style-type: none"> • Concordato preventivo (con finalità di liquidazione) • Fallimento (con o senza concordato fallimentare)

Tabella 1 Gli strumenti per la soluzione delle crisi d'impresa nella nuova legge fallimentare

Nei prossimi paragrafi saranno analizzati nel dettaglio i piani attestato di risanamento, gli accordi di ristrutturazione dei debiti, il concordato preventivo e il fallimento, che sono gli strumenti più rilevanti tanto da un punto di vista giuridico quanto sul piano pratico (in termini di impiego nei casi reali di gestione della crisi).

I restanti due strumenti (gli accordi di *workout* e la liquidazione ordinaria) possono invece essere così sintetizzati: i primi si sostanziano in accordi privati tra la proprietà e principali creditori finanziari (di norma le banche) finalizzati alla ristrutturazione delle passività e a tutti gli interventi necessari per ricomporre la situazione di crisi¹²; la liquidazione ordinaria invece prevede la cessione delle attività aziendali e al riparto del loro valore di liquidazione tra i creditori e la proprietà, ed eventualmente sfocia in una procedura concorsuale (fallimento o concordato preventivo) nel caso in cui le risorse ottenute con lo smobilizzo degli *asset* non siano sufficienti a soddisfare integralmente i creditori ed essi non intendano rinunciare alle loro posizioni. La nuova riforma invece ha abrogato l'istituto dell'amministrazione controllata, ovvero quella procedura concorsuale secondo la quale un imprenditore temporaneamente impossibilitato a pagare i propri debiti chiedeva al Tribunale che la gestione della propria impresa e l'amministrazione dei propri beni fossero controllate per un periodo massimo di due anni, al fine di tutelare gli interessi dei creditori e cercare di evitare il fallimento; questa procedura concorsuale, però, negli anni ha dimostrato di non essere soddisfacente per la tutela degli interessi dei creditori e quindi è stata soppressa (considerando la nuova duplice natura del concordato preventivo, che può presentare anche finalità di risanamento).

Naturalmente la trattazione che segue non pretende di essere completamente esaustiva da un punto di vista giuridico e professionale, ma mira essenzialmente a presentare le maggiori novità apportate dalla riforma in merito ai temi più rilevanti ai fini della valutazione alternativa degli scenari di liquidazione e di risanamento, in particolare a seguito dell'introduzione dei due nuovi istituti “qualificati” sopra presentati, che saranno infatti i primi ad essere analizzati.

In generale è necessario però anticipare che per accedere agli strumenti negoziali “qualificati” e alle procedure concorsuali l'attuale disciplina richiede il rispetto di tre requisiti fondamentali, che mirano a legare la possibilità di accesso agli strumenti alla natura dell'attività esercitata, alla dimensione e allo stato di salute dell'impresa:

¹² Tradizionalmente questi accordi sono rappresentati principalmente dalle convenzioni bancarie di salvataggio e dai concordati stragiudiziali.

- **Requisito soggettivo:** l'impresa deve esercitare un'attività commerciale, e quindi restano esclusi dall'assoggettabilità alle procedure concorsuali, oltre agli imprenditori agricoli ed agli enti pubblici che esercitano in via esclusiva o prevalente un'attività economica, anche tutti i piccoli imprenditori, siano essi imprenditori individuali che collettivi.
- **Requisito dimensionale:** sono ammesse le imprese commerciali che congiuntamente hanno presentato negli ultimi tre esercizi un attivo patrimoniale di ammontare superiore a 300.000 euro, hanno realizzato in almeno uno di essi ricavi lordi per almeno 200.000 euro e hanno un ammontare di debiti, anche non scaduti, superiore a 500.000 euro¹³.
- **Requisito oggettivo:** fa riferimento allo stato di salute dell'impresa; come già anticipato, il legislatore prevede che gli strumenti finalizzati al risanamento sono utilizzabili dall'impresa in crisi, mentre le procedure concorsuali sono riservate alle imprese insolventi¹⁴.

2.2.1.I piani attestati di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti

I piani attestati di risanamento (art. 67 c.3 lett. d LF) e gli accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182 bis LF) rappresentano, come anticipato, le due nuove figure introdotte dalla riforma del diritto fallimentare quali strumenti “qualificati” di composizione della crisi, finalizzati al risanamento dell'impresa, e possono essere interpretati come evoluzioni degli accordi stragiudiziali accennati in precedenza, rispetto ai quali presentano caratteri di certezza e protezione legale. I due istituti, che si fondano sul presupposto oggettivo dello stato di crisi, verranno analizzati parallelamente, sulla base di cinque aspetti principali: i requisiti per il riconoscimento, il processo di formazione, la struttura, l'esecuzione e il monitoraggio e gli effetti.

Requisiti per il riconoscimento

Il piano attestato di risanamento è uno strumento di programmazione del percorso di risanamento di un'impresa in crisi, mentre gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis della legge fallimentare sono strumenti più articolati che hanno l'obiettivo di riprogrammare le passività rappresentanti una determinata percentuale dei crediti: nei secondi, quindi, la ristrutturazione del passivo costituisce l'obiettivo stesso dello strumento, mentre nel caso dei piani attestati essa è solamente strumentale alla continuità dell'impresa¹⁵. Per ottenere il riconoscimento, il piano attestato deve essere giudicato come efficace (cioè idoneo a garantire la composizione del disequilibrio finanziario) e sostenibile (cioè coerente con la realtà e concretamente attuabile) da un professionista abilitato; gli accordi di ristrutturazione dei debiti invece, per essere omologati, richiedono il raggiungimento di un accordo con i creditori rappresentanti almeno il 60% dei crediti, unitamente ad una relazione di un

¹³ La riforma a questo proposito ha introdotto un'inversione dell'onere della prova, nel senso che spetta al debitore provare la sussistenza dei requisiti di esenzione dalle procedure (e quindi la mancanza di uno dei tre requisiti dimensionali).

¹⁴ La distinzione tra i concetti di crisi e insolvenza è già stata ampiamente descritta in precedenza. Le norme non sono comunque molto precise e si limitano a precisare che “per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza” (art. 160 c.2 LF), lasciando quindi all'imprenditore la discrezionalità di chiedere l'ammissione alla procedura di concordato preventivo sia quando è in stato di vera e propria insolvenza sia quando questa sia solo probabile (data la duplice finalità possibile dell'istituto del concordato preventivo).

¹⁵ Cfr. Aldrighetti F., Savaris R., (2008), p. 29.

professionista indipendente “sull’attuabilità dell’accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei”¹⁶.

Come si può notare, mentre nei piani attestati di risanamento il consenso dei creditori è necessario solo qualora il pagamento non regolare dei crediti rappresenti un presupposto fondante la ragionevolezza del piano stesso, negli accordi di ristrutturazione dei debiti il consenso di una maggioranza qualificata del ceto creditorio (60%) rappresenta una *conditio sine qua non* per l’efficacia dell’accordo¹⁷.

Processo di formazione

Il processo di formazione è profondamente diverso nei due casi: il piano attestato non è soggetto ad alcun regime di pubblicità e di controllo preventivo da parte dell’autorità giudiziaria, mentre gli accordi di ristrutturazione dei debiti prevedono una prima fase legata alla costruzione del piano e alla negoziazione con i creditori per raggiungere l’accordo, e una seconda relativa alla validazione dell’accordo approvato (pubblicazione nel registro delle imprese¹⁸ e giudizio di omologazione del Tribunale). La riservatezza garantita dal legislatore nel caso dei piani attestati è funzionale alla natura dello stesso strumento: la diffusione al mercato della notizia dello stato di crisi dell’impresa potrebbe infatti rappresentare un ostacolo rilevante per la realizzazione del piano di risanamento delineato¹⁹.

Struttura

I contenuti dei piani attestati di risanamento e degli accordi di ristrutturazione dei debiti non sono fissati in modo stringente dal legislatore, che quindi ha lasciato agli imprenditori ampia libertà di negoziazione per identificare le operazioni ritenute più opportune per porre rimedio alla situazione di crisi; di norma i principali provvedimenti riguardano la riconfigurazione del passivo, mediante accordi di dilazioni di pagamento, consolidamento del debito, conversione dei crediti in capitale di rischio dell’impresa e concessione di nuova finanza.

La differenza più rilevante tra piani attestati e accordi di ristrutturazione dei debiti quindi non fa riferimento ai contenuti e alla struttura, quanto piuttosto alle finalità: mentre infatti i primi mirano esclusivamente al risanamento dell’impresa²⁰, i secondi possono essere utilizzati sia con finalità di risanamento che in una prospettiva liquidatoria, quindi il concetto di idoneità della struttura del piano è differente nel caso degli accordi di ristrutturazione, nei quali il giudizio di applicabilità va relazionato alla specifica finalità del piano. Naturalmente il giudizio di adeguatezza del piano, in entrambi i casi, si fonda anche su considerazioni relative alle modalità di redazione del piano, che deve essere in grado di evidenziare con chiarezza ed analiticità le strategie di risanamento previste dall’imprenditore.

Per questo il piano deve esplicitare tutti i parametri utilizzati per la sua formulazione e le *assumption* adottate, identificare variabili *driver* legate con i risultati attesi (per consentire analisi di sensitività in presenza di scenari alternativi), proiettare l’analisi in un orizzonte

¹⁶ Novellato art. 182 bis c.1 LF, a seguito del decreto correttivo (d. lgs. 12/09/2007, n. 169). Dalla norma risulta evidente che i creditori non aderenti all’accordo devono essere soddisfatti regolarmente, cioè alla scadenza del loro credito e per l’intero ammontare.

¹⁷ Nel caso in cui, in un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis, tra i creditori vi sia anche l’Amministrazione finanziaria, la formazione del consenso da parte dell’Erario deve seguire l’*iter* previsto dalla disciplina della transazione fiscale (art. 182 ter LF).

¹⁸ La norma prevede che entro trenta giorni dalla pubblicazione, e quindi dalla iscrizione nel registro delle imprese, i creditori ed ogni altro interessato (ad esempio i creditori dei creditori aderenti al piano, preoccupati per le sorti del loro credito) possono proporre opposizioni sulle quali deve decidere il tribunale.

¹⁹ Cfr. Aldrighetti F., Savaris R., (2008), p. 29.

²⁰ Nonostante la finalità sia unica, i piani attestati di risanamento possono prevedere tanto la continuazione diretta dell’attività imprenditoriale quanto l’affidamento dell’intero complesso o di un ramo d’azienda ad un terzo.

temporale sufficientemente lungo per consentire un risanamento progressivo ma comunque non superiore, di norma, ai 3-5 anni (per avere previsioni attendibili); inoltre, come richiesto in tutte le attività di *budgeting* e *forecasting*, il piano deve evidenziare obiettivi intermedi che consentano un monitoraggio continuo dei risultati effettivamente raggiunti e quindi permettano l'eventuale introduzione di azioni correttive e di interventi *in itinere* per adeguare il piano alle nuove condizioni. Affinché ciò sia possibile, evidentemente, è necessario che le singole operazioni previste dal piano siano valutate in termini strumentali rispetto alle finalità del piano stesso, ossia in termini di contributo relativo alla realizzazione degli obiettivi di risanamento.

Esecuzione e monitoraggio

Per entrambi gli strumenti il monitoraggio rappresenta una fase fondamentale, intrinsecamente legata alla natura stessa degli strumenti, che, fondandosi su previsioni, includono una fisiologica componente di aleatorietà, che implica la necessità (che il legislatore prevede in capo all'imprenditore o, in alternativa, a un comitato di tecnici attestatori) di rilevare eventuali scostamenti da quanto previsto nel piano e di adottare le dovute azioni correttive, per fare in modo che il piano sia in ogni momento idoneo a consentire il risanamento.

Questo aspetto non è rilevante solo in termini meramente teorici, ma anche a livello strettamente operativo, infatti il legislatore, alla lettera d) del terzo comma del novellato art. 67 della legge fallimentare²¹, prevede che sono esenti da revocatoria “*gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria e la cui ragionevolezza sia attestata da un professionista iscritto nei 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*”.

Quindi nel momento in cui il *gap* tra previsioni e realtà sia significativo, ossia quando l'ipotesi contenuta nel piano non sia più realizzabile oppure lo sia secondo profili temporali ed economici incompatibili con il piano stesso²², potrebbe venire meno la copertura, nella forma di esenzione da revocatoria, per gli ulteriori atti di esecuzione del piano.

La differenza più evidente tra piani attestati di risanamento ed accordi di ristrutturazione dei debiti, con riferimento all'esecuzione e al monitoraggio, consiste nel fatto che nei secondi la mancata omologazione non comporta solo la mancata esenzione da revocatoria fallimentare (come accade per i piani attestati), bensì ha come effetto che il Tribunale, ove fossero state presentate, nei confronti del debitore, istanze di fallimento, ai sensi dell'art. 6 della legge fallimentare²³, dovrà procedere alla verifica della sussistenza dello stato di insolvenza dell'imprenditore e, in caso di esito positivo, dichiararne il fallimento; la necessità di questa istruttoria deriva dal fatto che, come detto in precedenza, il presupposto oggettivo richiesto per la presentazione di un accordo per la ristrutturazione dei debiti sia lo stato di crisi, anziché l'insolvenza²⁴.

Effetti dei due strumenti

In entrambi i casi il principale effetto consiste nel fatto che gli atti, i pagamenti e le garanzie poste in essere in esecuzione del piano non sono soggetti all'azione di revocatoria fallimentare nel caso di insuccesso dei piani e di conseguente fallimento dell'impresa.

²¹ La norma è valida tanto per i piani attestati di risanamento quanto per gli accordi di ristrutturazione dei debiti.

²² Cfr. Aldrighetti F., Savaris R., (2008), p. 26.

²³ Secondo il quale “*il fallimento è dichiarato su ricorso del debitore, di uno o più creditori o su richiesta del pubblico ministero*”.

²⁴ Panzani L., “*Il D.L. 35/2005 e la riforma della l. fall.*”, in www.fallimentonline.it, sez. Opinioni, 15 s..

Un altro aspetto che accomuna i due istituti riguarda i profili di responsabilità civile e penale dei soggetti che partecipano all'azione di risanamento: a questo proposito, il legislatore ha precisato che il finanziamento erogato in esecuzione di uno specifico piano (di risanamento o di ristrutturazione dei debiti) non possa configurare una responsabilità di concessione abusiva di credito in capo al finanziatore, così come non sono ravvisabili responsabilità penali per l'imprenditore in caso di fallimento del piano.

A questo proposito, nel caso in cui l'esperimento dei due strumenti sia vano e sfoci in una procedura concorsuale, ad esempio il fallimento, la legge non fornisce indicazioni in merito alla natura dei crediti sorti in occasione del tentativo di risanamento: in assenza di indicazioni, la costante giurisprudenza ritiene plausibile la non prevedibilità dei crediti stessi in caso di successivo fallimento.

Nel caso dei piani attestati di risanamento i creditori estranei all'accordo possono proporre di propria iniziativa azioni esecutive o cautelari sul patrimonio dell'impresa debitrice, mentre nel caso degli accordi di ristrutturazione dei debiti, per escludere la possibilità di alterazioni sostanziali della situazione patrimoniale dell'impresa prima del completamento della formazione dell'accordo e della pubblicazione, si prevede, all'art. 182 bis della legge fallimentare, che *“dalla data della pubblicazione e per sessanta giorni i creditori per titolo e causa anteriore a tale data non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore”*.

In sostanza quindi, con l'introduzione di questi due strumenti (le cui caratteristiche principali sono presentate in modo schematizzato nella tabella 2), il legislatore ha voluto rafforzare la gestione dei processi di *turnaround*, mediante la previsione di istituti dotati di precisi requisiti formali, idonei a proteggere i creditori dai rischi a cui essi sarebbero esposti in presenza di semplici accordi stragiudiziali; questi rischi sono essenzialmente quelli della revocatoria fallimentare, ossia dell'invalidamento degli atti posti in essere in esecuzione o in funzione del piano, la responsabilità penale per la concessione abusiva di credito all'imprenditore in crisi e il concorso in possibili reati fallimentari.

	Piani attestati di risanamento (art. 67 c.3 LF)	Accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182 bis LF)
Requisiti per il riconoscimento	<ul style="list-style-type: none"> • Efficacia (idoneità a riequilibrare la situazione finanziaria) • Sostenibilità (concreta attuabilità) 	<ul style="list-style-type: none"> • Accordo con creditori che rappresentino almeno il 60% del ceto creditorio • Attuabilità (pagamento regolare dei creditori non aderenti all'accordo)
Processo di formazione	<ul style="list-style-type: none"> • Nessun regime di pubblicità e nessun controllo preventivo da parte dell'autorità giudiziaria (non c'è il controllo del Tribunale con giudizio di omologazione) 	<ul style="list-style-type: none"> • Costruzione del piano e negoziazione con i creditori • Valutazione dell'accordo raggiunto (pubblicazione nel R.I. e giudizio di omologazione del Tribunale)

Struttura	<ul style="list-style-type: none"> • Ampia libertà nei contenuti • Finalità: solo risanamento • Principali contenuti: riconfigurazione del passivo, conversione di crediti in capitale di rischio, concessione di nuova finanza 	<ul style="list-style-type: none"> • Ampia libertà nei contenuti • Finalità: risanamento/liquidazione • Principali contenuti: riconfigurazione del passivo, conversione di crediti in capitale di rischio, concessione di nuova finanza
Esecuzione e monitoraggio	<ul style="list-style-type: none"> • Monitoraggio a opera dell'imprenditore o di tecnici attestatori • Inefficacia del piano: mancata esenzione da revocatoria fallimentare 	<ul style="list-style-type: none"> • Monitoraggio a opera dell'imprenditore o di tecnici attestatori • Mancata omologazione: verifica da parte del tribunale dei presupposti per la dichiarazione di fallimento
Effetti	<ul style="list-style-type: none"> • Esenzione da revocatoria degli atti, pagamenti, garanzie poste in essere in esecuzione del piano attestato • Esclusione dalla responsabilità civile e penale connessa a finanziamenti funzionali al piano attestato • Non prededucibilità della nuova finanza in caso di fallimento • Possibilità di azioni individuali di natura esecutiva o cautelare sul patrimonio dell'impresa da parte di creditori estranei all'accordo 	<ul style="list-style-type: none"> • Esenzione da revocatoria degli atti, pagamenti, garanzie poste in essere in esecuzione degli accordi di ristrutturazione dei debiti • Esclusione dalla responsabilità civile e penale connessa a finanziamenti funzionali agli accordi di ristrutturazione dei debiti • Non prededucibilità della nuova finanza in caso di fallimento • Sospensione delle azioni individuali di natura esecutiva o cautelare sul patrimonio dell'impresa

Tabella 2 Sintesi della disciplina dei piani attestati di risanamento e degli accordi di ristrutturazione dei debiti

2.2.2. Il concordato preventivo

Come accennato in sede di introduzione degli strumenti di gestione e soluzione delle crisi aziendali, l'istituto del concordato preventivo, a seguito della riforma della legge fallimentare, può essere utilizzato tanto con finalità di liquidazione (come da tradizione) quanto con la finalità di giungere ad un risanamento dell'impresa, come conferma la definizione, illustrata in precedenza, di un requisito oggettivo più ampio dell'insolvenza, ossia lo "stato di crisi", che la comprende.

Il concordato preventivo, in termini generali, può essere definito come una procedura che ha lo scopo di organizzare la formazione del consenso di una maggioranza qualificata di creditori su una proposta di riprogrammazione delle passività elaborata dall'imprenditore in stato di crisi o insolvenza, similmente a quanto accade negli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis della legge fallimentare presentati in precedenza; a differenza di questi ultimi, però, nei quali il consenso viene raggiunto dall'imprenditore mediante negoziazione *extra* procedura con i creditori, nel concordato preventivo la formazione del consenso rappresenta l'oggetto stesso della procedura, e quindi è sottoposta al rispetto delle norme previste dalla legge fallimentare. Inoltre, il concordato preventivo può prevedere, a differenza di quanto prescrive l'art. 182 bis LF, il pagamento non integrale anche dei creditori appartenenti ad una classe di

creditori dissenzienti, in deroga al rigido principio della *par condicio creditorum*, ossia può imporre ai creditori dissenzienti o estranei un pagamento parziale del proprio credito; il secondo comma del novellato articolo 160 della legge fallimentare, infatti, a proposito dell'ammissibilità della proposta di concordato preventivo, stabilisce che *“la proposta può prevedere che i creditori muniti di diritto di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicato nella relazione giurata di un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lettera d). Il trattamento stabilito per ciascuna classe non può avere l'effetto di alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione”*.

Prima di procedere ad un'analisi specifica della disciplina del concordato preventivo, sulla base dello stesso schema utilizzato per gli strumenti negoziali “qualificati” di risanamento, è necessario ricordare che il concordato preventivo si differenzia significativamente dal concordato fallimentare, in quanto la natura giuridica del secondo non potrà mai essere la medesima del primo: non solo perché a differenza del concordato fallimentare quello preventivo non si inserisce all'interno di un preesistente processo esecutivo, ma anche perché il legislatore ha valorizzato la proposta del debitore ed il consenso o il dissenso del creditore anche quali espressioni dell'autonomia privata e non solo quali meri atti processuali. In questo senso il concordato preventivo è ontologicamente avulso da una procedura esecutiva, è alternativo alle procedure esecutive, non svolge la funzione pubblicistica di chiudere la procedura esecutiva; anzi, ha la funzione di evitare la dichiarazione di fallimento e l'apertura di una procedura esecutiva²⁵. Di seguito vengono presentati gli aspetti principali dell'istituto del concordato preventivo così come modificato dalla nuova legge fallimentare, analizzando i requisiti, l'*iter* di formazione, la struttura, il monitoraggio e l'esecuzione e gli effetti.

I requisiti del piano di concordato preventivo

La recente riforma ha abolito i requisiti soggettivi di cui all'art. 160 della vecchia legge fallimentare²⁶, ed ha quindi eliminato quei requisiti di meritevolezza che erano fortemente limitativi per l'accesso alla procedura, prevedendo che l'omologazione del concordato preventivo abbia un effetto esdebitativo a prescindere dai meriti dell'imprenditore.

Anche nel caso del piano di concordato preventivo, così come visto in precedenza con riferimento ai piani attestati di risanamento e agli accordi di ristrutturazione dei debiti, la proposta concordataria formulata dall'imprenditore è sottoposta ad un controllo da parte di un professionista appartenente ad una delle categorie previste dall'art. 28 c.1 lett. a) e b) della legge fallimentare²⁷, che è chiamato ad esprimere un giudizio in merito alla veridicità dei dati aziendali e alla fattibilità del piano; anche in questo caso, come per gli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis LF, l'attuabilità del piano andrà valutata in relazione alla strategia impostata dal debitore (risanamento o liquidazione).

In sostanza, quindi, la relazione del professionista certifica la corrispondenza della documentazione prodotta con la contabilità aziendale nonché la correttezza sostanziale di quest'ultima nei limiti in cui un approfondito e coscienzioso controllo può consentire (in

²⁵ Jachia G., “Nuova prima lettura del concordato preventivo”, in Il Caso.it, Sezione II, documento n.73, ottobre 2007, p.6.

²⁶ Tali requisiti erano i seguenti: l'iscrizione nel registro delle imprese da almeno un biennio; la regolare tenuta della contabilità; il non assoggettamento alla procedura di fallimento o di concordato preventivo nei cinque anni precedenti; la mancanza di condanne per bancarotta o per delitti contro il patrimonio, la fede pubblica, l'economia pubblica, l'industria o il commercio

²⁷ Avvocati, dottori commercialisti, ragionieri, ragionieri commercialisti, nonché studi professionali associati o società tra professionisti aventi gli stessi requisiti professionali.

quanto il professionista è estraneo all'impresa e quindi non potrà mai avere garanzia sulla correttezza dei dati aziendali)²⁸.

L'iter di formazione del concordato preventivo

Una volta predisposto il piano, l'impresa deposita in Tribunale domanda per l'ammissione alla procedura, comprensiva di un'aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa, di uno stato analitico ed estimativo delle attività, dello stato passivo con il dettaglio dell'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione; a questi documenti devono essere allegati anche l'elenco dei titolari di diritti reali o personali su beni di proprietà dell'azienda, nonché il valore dei beni e i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili. La legge prevede che il debitore possa apportare integrazioni al piano entro 15 giorni dal deposito del ricorso per l'ammissione.

A questo punto il Tribunale, verificata la sussistenza del presupposto soggettivo (imprenditore commerciale non piccolo) ed oggettivo (stato di crisi), e ai sensi dell'art. 163 della legge fallimentare, procede ad una valutazione della completezza e della regolarità formale della domanda di ammissione, nonché della documentazione necessaria allegata, ed infine, nel caso in cui la proposta preveda la suddivisione dei creditori in classi, valuta la corretta formazione delle classi stesse. Se il giudizio di ammissibilità che ne deriva è negativo, il Tribunale dichiara inammissibile la proposta e, su istanza del creditore o su richiesta del Pubblico Ministero (previa verifica dei relativi presupposti), dichiara il fallimento del debitore (si esclude quindi la dichiarazione d'ufficio). Nel caso contrario invece, ossia qualora esistano le condizioni di ammissibilità, il Tribunale, con decreto, dichiara aperta la procedura di concordato, mediante la nomina del giudice delegato, la convocazione dei creditori non oltre 30 giorni dalla data del provvedimento, la nomina del commissario giudiziale e il deposito di una somma pari al 50% delle spese previste per la procedura²⁹.

In seguito il commissario giudiziale nominato procede alla verifica dell'elenco dei creditori e dei debitori con la scorta delle scritture contabili, apportando eventuali modifiche: il risultato di questa istruttoria è la redazione di una relazione particolareggiata, da depositarsi almeno tre giorni prima dell'adunanza dei creditori, sulle cause della crisi, sulla condotta del debitore, sulle proposte di concordato e sulle garanzie offerte ai creditori, segnalando anche le operazioni eventualmente intervenute successivamente alla domanda di ammissione. L'organizzazione del voto da parte dei creditori avviene mediante adunanza degli stessi, presieduta dal giudice delegato; a questo proposito il novellato art. 175 della legge fallimentare, al secondo comma, prevede che *“la proposta di concordato non può essere modificata dopo l'inizio delle operazioni di voto”*, per cui il debitore che vedesse respinta la propria proposta, non può più modificarla *in melius* al fine di ottenere un cambiamento nell'atteggiamento dei creditori³⁰. In sede di votazione vale il principio della correlazione tra diritto di voto e sacrificio economico³¹, ossia il diritto di voto è riconosciuto solo ai creditori che possono essere pregiudicati nelle loro ragioni dalla proposta di concordato, cioè ai creditori che non saranno soddisfatti integralmente oppure secondo modalità o profili

²⁸ Mandrioli L., *“Il piano di ristrutturazione nel concordato preventivo tra profili giuridici e aspetti aziendalistic”*, Il Fallimento, 2005, p. 1342.

²⁹ Il decreto correttivo (d. lgs. 169/2007) ha previsto la facoltà del giudice di indicare una somma inferiore, non comunque inferiore al 20% delle spese di procedura.

³⁰ Zanichelli V., *“La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali dopo il d.lg. 12.9.2007, n. 169”*, 2008, UTET, p. 431.

³¹ Il novellato art. 177 c.2 LF prevede infatti che *“i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, ancorché la garanzia sia contestata, dei quali la proposta di concordato prevede l'integrale pagamento, non hanno diritto al voto se non rinunciano in tutto od in parte al diritto di prelazione. Qualora i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca rinuncino in tutto o in parte alla prelazione, per la parte del credito non coperta dalla garanzia sono equiparati ai creditori chirografari; la rinuncia ha effetto ai soli fini del concordato”*.

temporali diversi da quelli previsti contrattualmente: la sterilizzazione del voto dei creditori privilegiati capienti (soddisfatti integralmente e nei tempi prestabiliti) garantisce maggiore equità distributiva e supera la potenziale resistenza strategica degli stessi creditori privilegiati capienti che, in caso di garanzia capiente, potrebbero avere interesse ad opporsi o, comunque, a non approvare un piano finalizzato al risanamento dell'impresa³². La disciplina della maggioranza richiesta per l'approvazione del concordato è stata profondamente modificata tanto dalla riforma organica delle procedure concorsuali quanto dal successivo decreto correttivo; è stato abbandonato il criterio della doppia maggioranza e del *quorum* qualificato per l'approvazione del concordato³³, infatti ora è previsto che, qualora il piano non preveda la suddivisione dei creditori in classi, il concordato debba ritenersi approvato se riporta il voto favorevole dei creditori che rappresentino la maggioranza dei crediti ammessi al voto, intendendosi per tali quelli risultanti dall'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei relativi crediti e delle cause di prelazione, che il debitore, come visto in precedenza, deve avere allegato al ricorso per l'ammissione. Qualora invece siano previste diverse classi di creditori³⁴, il concordato è approvato se riporta il voto favorevole dei creditori che rappresentino la maggioranza dei crediti ammessi al voto in ciascuna classe. In caso di mancato raggiungimento delle maggioranze prescritte, il Tribunale dichiara inammissibile la proposta e, su istanza del creditore o su richiesta del Pubblico Ministero (previa verifica relativi presupposti), dichiara il fallimento del debitore.

La fase successiva dell'*iter*, in caso di approvazione del concordato, coincide con un ulteriore fase di controllo giudiziale, ossia il giudizio di omologazione (verifica della regolarità della procedura e dell'esito della votazione); questo momento è molto importante perché di norma le operazioni strategiche contenute nel concordato sono sospensivamente condizionate al passaggio in giudicato del decreto di omologazione. Una volta constatato l'esito favorevole del voto e la regolarità della procedura, se non vi sono opposizioni da parte di creditori dissenzienti, il Tribunale omologa il concordato con decreto non soggetto a reclamo. Il quarto comma del novellato art. 180 della legge fallimentare prevede inoltre che “*se un creditore appartenente ad una classe dissenziente contesta la convenienza della proposta, il Tribunale può omologare il concordato qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili*”; questo giudizio, noto come *cram down*, importato nel nostro ordinamento dalla legislazione statunitense sull'insolvenza, è molto importante perché riconosce al giudice, in qualche misura, un potere di costrizione nei confronti dei creditori il cui dissenso rispetto alle proposte dell'imprenditore sia ritenuto dal giudice stesso non economicamente giustificato.

Con il decreto di omologazione la procedura di concordato preventivo si chiude; l'omologazione deve intervenire nel termine di sei mesi dalla presentazione della domanda, anche se il termine può essere prorogato per una volta per sessanta giorni.

Come si può notare, l'*iter* burocratico da seguire per giungere al decreto di omologazione, presentato in termini schematici nella figura di seguito, è descritto molto precisamente dal legislatore, per garantire una serie successiva di controlli di carattere professionale e giudiziale a tutela degli interessi delle varie categorie di creditori.

³²Cfr. Aldrighetti F., Savaris R., (2008), p. 37.

³³ La vecchia disciplina del concordato preventivo prevedeva infatti che per l'approvazione della proposta di concordato fosse necessario il raggiungimento di una doppia maggioranza: maggioranza di numero (ossia maggioranza per teste) e maggioranza di somma (ossia per capitali); quest'ultima maggioranza, in particolare, costituiva un elemento spesso ostativo all'approvazione della proposta concordataria, poiché richiedeva il consenso dei due terzi dei crediti chirografari ammessi al voto (votanti o meno).

³⁴ L'analisi delle modalità di suddivisione dei creditori in classi va oltre gli obiettivi del presente lavoro, per cui in questa sede è sufficiente ricordare che le classi dovrebbero essere formate tenendo conto della posizione giuridica dei crediti (prededucibili, privilegiati speciali o generali, chirografari, postergati) e dell'omogeneità di interesse economico dei creditori. Non è tuttavia possibile dividere i membri di una classe omogenea in più classi per privilegiarne alcuni.

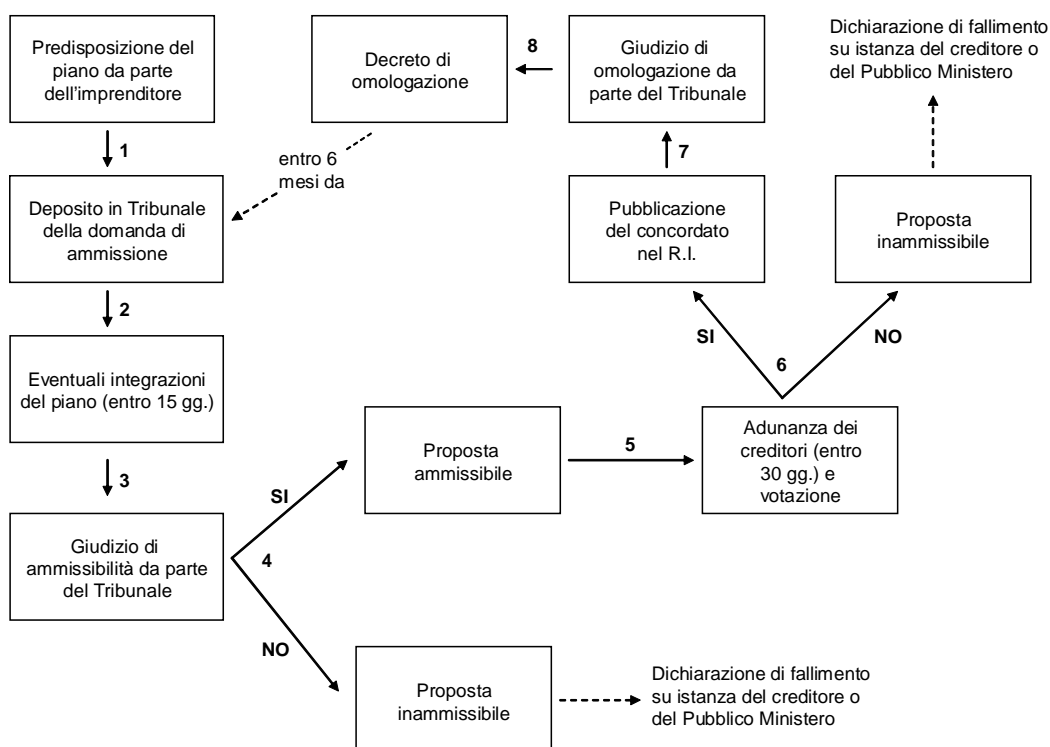


Figura 1 Schematizzazione del processo di formazione del concordato preventivo

La struttura del piano di concordato preventivo

La riforma delle discipline concorsuali ha inciso in modo significativo anche sul contenuto del piano di concordato preventivo: mentre infatti nel sistema ante riforma i contenuti potevano essere ricondotti alle due fattispecie principali del concordato con cessione dei beni (*cessio bonorum*)³⁵ e del concordato con garanzia, attualmente l'imprenditore ha a disposizione una vasta gamma di soluzioni operative, che possono prevedere la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, eliminando la percentuale minima del 40% che l'impresa doveva offrire in pagamento ai creditori chirografari (come era previsto dal concordato con garanzia). La nuova disciplina quindi prevede una notevole duttilità del contenuto del piano, le cui previsioni ben possono comprendere le forme del vecchio concordato preventivo, ma possono dare spazio ad architetture finanziarie anche molto complesse, con ricorso ad operazioni straordinarie, alla costituzione di nuove società, alla trasformazione diretta o indiretta dei crediti in capitale di rischio (mediante attribuzione ai creditori o a società da questi partecipate di azioni o quote), alla attribuzione ai creditori o a società da questi partecipate di obbligazioni, anche convertibili, strumenti finanziari o titoli di debito³⁶.

³⁵ La fattispecie del concordato con *cessio bonorum* è sicuramente stata quella più utilizzata nella prassi, e prevede la cessione delle attività e la ripartizione del ricavato ai creditori.

³⁶ Censoni P.F., "La nuova disciplina del concordato preventivo: requisiti e procedimento di ammissione (artt. 160-176 l.f.)", in atti del convegno su "La riforma della legge fallimentare", ottobre 2005, p.6.

Il monitoraggio e l'esecuzione del concordato preventivo

Il compito di monitorare l'adempimento del concordato preventivo, dopo la sua omologazione, spetta al commissario giudiziale, che deve riferire al giudice delegato ogni fatto dal quale possa derivare pregiudizio ai creditori.

Qualora il debitore ponga in essere comportamenti volti a falsare artatamente la reale composizione dell'attivo e del passivo (ad esempio occultare parti dell'attivo, esporre passività insussistenti³⁷), il commissario giudiziale, ai sensi dell'art. 173 della nuova legge fallimentare, è tenuto a riferirlo tempestivamente al Tribunale, che apre la procedura per la revoca dell'ammissione e, su istanza del creditore o del Pubblico Ministero, dichiara il fallimento dell'impresa. Il decreto correttivo ha fatto chiarezza su questo punto, rispetto alla disciplina precedente, separando il provvedimento con cui il Tribunale revoca l'ammissione al concordato da quello con cui eventualmente dichiara il fallimento dell'imprenditore; in ogni caso, se al concordato preventivo subentra il fallimento, il legislatore prevede che i creditori non debbano subire danni riconducibili al tempo perduto per l'inutile tentato esperimento concordatario. L'art. 186 della legge fallimentare inoltre prevede che ciascun creditore possa chiedere la risoluzione del concordato in caso di inadempimento importante, adempimento non regolare da parte del proponente agli obblighi derivanti dal concordato e garanzie promesse non costituite; lo stesso articolo, rimandando all'articolo 138 LF, relativo al concordato fallimentare, prevede che il concordato può essere annullato dal Tribunale su istanza del commissario giudiziale o di qualunque creditore *“quando si scopre che è stato dolosamente esagerato il passivo, ovvero sottratta o dissimulata una parte rilevante dell'attivo”*.

Gli effetti del concordato preventivo

Il concordato preventivo, a differenza di quanto accade nel fallimento, non ha l'effetto di interrompere l'operatività aziendale e di generare l'esautorazione del debitore dalla gestione, anche se naturalmente, a tutela dei creditori, essa si svolge sotto il controllo del commissario giudiziale; gli atti di straordinaria amministrazione, inoltre, devono essere necessariamente autorizzati dal giudice delegato.

Similmente a quanto visto in precedenza con riferimento ai piani attestati di risanamento e agli accordi di ristrutturazione dei debiti, è prevista l'esenzione da revocatoria degli atti, pagamenti e garanzie poste in essere in esecuzione del concordato preventivo, così come l'esclusione di profili di responsabilità civile e penale connessa al finanziamento di imprese in crisi.

In comune con i soli accordi di ristrutturazione dei debiti, invece, è prevista per il concordato preventivo la sospensione delle azioni individuali di natura esecutiva o cautelare sul patrimonio dell'impresa da parte dei creditori per titolo o causa anteriore al decreto, a partire dalla data della presentazione della domanda di ammissione fino a quando il decreto di omologazione non è definitivo.

Infine, il concordato omologato è obbligatorio per tutti i creditori anteriori³⁸ al decreto di apertura della procedura di concordato e estende i suoi effetti agli eventuali soci illimitatamente responsabili.

Il legislatore inoltre ha risolto i problemi, manifestati nei casi dei piani attestati di risanamento e degli accordi di ristrutturazione dei debiti, relativi alla prededucibilità della nuova finanza, prevedendo che l'erogazione di un finanziamento in esecuzione di un piano di concordato preventivo conferisce al credito la qualifica di prededucibile in caso di successivo fallimento,

³⁷ L'art. 173 LF prevede in dettaglio tutte i comportamenti potenzialmente causa di disposizioni di revoca.

³⁸ Questi tuttavia continuano a conservare impregiudicati i diritti contro i coobbligati, i fideiussori del debitore, gli obbligati in via di regresso e i terzi garanti, verso i quali possono agire per la parte non soddisfatta in via concordataria.

qualora, precisa la costante giurisprudenza in merito, il finanziamento stesso sia stato autorizzato dal giudice delegato ed abbia per oggetto un riequilibrio del capitale circolante netto.

In conclusione, quindi, è possibile notare come il legislatore abbia profondamente rinnovato l'istituto del concordato preventivo, accentuandone la natura negoziale, sopprimendo le condizioni di ammissibilità legate alla figura dell'imprenditore e limitando l'aspetto pubblicistico del controllo giurisdizionale. L'intento della riforma, in sostanza, è stato quello di introdurre uno strumento duttile, che incentivi il debitore a chiedere un regolamento giudiziale del proprio stato di crisi, così da definire a stralcio la propria posizione debitoria mediante un accordo con i creditori sotto il controllo del Tribunale, e conseguire anche un affrancamento, in caso di successivo fallimento, da eventuali azioni revocatorie degli atti esecutivi dell'accordo concluso, a differenza di quanto accadrebbe in caso di accordo stragiudiziale.

2.2.3. Il fallimento

Il fallimento è la procedura concorsuale disposta dall'autorità giudiziaria e diretta a liquidare il patrimonio dell'imprenditore insolvente, al fine di distribuire il ricavato tra i creditori secondo il criterio della *par condicio*, fatte salve le cause legittime di prelazione.

Come si può evincere dalla definizione, il requisito oggettivo per l'accesso alla procedura di fallimento è lo stato di insolvenza dell'impresa, che, ai sensi del secondo comma dell'art. 5 della legge fallimentare, "*si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni*".

A differenza di quanto accade nella procedura di concordato preventivo, nel fallimento l'imprenditore viene esautorato dalla gestione dell'impresa, che passa sotto il controllo dell'autorità giudiziaria per essere amministrata e liquidata nell'interesse dei creditori; la procedura infatti non è finalizzata alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale bensì alla soddisfazione dei creditori attraverso una procedura caratterizzata da tre fasi principali: l'accertamento e la liquidazione dell'attivo, l'accertamento del passivo (per verificare le diverse posizioni dei creditori nei confronti dell'impresa) e il conseguente riparto.

In seguito verranno presentati gli aspetti più interessanti dell'istituto del fallimento, mantenendo, come in precedenza, un approccio orientato all'individuazione e all'analisi degli aspetti più rilevanti in un'ottica gestionale e decisionale, con particolare riguardo alle procedure di riparto, mediante le quali si manifesta tutta la complessità del tema, derivante dalla coesistenza nello stato passivo di posizioni molto variegata e dalla necessità di soddisfare i creditori tenendo conto di tutte le cause legittime di prelazione e degli interessi spesso configgenti.

In particolare, saranno analizzati i temi dell'apertura della procedura, degli effetti della dichiarazione di fallimento, della gestione del patrimonio dell'impresa fallita, della procedura fallimentare nelle tre fasi sopra anticipate ed infine della chiusura del fallimento.

Apertura del fallimento

L'ammissione alla procedura viene dichiarata dal Tribunale in seguito ad una fase istruttoria (c.d. istruttoria pre-fallimentare) volta ad accertare la sussistenza dei requisiti soggettivi, dimensionali e oggettivi descritti in sede introduttiva. Ai sensi dell'art. 6 della legge fallimentare "*il fallimento è dichiarato su ricorso del debitore, di uno o più creditori o su richiesta del Pubblico Ministero*"; in quest'ultimo caso, all'art. 7, il legislatore prevede

puntualmente i casi in cui l'iniziativa può spettare all'autorità giudiziaria (nella persona, appunto, del Pubblico Ministero)³⁹.

Una volta accertati i presupposti per l'ammissione alla procedura, il Tribunale dichiara il fallimento dell'impresa, nominando gli organi preposti alla gestione della procedura stessa, e stabilisce le modalità per l'adunanza dei creditori. Gli organi del fallimento, la loro composizione (per gli organi collegiali) e le relative funzioni sono sintetizzate nella seguente tabella:

ORGANO	FUNZIONI
Tribunale fallimentare	E' l'organo principale investito dell'intera procedura fallimentare. Nomina, revoca e sostituisce gli organi della procedura, quando non è prevista la competenza del Giudice Delegato; tutti i suoi provvedimenti sono pronunciati per decreto.
Giudice delegato	Esercita funzioni di vigilanza e controllo sulla regolarità della procedura e sull'operato del curatore e del comitato dei creditori. Tra l'altro, emette provvedimenti diretti alla conservazione del patrimonio, convoca il curatore e il comitato dei creditori, accerta i crediti e i diritti reali vantati dai terzi, approva il programma di liquidazione e provvede in caso di inerzia del comitato dei creditori.
Curatore	Amministra il patrimonio fallimentare sotto la vigilanza del Giudice Delegato e del comitato dei creditori, procede all'inventario dei beni e appone i sigilli, forma il progetto di stato passivo, predispone il programma di liquidazione, provvede alla vendita dei beni e può sospendere la vendita in caso di offerta migliorativa, predispone il progetto di riparto.
Comitato dei creditori	Vigila sull'operato del curatore e ne propone la revoca, autorizza gli atti (straordinaria amministrazione, programma di liquidazione, esercizio provvisorio, affitto d'azienda, diritto di prelazione, atti di vendita precedenti l'approvazione del programma di liquidazione), esprime pareri e le sue decisioni sono prese a maggioranza dei votanti entro 15 giorni dalla richiesta al presidente. I membri possono svolgere ispezioni sulle scritture contabili e sui documenti della procedura.

Tabella 3 Organi della procedura fallimentare e relative funzioni

Effetti della dichiarazione di fallimento per il debitore e per i creditori

La sentenza dichiarativa di fallimento comporta per il debitore una serie di effetti sia di carattere patrimoniale che di carattere personale (limitazione dei diritti civili); naturalmente ai fini del presente lavoro saranno presentati solo i primi, che riguardano essenzialmente il fenomeno noto come "spossessamento", in base al quale il fallito è privato "dell'amministrazione e della disponibilità dei suoi beni esistenti alla data di dichiarazione di fallimento" (art. 42 LF), che vengono affidate al curatore fallimentare nominato dal Tribunale.

Il legislatore prevede inoltre che tutti gli atti e i pagamenti eseguiti dal fallito dopo la dichiarazione di fallimento sono inefficaci rispetto ai creditori, così come sono ugualmente inefficaci i pagamenti ricevuti dal fallito dopo la sentenza dichiarativa.

Nel caso, molto diffuso nel contesto produttivo italiano, in cui il fallimento sia dichiarato nei confronti di una società di persone, la procedura si estende e coinvolge anche il patrimonio personale dei soci illimitatamente responsabili; nonostante la sentenza di fallimento sia unica, le diverse procedure e le masse fallimentari rimangono distinte, nel rispetto del principio

³⁹ Ossia "quando l'insolvenza risulta nel corso di un procedimento penale, ovvero dalla fuga, dalla irreperibilità o dalla latitanza dell'imprenditore, dalla chiusura dei locali dell'impresa, dal trafugamento, dalla sostituzione o dalla diminuzione fraudolenta dell'attivo da parte dell'imprenditore; quando l'insolvenza risulta dalla segnalazione proveniente dal giudice che l'abbia rilevata nel corso di un procedimento civile".

dell'autonomia patrimoniale della società. Nelle società di persone infatti i creditori sociali sono anche creditori dei singoli soci, ma è evidente che i creditori particolari dei singoli soci non sono creditori sociali: quindi i crediti dichiarati nel fallimento dei singoli soci non possono essere ammessi al fallimento della società, mentre i crediti ammessi al passivo della società si intendono ammessi anche al fallimento dei singoli soci (i creditori sociali possono soddisfarsi sussidiariamente con il riparto dell'attivo dei singoli soci alla pari con i creditori particolari degli stessi).

Con riferimento agli effetti della sentenza di fallimento per i creditori, invece, l'art. 52 della legge fallimentare stabilisce che essa “*apre il concorso dei creditori sul patrimonio del fallito*”, e questo comporta che tutti i crediti devono essere accertati nella procedura fallimentare e ammessi a formare il passivo del fallimento⁴⁰, e che “*salvo diversa disposizione della legge, dal giorno della dichiarazione di fallimento nessuna azione individuale esecutiva o cautelare, anche per crediti maturati durante il fallimento, può essere iniziata o proseguita sui beni compresi nel fallimento*” (art. 51 LF); come si può notare, la riforma ha esteso tale divieto anche ai crediti in prededuzione, ovvero quelli maturati durante il fallimento.

Questo principio generale del divieto di azioni esecutive individuali, che rappresenta uno dei pilastri della procedura fallimentare (che non potrebbe esistere senza di esso), incontra tuttavia alcune rilevanti eccezioni, che riguardano le seguenti categorie di crediti:

- Crediti assistiti da privilegi speciali con diritto di prelazione ai sensi degli articoli 2756 e 2761 del Codice Civile⁴¹, che possono essere realizzati anche mediante azioni individuali, dopo essere stati ammessi allo stato passivo con riconoscimento del diritto di prelazione.
- Crediti assistiti da pegno, ipoteca o privilegio.
- I diritti degli istituti di credito per l'espropriazione dei beni ipotecati a garanzia di finanziamenti concessi, previa presentazione di istanza di insinuazione al passivo da parte degli istituti stessi. L'art. 41 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (d.lgs. 1.9.1993, n. 385), analogamente all'art. 42 dell'abrogato testo unico delle leggi sul credito fondiario (r.d. 16.7.1905, n. 646), consente, invero, agli istituti di credito, in deroga al divieto sancito dall'art. 51 della legge fallimentare, di promuovere o coltivare azione esecutiva individuale su immobili compresi nel fallimento, in costanza del medesimo⁴².
- La compensazione dei crediti e dei debiti verso il fallito: affinché i crediti possano essere compensati, devono essere reciproci ed entrambi preesistenti alla data del fallimento e non è necessario che siano omogenei.

Il fallimento produce anche effetti diversi per i rapporti ancora pendenti alla data di dichiarazione di fallimento e spetta al curatore entro 60 giorni da questa decidere se continuare o no, previa autorizzazione del comitato dei creditori. Il contratto resta sospeso fino al momento della decisione del curatore; la stessa soluzione vale anche per il contratto

⁴⁰ Affinché un soggetto possa essere riconosciuto come creditore dalla procedura concorsuale, deve presentare una istanza di insinuazione al passivo: solo in questo modo egli potrà partecipare alla liquidazione dell'attivo patrimoniale dell'impresa fallita per soddisfare il suo credito.

⁴¹ L'art. 2756 riguarda i crediti per prestazioni e spese di conservazione e miglioramento, mentre l'art. 2761 fa riferimento ai crediti del vettore, del mandatario, del depositario e del sequestratario.

⁴² Come si può notare, a seguito della despecializzazione dell'attività creditizia introdotta dal TUB e della soppressione degli istituti di credito fondiario (intesi come i soli enti autorizzati all'erogazione del credito fondiario), l'esecuzione individuale pendente il fallimento, dapprima riservata agli istituti di credito fondiario con riguardo agli immobili ipotecati a favore dei medesimi, è stata consentita alle banche in genere, per il recupero di particolari finanziamenti erogati dalle stesse.

preliminare. Superato il termine di 60 giorni, il contratto si intende sciolto tacitamente e la scelta del curatore non è in alcun caso fonte di risarcimento danni (art. 72 della legge fallimentare).

La gestione del patrimonio dell'impresa

Come detto in precedenza, con la sentenza dichiarativa di fallimento l'amministrazione e la gestione del patrimonio dell'impresa vengono affidate al curatore, che opera sotto il controllo del comitato dei creditori e del giudice delegato, con l'obiettivo principale di favorire la conservazione e la tutela del valore dei beni aziendali, nell'interesse di tutti i creditori. A tal fine il curatore appone i sigilli sui beni presenti nella sede principale dell'impresa e sugli altri beni del debitore e procede alla redazione dell'inventario, con l'aiuto, eventualmente, di uno stimatore. L'art. 87-bis, al primo comma, prevede inoltre che *“i beni mobili sui quali i terzi vantano diritti reali o personali chiaramente riconoscibili possono essere restituiti con decreto del giudice delegato su istanza della parte interessata e con il consenso del curatore e del comitato dei creditori, anche provvisoriamente nominato”*.

La procedura richiede inoltre che il curatore, oltre a redigere il bilancio dell'ultimo esercizio, provveda alla compilazione dell'elenco dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e diritti di prelazione, nonché l'elenco di tutti coloro che vantano diritti reali e personali, mobiliari e immobiliari, su cose in possesso o nella disponibilità del fallito, con l'indicazione dei titoli relativi.

Ai fini del presente lavoro è però fondamentale capire quali sono gli strumenti operativi che nella prassi consentono di raggiungere l'obiettivo della conservazione del valore dell'impresa, per evitare dispersioni di valore che andrebbero a detrimento degli interessi del ceto creditorio: la legge fallimentare, esplicitamente, prevede due strumenti, ed in particolare l'esercizio provvisorio e l'affitto d'azienda, disciplinati, rispettivamente, dagli articoli 104 e 104-bis della legge fallimentare.

Sebbene accomunati nella disposizione relativa al programma di liquidazione, l'esercizio provvisorio e l'affitto d'azienda differiscono però su punti sostanziali: il primo è caratterizzato dalla prosecuzione dell'attività di impresa sotto la responsabilità del curatore e con oneri gravanti sulla procedura, il secondo, invece, affida l'attività di impresa (e i rischi che le ineriscono) ad un soggetto terzo e senza alcun onere per la procedura.

Il novellato art. 104 della legge fallimentare prevede che *“con la sentenza dichiarativa del fallimento, il Tribunale può disporre l'esercizio provvisorio dell'impresa, anche limitatamente a specifici rami dell'azienda, se dalla interruzione può derivare un danno grave, purché non arrechi pregiudizio ai creditori”*. Perché sia possibile attivare l'esercizio provvisorio è necessario che ricorra il presupposto di un danno “grave” e non più anche “irreparabile”, come prevedeva la vecchia disciplina (in funzione di un utilizzo più esteso dell'istituto). Il danno non deve necessariamente incombere sui creditori, ma, anche in linea con la concezione di impresa come luogo in cui convergono molteplici e differenti interessi, può essere riferito genericamente all'attività imprenditoriale considerata in tutte le sue manifestazioni.

La novità più importante introdotta dalla riforma è però rappresentata dall'aver previsto il potere di cessazione dell'esercizio provvisorio qualora il comitato dei creditori non ravvisi l'opportunità della prosecuzione. La precedente formulazione, infatti, prevedeva, in tale ipotesi, che il giudice potesse ordinare la cessazione dell'esercizio. La nuova norma, invece, al comma 4, è molto più incisiva disponendo che *“se il comitato dei creditori non ravvisa l'opportunità di continuare l'esercizio provvisorio, il giudice delegato ne ordina la cessazione”*. Viene così limitato il potere di intervento nel merito del giudice, che si troverà semplicemente a ratificare la decisione assunta dai creditori.

I contratti pendenti in costanza di esercizio provvisorio proseguono salvo diversa valutazione del curatore, che potrebbe ritenere opportuno sospenderne l'esecuzione o scioglierli; il legislatore della novella prevede inoltre che i crediti sorti durante l'esercizio provvisorio siano soddisfatti in prededuzione.

Dall'analisi appena svolta, risulta chiaro l'intento del legislatore di incentivare un utilizzo maggiore dello strumento, a beneficio dei creditori e dell'impresa stessa. E' bene osservare però che, nonostante la novella legislativa proponga un modello di liquidazione dell'attivo che non si risolve in un mero smembramento dei beni aziendali, l'istituto dell'esercizio provvisorio continua a mantenere una finalità strettamente liquidatoria a cui, perciò, rimane estraneo lo scopo del risanamento⁴³.

In letteratura invece è comune l'idea che possa esserci tentativo di salvataggio, anche ad insolvenza conclamata e purchè siano salvaguardati gli interessi dei creditori, attraverso il ricorso al secondo strumento, ossia l'affitto d'azienda⁴⁴. Attraverso l'affitto d'azienda, infatti, vengono recuperate quelle componenti di impresa che vanno dall'avviamento alla forza lavoro, che non troverebbero alcuna forma di tutela nella liquidazione *tout court* di natura disgregativa. Ovviamente assume rilevanza strategica la scelta, da parte del curatore, dell'affittuario, che, ai sensi del secondo comma dell'art. 104-bis della legge fallimentare, *“deve tenere conto, oltre che dell'ammontare del canone offerto, delle garanzie prestate e della attendibilità del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali, avuto riguardo alla conservazione dei livelli occupazionali”*; il quarto comma dello stesso articolo prevede inoltre che *“la durata dell'affitto deve essere compatibile con le esigenze della liquidazione dei beni”*.

Naturalmente i debiti sorti in costanza dell'affitto non sono imputabili alla procedura ma esclusivamente all'affittuario che li ha maturati⁴⁵ che, così come previsto dalla precedente normativa, continua ad avere un diritto di prelazione sull'acquisto dell'azienda. Rispetto al passato, però, la prelazione può ora essere concessa anche convenzionalmente, su autorizzazione del giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori.

Con riferimento alla gestione del patrimonio dell'impresa, è infine necessario affrontare il tema della revocatoria fallimentare: al fine di tutelare gli interessi dei creditori, è previsto che la procedura invalidi gli atti compiuti dall'impresa insolvente prima della dichiarazione di fallimento e diretti a depauperare il patrimonio dell'impresa stessa o a garantire a taluni creditori una iniqua posizione di vantaggio rispetto ad altri; rispetto all'azione revocatoria ordinaria (o “pauliana”), quella fallimentare è molto più incisiva perché comporta la revoca degli atti compiuti entro un certo lasso temporale antecedente alla data della dichiarazione di fallimento (c.d. “periodo sospetto”).

La disciplina della revocatoria fallimentare ha costituito uno dei temi centrali e dei passaggi nodali nel processo di riforma delle procedure concorsuali, infatti il legislatore della novella ha dimezzato i termini del “periodo sospetto”, ha introdotto un'articolata panoplia di ipotesi di esonero⁴⁶ e ha introdotto termini decadenziali, con l'obiettivo di raggiungere un duplice obiettivo: da un lato evitare che l'utilizzo della revocatoria fallimentare andasse a pregiudicare l'esigenza dei terzi alla stabilità degli atti da essi compiuti con l'impresa fallita prima della dichiarazione di fallimento, dall'altro assicurare una maggiore rapidità delle procedure

⁴³ Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti, *“Osservazioni sullo schema di decreto legislativo recante la riforma organica della disciplina delle procedure concorsuali”*, su www.dottorcommercialisti.net.

⁴⁴ Apice U., *“Soggetti e rapporti giuridici nelle procedure concorsuali”*, 2002, Cedam, p. 262.

⁴⁵ Questo, naturalmente, rende l'istituto dell'affitto d'azienda molto appetibile alla massa dei creditori rispetto all'esercizio provvisorio, che comporta il rischio che maturino debiti che dovranno essere soddisfatti in prededuzione.

⁴⁶ L'elenco completo degli atti che sono esonerati all'azione revocatoria, la cui analisi eccede gli obiettivi di questo lavoro, si può trovare al terzo comma del novellato art. 67 della legge fallimentare.

(considerando che proprio i profili di durata delle procedure rientrano tra i maggiori punti di debolezza della legislazione fallimentare italiana)⁴⁷.

L'accertamento del passivo

La fase dell'accertamento del passivo assume un ruolo centrale nella procedura fallimentare, perché di fatto trasforma i creditori concorsuali in creditori "concorrenti" sul ricavato delle liquidazioni fallimentari; per essere ammesso allo stato passivo, come anticipato in precedenza, il creditore deve presentare apposita domanda di insinuazione al passivo, altrimenti dovrà riservare la sua azione a quando il fallimento sarà concluso e il debitore (un'ipotesi peraltro molto remota) sarà tornato eventualmente *in bonis*.

La regola generale prevede che la verifica dei diritti mobiliari di natura reale e personale venga svolta con la procedura di accertamento del passivo: i beni mobili dovrebbero essere acquisiti all'attivo e, dunque, restituiti qualora fossero già in possesso del titolare del diritto di pegno, il quale dovrebbe insinuarsi al passivo e proporre domanda di rivendicazione, diretta ad accertare il diritto di pegno. Tuttavia, è riconosciuta la possibilità, per i beni mobili sui quali i terzi vantano diritti reali o personali chiaramente riconoscibili e quindi non contestati, di essere esclusi dall'inventario e di essere restituiti ai terzi⁴⁸. A seguito della riforma, anche i diritti reali immobiliari (ipoteca) sono soggetti al procedimento di accertamento del passivo, infatti il nuovo art. 93 della legge fallimentare, al primo comma, prevede che l'oggetto della presentazione di domanda di insinuazione al passivo possa essere tanto un credito quanto la restituzione o rivendicazione di beni mobili ed immobili; ne consegue che il titolare del diritto di ipoteca deve insinuarsi al passivo del fallimento del terzo datore di ipoteca (nella fattispecie l'impresa) e, previa verifica del passivo, può pretendere l'assegnazione del ricavato della vendita del bene appreso all'attivo fallimentare, fino alla concorrenza del credito garantito, secondo le regole fissate dalla procedura fallimentare.

Terminato l'esame di tutte le domande di insinuazione al passivo, il giudice delegato forma lo stato passivo e lo rende esecutivo tramite decreto, il quale può dare vita ad azioni di opposizione (nel caso la propria domanda sia stata respinta o accettata parzialmente), impugnazione (nel caso sia stata accolta, a torto, la domanda di un altro creditore) e revocazione (nel caso in cui si ravvisino dei vizi di forma o di contenuto nei provvedimenti di accoglimento della domanda di un altro creditore concorrente)⁴⁹.

La liquidazione dell'attivo

Attraverso il processo di liquidazione dell'attivo i beni del fallito e quelli che, per effetto della revocatoria, sono ritornati nel suo patrimonio, sono trasformati in denaro ai fini del soddisfacimento dei creditori.

L'art. 104-ter, introdotto a seguito della riforma, prevede che il curatore abbia il compito di redigere, entro 60 giorni dalla redazione dell'inventario, un programma di liquidazione da sottoporre all'approvazione del comitato dei creditori; il terzo comma dell'articolo appena citato precisa inoltre che "*il programma costituisce l'atto di pianificazione e di indirizzo in ordine alle modalità e ai termini previsti per la realizzazione dell'attivo*", confermando l'importanza di tale documento ai fini dell'intera procedura concorsuale.

Un'importante novità introdotta dalla riforma è rappresentata dalla libertà di scelta delle modalità di vendita dei beni dell'attivo attraverso il quale si esplicita il processo di

⁴⁷ Nigro A., Sandulli M., "*La riforma della legge fallimentare*", 2006, Giappichelli.

⁴⁸ Cfr. Aldrighetti F., Savaris R., (2008), p. 66.

⁴⁹ Nel caso dell'opposizione l'azione è proposta dal creditore o dal titolare di diritti su beni mobili o immobili, mentre negli altri due casi (impugnazione e revocazione) l'azione può essere proposta (oltre che dagli stessi soggetti appena menzionati) anche dal curatore.

liquidazione⁵⁰: a seguito di tale intervento, pertanto, diretto a semplificare ed accelerare la procedura, la fase di liquidazione non è più subordinata al deposito del decreto di esecutività dello stato passivo, potendo ora il curatore procedere alla fase liquidatoria, sulla base del programma approvato, a prescindere dalla chiusura dello stato passivo. L'intervento va sicuramente a favore del ceto creditorio, se si considera che il primo comma del novellato art. 105 della legge fallimentare stabilisce che *“la liquidazione dei singoli beni ai sensi degli articoli seguenti del presente capo è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori”*.

L'estrema duttilità del processo di vendita dei beni che deriva dalla riforma ha favorito l'emergere di modalità di cessione degli *asset* nuove, tra le quali la più rilevante è sicuramente la liquidazione dell'attivo mediante il conferimento in una o più società (anche di nuova costituzione) dell'azienda o di specifiche aree strategiche di affari; in questo caso i creditori della *new-co* possono agire solo nei confronti della stessa, il cui patrimonio non è aggredibile dai creditori concorsuali.

La ripartizione dell'attivo

La procedura di riparto rappresenta il processo di ripartizione tra i creditori dei proventi derivanti dalla liquidazione dell'attivo, e quindi è un momento cruciale dell'intera procedura fallimentare perché è in esso che si manifestano eventuali perdite a carico dei creditori e quindi l'insolvenza si manifesta in tutta la sua pervasività.

La procedura ha inizio con la divisione delle somme da distribuire in due masse distinte, a seconda della natura mobiliare o immobiliare dei beni venduti. La massa immobiliare deriva quindi dalla dismissione di beni immobili e quelle ricavate dall'alienazione separata delle loro pertinenze, nonché i frutti degli immobili e delle stesse pertinenze; la massa mobiliare invece accoglie il ricavato dalla vendita di beni mobili, il recupero di crediti, i proventi della cessione di partecipazioni societarie, nonché i ricavi dell'eventuale esercizio provvisorio.

Una volta stabilita la consistenza della massa mobiliare e di quella immobiliare, è necessario procedere ad una graduazione dei crediti, che tenga conto della presenza e del grado di eventuali cause legittime di prelazione⁵¹ e consenta quindi di stabilire l'ordine di distribuzione sequenziale dei proventi delle masse. A questo proposito, come previsto dall'art. 111-bis della nuova legge fallimentare, è necessario considerare in primo luogo i crediti prededucibili, che sono sottratti alla legge del concorso e sono soddisfatti con priorità assoluta, infatti *“possono essere soddisfatti ai di fuori del procedimento di riparto se l'attivo è presumibilmente sufficiente a soddisfare tutti i titolari di tali crediti”* attingendo al *“ricavato della liquidazione del patrimonio mobiliare e immobiliare, tenuto conto delle rispettive cause di prelazione, con esclusione di quanto ricavato dalla liquidazione dei beni oggetto di pegno ed ipoteca per la parte destinata ai creditori garantiti”*. Sono crediti prededucibili quelli qualificati come tali da specifiche disposizioni di legge oppure quelli sorti in occasione (es. spese giudiziarie) o in funzione (es. nuova finanza erogata nel tentativo di esperimento concordatario) delle procedure concorsuali.

Per quanto riguarda invece la presenza di crediti assistiti da prelazione, il trattamento è differenziato a seconda che la prelazione insista sulla massa mobiliare o immobiliare.

⁵⁰ Il nuovo art. 107 LF, al secondo comma, stabilisce infatti che *“il curatore può prevedere nel programma di liquidazione che le vendite dei beni mobili, immobili e mobili registrati vengano effettuate dal giudice delegato secondo le disposizioni del codice di procedura civile in quanto compatibili”*.

⁵¹ Nel caso in cui i crediti collocati al medesimo grado non possano essere integralmente soddisfatti, essi vanno pagati in proporzione, calcolando il rapporto tra la somma a disposizione dell'intera classe di creditori e l'ammontare dei crediti appartenenti alla classe stessa.

Nel primo caso, ai sensi dell'art. 111-quater, i privilegi speciali e quelli generali sono collocati in un'unica graduatoria, implicando la necessità di soddisfare i crediti assistiti da privilegio generale di grado anteriore attingendo anche al ricavato della liquidazione dei beni gravati da privilegio speciale di grado successivo, lasciando eventualmente incapienti i relativi crediti; i creditori privilegiati speciali comunque non possono percepire più di quanto ricavato dal bene oggetto della garanzia.

Nel caso della massa attiva immobiliare, invece, è previsto che essa debba essere frazionata in un numero di sottomasse pari al numero degli immobili liquidati, in relazione a ciascuna delle quali si crea una graduatoria con al vertice i crediti assistiti da privilegio speciale, poi i crediti ipotecari secondo l'ordine di iscrizione ed infine i crediti con collocazione sussidiaria sugli immobili; questi ultimi, nel caso in cui la massa mobiliare non sia capiente, concorrono per la parte non soddisfatta sull'eventuale residuo immobiliare.

L'ultima categoria di crediti da soddisfare in sede di riparto è rappresentata dai crediti chirografari, che vengono individuati per esclusione rispetto ai crediti con prelazione e si caratterizzano per non essere assistiti da alcun tipo di privilegio o di garanzia reale. È importante ricordare che lo *status* di chirografario ha natura relativa e non assoluta; si pensi ad esempio al caso in cui il credito concesso all'impresa sia garantito da ipoteca iscritta su beni di terzi: in questo caso il finanziatore assume la posizione di creditore chirografario perché i beni oggetto della garanzia non rientrano nell'attivo patrimoniale dell'impresa, bensì in quello di un terzo ("terzo datore di ipoteca").

Ovviamente il procedimento appena descritto ha semplicemente l'obiettivo di evidenziare la logica della procedura di riparto, ma nella realtà la ripartizione dell'attivo è improntata al principio di speditezza ed economicità, prevedendosi che la distribuzione dei ricavi sia effettuata man mano questi vengano realizzati. In particolare il curatore deve presentare il piano di ripartizione dell'attivo (prospetto delle somme disponibili e un progetto di ripartizione di tali somme) con cadenza quadrimestrale (e non più ogni due mesi, come in precedenza), ovvero nel diverso termine indicato dal giudice delegato. Questa modifica interviene su una previsione che nella prassi frequentemente non veniva rispettata, vale a dire la presentazione con cadenza bimestrale delle ripartizioni dell'attivo. Si conferma peraltro la natura ordinatoria del nuovo termine, per cui l'eventuale inosservanza della scadenza non comporta di norma alcuna conseguenza se da tale omissione non derivi un danno.

La chiusura del fallimento

L'art. 118 della legge fallimentare prevede puntualmente quattro casi di chiusura della procedura fallimentare, oltre a quello del concordato fallimentare, a cui è dedicata una disciplina a parte, che è stata accennata in precedenza in sede di analisi del concordato preventivo. Tale articolo prevede che la procedura di fallimento si chiude nei seguenti casi:

- se nel termine stabilito nella sentenza dichiarativa di fallimento non sono state proposte domande di ammissione al passivo;
- quando, anche prima che sia compiuta la ripartizione finale dell'attivo, le ripartizioni ai creditori raggiungono l'intero ammontare dei crediti ammessi, o questi sono in altro modo estinti e sono pagati tutti i debiti e le spese da soddisfare in prededuzione;
- quando è compiuta la ripartizione finale dell'attivo;
- quando nel corso della procedura si accerta che la sua prosecuzione non consente di soddisfare, neppure in parte, i creditori concorsuali, né i crediti prededucibili e le spese di procedura.

L'aspetto più importante della chiusura del fallimento, alla luce della nuova riforma (art. 142 LF), è sicuramente rappresentato dall'introduzione della disciplina dell'esdebitazione e la disciplina del relativo procedimento; l'esdebitazione in sostanza consiste nella "liberazione" del debitore (persona fisica) dai debiti residui nei confronti dei creditori concorsuali non soddisfatti integralmente qualora:

- abbia cooperato con gli organi della procedura, fornendo tutte le informazioni e la documentazione utile all'accertamento del passivo e al proficuo svolgimento delle operazioni;
- non abbia in alcun modo ritardato o contribuito a ritardare la procedura;
- non abbia violato le disposizioni relative alla gestione della propria corrispondenza;
- non abbia beneficiato di altra esdebitazione nei dieci anni precedenti la richiesta;
- non abbia distratto l'attivo o esposto passività insussistenti, cagionato o aggravato il dissesto rendendo gravemente difficoltosa la ricostruzione del patrimonio e del movimento degli affari o fatto ricorso abusivo al credito;
- non sia stato condannato per bancarotta fraudolenta o per delitti contro l'economia pubblica, l'industria e il commercio, e altri delitti compiuti in connessione con l'esercizio dell'attività d'impresa, salvo che per tali reati sia intervenuta la riabilitazione. Se è in corso il procedimento penale per uno di tali reati, il tribunale sospende il procedimento fino all'esito di quello penale.

Come si può notare, l'esdebitazione è concessa a condizione che il fallito sia considerato "meritevole" in quanto non si sia reso protagonista di comportamenti ostativi o fraudolenti nei confronti del ceto creditorio e abbia collaborato con gli organi della procedura per il proficuo e celere realizzarsi della stessa. La riforma quindi ha trasferito il concetto di meritevolezza dall'ambito dei requisiti per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo a quello della chiusura della procedura fallimentare, premiando non tanto gli imprenditori che formalmente rispettano determinati requisiti⁵², quanto piuttosto coloro che hanno contribuito attivamente ed onestamente alla riuscita del procedimento fallimentare.

2.3. L'importanza di modelli decisionali per il *crisis management* alla luce della riforma fallimentare

Comunque si voglia giudicare nel merito la politica perseguita dai riformatori della legge fallimentare, è certo che la stessa è stata portata avanti con coerenza e determinazione soprattutto per quanto attiene alla decisa "privatizzazione" delle procedure, non solo limitando significativamente l'intervento del giudice, ma spostando il baricentro del potere degli organi privatistici in favore del ceto creditorio. D'altra parte, l'accresciuta complessità dell'organizzazione delle attività economiche ha imposto in tutto il mondo una riconsiderazione delle procedure concorsuali basate sulla liquidazione atomistica degli *asset* aziendali e sulla distribuzione del ricavato ai creditori, e la definizione di soluzioni alternative di carattere negoziale che consentono la ristrutturazione e il salvataggio (totale o parziale) delle attività aziendali, quando non addirittura dell'impresa intesa come ente giuridico. Queste soluzioni alternative (il cui esempio più evidente è rappresentato dai piani attestati di

⁵² La disciplina ante riforma infatti, come già detto, legava la possibilità di accedere al concordato preventivo a condizioni quali, tra le altre, l'iscrizione nel registro delle imprese da un biennio e la regolare tenuta della contabilità.

risanamento) prevedono ed incoraggiano la ricerca di intese private tra proprietà e creditori, che possano potenzialmente ridurre i tempi delle procedure ed innalzare i tassi di recupero dei crediti rispetto a quanto accadrebbe nel caso di una liquidazione fallimentare di stampo tradizionale, senza peraltro assoggettare l'intera procedura ad una totale assenza degli effetti di protezione legale.

Le soluzioni concordate si innestano principalmente (ma non esclusivamente) su procedure non liquidatorie e rispondono ad una logica di mercato, di autonomia privata e di criterio del valore. Esse hanno una funzione economica fondamentale: incentivare la collaborazione del debitore (inteso sia come imprenditore singolo, sia come *management* dell'imprenditore collettivo).

Un primo bilancio dei risultati conseguiti dalla nuova riforma fallimentare in Italia evidenzia luci ed ombre: le luci fanno riferimento alla crescita delle procedure di concordato preventivo, mentre le ombre sono imputabili alla drastica riduzione dell'area di fallibilità delle imprese.

Il primo aspetto è confortante ed indica una buona riuscita della riforma sostanziale che ha interessato l'istituto del concordato preventivo, che, come ampiamente dimostrato in precedenza, si è sempre più avvicinato nelle finalità agli accordi negoziali stragiudiziali: i dati⁵³ evidenziano che nel primo quadrimestre del 2007 si è registrato un incremento del 60% delle procedure di concordato preventivo rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente; in particolare i casi di concordato preventivo hanno riguardato oltre il 65% delle diverse procedure concorsuali, contro una quota che tra il 2003 e il giugno del 2006 è oscillata tra il 26% e il 49%.

I concordati fallimentari invece sono rimasti sostanzialmente stabili nel quadrimestre, in discreto calo dall'avvio della riforma fallimentare.

Per quanto riguarda invece i punti critici della riforma, è diffusa l'opinione⁵⁴ che il maggior punto di debolezza, solo parzialmente risolto dall'introduzione del decreto correttivo, sia rappresentato dalla previsione di soglie dimensionali delle aziende, necessarie all'accesso alle procedure concorsuali, che sono state presentate in sede di discussione delle tipologie di requisiti per l'accesso alle procedure; l'obiettivo del legislatore, chiaramente, è stato quello di ridurre il numero delle procedure aperte, ma questo non è sicuramente in linea con l'obiettivo di contribuire al miglioramento del sistema economico, soprattutto se si considera che l'apparato produttivo italiano è caratterizzato dalla presenza di un gran numero di unità imprenditoriali di piccole-medie dimensioni, che spesso non rientrano nei parametri dimensionali previsti dalla riforma. Secondo i dati Cerved, prima dell'introduzione del decreto correttivo, le nuove norme avevano comportato l'esclusione dalle procedure concorsuali di circa 193.000 società di capitali (circa il 30% di quelle che hanno depositato il loro bilancio tra il 2003 e il 2006); sembra che anche con l'introduzione del decreto correttivo e con la revisione parziale di tali soglie, i risultati siano piuttosto limitati: il numero di società di capitali che non può fallire passerebbe da circa 193.000 a 162.000, ossia dal 30% al 25% delle società che hanno un bilancio valorizzato per il triennio 2003-2006.

Anche a livello strettamente giudiziario e burocratico, questa scelta sembra presentare una sorta di "effetto *boomerang*": è evidente infatti, che, in caso di crisi di queste piccole realtà produttive, i creditori esclusi si riverseranno su altre aule di Tribunale per esperire le procedure esecutive ordinarie per il recupero dei crediti.

Il problema maggiore a livello economico e finanziario è invece rappresentato dalla presumibile reazione dei finanziatori esterni (in particolari gli istituti di credito) di fronte alla

⁵³ I dati sono tratti dal rapporto Cerved "I fallimenti in Italia e in Europa", menzionato in un articolo del "Sole 24 Ore" a cura di Emanuele Scarci intitolato "Fallimenti, concordato preventivo in forte crescita", 23 luglio 2007.

⁵⁴ Si veda ad esempio Marchesi D., "Riforma fallimentare, resta il problema soglie", Il Sole 24 Ore, 23 settembre 2007.

presenza di requisiti dimensionali così stringenti: è evidente infatti che una banca sceglierà con maggiore difficoltà di concedere credito ad un'impresa piccola, sotto la soglia di accesso al fallimento (se non riversando la quota addizionale di rischio sulle condizioni economiche contrattuali), quando è molto più sicuro prestare fondi ad un'impresa di maggiori dimensioni, che in caso di insolvenza consente il ricorso alle procedure concorsuali.

Prescindendo da queste osservazioni, comunque necessarie per comprendere le prime reazioni del mercato alla novità legislativa, ai fini del presente lavoro è fondamentale comprendere l'impatto della riforma sulle modalità di gestione delle crisi aziendali, soprattutto nell'ottica dell'individuazione di modelli di valutazione delle imprese nelle diverse ipotesi di continuità operativa e di liquidazione, che consentano di adottare dei modelli decisionali fondati su parametri oggettivi di carattere finanziario in grado di ridurre, almeno parzialmente, l'estrema complessità legata all'individuazione dei percorsi ottimali di uscita dalla crisi. E' evidente infatti che le procedure di gestione della crisi sono intrinsecamente complesse, perché sostanzialmente si configurano come meccanismi di composizione del conflitto d'interesse tra soggetti con convenienze diverse⁵⁵.

La sempre maggiore rilevanza di soluzioni di carattere negoziale alle crisi d'impresa impone l'obbligo di sviluppare ad attuare modelli di misurazione e di allocazione del valore dell'impresa che possano essere utilizzati nel processo di scelta; la possibilità, prevista dal legislatore, di intervenire quando l'impresa si trova in uno stato embrionale di crisi non ancora manifestatosi in vera e propria insolvenza, mediante soluzioni concordate di risanamento, pone il problema di considerare la validità dell'opzione negoziale rispetto a quella liquidatoria, in termini di tassi di recupero dei crediti e di tempistica (tenendo conto della natura delle posizioni e dei diritti vantati dai diversi soggetti sul patrimonio dell'impresa).

Un ulteriore fattore che complica l'analisi è sicuramente la necessità di considerare e valutare le diverse alternative a disposizione per l'uscita dalla crisi non solo dal punto di vista dell'efficienza, intesa come massimizzazione del valore dell'impresa in crisi, bensì anche sotto il profilo dell'equità, intesa come distribuzione degli eventuali sacrifici economici da sostenere.

La teoria infatti prevede che la scelta fra le alternative della liquidazione e del risanamento dovrebbe essere guidata dal criterio della minimizzazione dei costi derivanti dalla crisi e ricadere, quindi, su quella soluzione che è in grado di garantire l'allocazione ottimale delle risorse possedute dall'impresa e il contenimento dei costi connessi alla gestione della crisi; in questa prospettiva, l'impresa dovrebbe essere pertanto liquidata solo ove si ritenesse di ottenere in tal modo un controvalore netto superiore al valore dell'impresa in attività (il cosiddetto valore di *going concern*) al netto dei costi per mantenerla in vita. Nonostante questo è evidente che trasformare questa affermazione teorica in precisi modelli di valutazione implica la necessità di introdurre ipotesi ed assunzioni che derivano dall'esigenza di ridurre e modellizzare la complessità dei rapporti economici reali, al costo naturalmente di una perdita di corrispondenza tra modello e realtà; attraverso un modello, ovviamente, non sarà mai possibile rappresentare realisticamente l'insieme complesso di fattori idiosincratici che incidono sull'ottimalità delle diverse ipotesi di uscita dalla crisi, *a fortiori* se si considera che l'assunzione della presenza di attori economici informati e razionali spesso si rivela fuorviante ed eccessivamente semplicistica.

Questi aspetti problematici sono però comuni a tutte le analisi fondate sulla costruzione di modelli, che, per definizione, sono rappresentazioni semplificate della realtà: questo quindi non esclude l'importanza di definire dei modelli di proiezione dei percorsi possibili di composizione della crisi, che contengano tanto la simulazione delle scelte che massimizzano

⁵⁵ Cercone R., Coppola G., Corsini D., "Recupero crediti e crisi dell'impresa. La contrapposizione di interessi come ipotesi interpretativa", 1998, Banche e Banchieri, n.2, p. 140.

l'utilità di ciascun *stakeholder* quanto le implicazioni in termini gestionali delle diverse soluzioni concretamente attuabili.

La recente riforma fallimentare ha ulteriormente enfatizzato l'importanza di valutare soluzioni alternative per la gestione delle crisi d'impresa: si pensi ad esempio alla norma presente nel concordato preventivo (illustrata in precedenza) che consente il pagamento parziale dei creditori privilegiati a condizione che essi risultino comunque soddisfatti in misura almeno pari a quella che si sarebbe realizzata in caso di liquidazione dei beni e dei diritti su cui insiste la causa di prelazione. L'importanza del problema si coglie analizzando anche l'istituto introdotto dalla riforma e noto come *cram down*, in base al quale, come già detto in sede di analisi dell'omologazione del concordato preventivo, il Tribunale può (in presenza di concordato pluriclasse) omologare il concordato anche in caso di opposizione da parte di un creditore appartenente ad una classe dissenziente solamente se ha verificato che la soluzione concordataria non implica un trattamento sfavorevole rispetto a quello derivante dalle alternative praticabili. E' evidente che in entrambi i casi è necessario dotarsi di un modello che simuli l'opzione di liquidazione fallimentare ed evidenzi il trattamento riservato da tale opzione ai creditori privilegiati, per confrontare la convenienza relativa delle due soluzioni (concordato preventivo e fallimento) e per giustificare, eventualmente, il pagamento parziale dei privilegiati (nel primo caso) e l'omologazione del concordato (nel secondo caso).

L'obiettivo dei prossimi capitoli (terzo capitolo, dedicato all'ipotesi di liquidazione e quarto capitolo, dedicato all'ipotesi di continuità operativa) sarà proprio quello di giungere alla definizione di modelli di valutazione che siano in grado di supportare il processo decisionale per la gestione delle situazioni di crisi aziendale, cercando di introdurre nell'analisi i numerosi punti di connessione che emergono tra i diversi strumenti di gestione della crisi e che, come appena evidenziato, appaiono ancora più evidenti alla luce della nuova riforma fallimentare.

3. Un modello di valutazione finanziaria a supporto della gestione delle crisi in ipotesi di liquidazione

L'obiettivo principale del presente capitolo e di quello successivo, come anticipato, è quello di delineare dei modelli decisionali a supporto del *crisis management*, sulla base di modelli di valutazione finanziaria che consentano di evidenziare in termini il più possibile oggettivi i risultati derivanti dall'adozione dei diversi strumenti di risoluzione delle crisi aziendali e i rispettivi profili di convenienza; naturalmente, la complessità del tema rende necessario l'impiego di assunzioni e di stilizzazioni.

In primo luogo è necessario comprendere a livello *corporate* la convenienza relativa tra continuazione dell'attività e liquidazione, facendo affidamento su criteri che assumano come variabile decisionale fondamentale il valore dell'impresa, la cui massimizzazione resta l'obiettivo finanziario primario anche in una situazione di crisi: è evidente, infatti, che qualora il valore di liquidazione di un complesso aziendale fosse superiore al suo valore di funzionamento, l'impresa, in assenza di prospettive di risanamento, avrebbe convenienza a procedere alla liquidazione degli *asset* ed alla cessazione dell'attività operativa. In quest'ottica, ogni impresa con la ragionevole aspettativa, dopo un'eventuale riorganizzazione, di un tasso di rendimento pari al costo dei capitali investiti dovrebbe essere conservata, mentre ogni altra dovrebbe essere liquidata.

Posto in questi termini, il problema sembrerebbe di facile soluzione, perché esclusivamente fondato su considerazioni di carattere finanziario volte alla massima valorizzazione dell'impresa, in un'ottica di efficienza; già in chiusura del secondo capitolo, però, è stato evidenziato come la crisi d'impresa non possa essere considerata come un fenomeno

puramente finanziario, perché si configura come una situazione nella quale il rapporto tra creditori ed impresa debitrice entra in conflitto, a causa dell'incapacità di quest'ultima di fare fronte regolarmente alle proprie obbligazioni. La gestione della crisi infatti comporta il consumo di risorse sia per far pervenire alla collettività dei creditori quanto può essere recuperato dall'impresa insolvente sia per regolare i possibili conflitti tra quanti vantano diritti patrimoniali su di essa⁵⁶; ogni ipotesi procedurale, quindi, deve contenere implicitamente un'ipotesi di soluzione della crisi che rappresenti anche il punto di composizione delle convenienze di tali soggetti.

Il rapporto tra regole del gioco per la crisi (descritte nel secondo capitolo) ed eventuali soluzioni di risanamento, infatti, è assai stretto, non fosse altro perché gli incentivi dei diversi attori coinvolti nelle ipotesi di risanamento sono fortemente condizionati dai *payoff* ottenibili nella situazione alternativa, vale a dire di liquidazione.

L'impresa può essere valorizzata, a seconda dei casi, attraverso diverse soluzioni, la cui convenienza deve essere di volta in volta valutata: dal risanamento in capo allo stesso imprenditore o a seguito della sostituzione del gruppo di comando, alla liquidazione del patrimonio, in forma aggregata (cessioni d'azienda o di rami) o atomistica.

L'evidenza empirica però dimostra come l'elemento unificatore, rappresentato dall'obiettivo comune della massima valorizzazione dell'impresa, si scontri con una serie di problemi che rendono difficile l'individuazione di procedure ideali di risoluzione della crisi; queste problematiche fanno riferimento principalmente a due ordini di questioni⁵⁷:

- in primo luogo l'efficienza intesa come massimizzazione del valore dell'impresa trova ostacoli nel conflitto d'interesse che spesso si instaura tra le diverse parti in causa e quindi nei conseguenti costi d'agenzia;
- il secondo problema consiste sostanzialmente nel fatto che la questione della massimizzazione è diversa se affrontata dopo la dichiarazione d'insolvenza dell'impresa (efficienza *ex-post*) rispetto al caso in cui la situazione di crisi non abbia ancora condotto l'impresa ad una procedura concorsuale (efficienza *ex-ante*).

Il primo problema, ossia quello relativo ai conflitti tra i diversi attori coinvolti nella situazione di crisi, comporta la difficoltà di giungere a quella situazione di equilibrio che gli studiosi di microeconomia definirebbero "Pareto-efficiente"⁵⁸: le crisi aziendali, infatti, sono situazioni ad altissimo potenziale di conflitto d'interessi, in cui i tentativi di migliorare la propria posizione da parte di ciascun soggetto (anche attuando comportamenti che sarebbero perfettamente legittimi in circostanze normali) possono incidere negativamente sul benessere degli altri; ciò risulterà particolarmente evidente quando saranno analizzati i modelli di scelta dei diversi attori.

Il secondo problema, relativo alla distinzione tra efficienza *ex-ante* ed efficienza *ex-post*, non è importante solo in termini teorici, ma comporta la necessità di focalizzare l'indagine su aspetti diversi: nelle valutazioni *ex-post*, a crisi ormai palese, il problema principale è determinare la sorte migliore dell'impresa, nonché l'ottima allocazione dei diritti su di essa, mentre nelle indagini *ex-ante* la crisi è solo uno dei possibili destini dell'impresa, e pertanto assumono rilievo maggiore i problemi di incentivazione dei vari soggetti coinvolti⁵⁹.

⁵⁶ Caprio L., "Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia", 1997, Mediocredito Lombardo.

⁵⁷ Cornelli F., Felli L., "Efficiency of bankruptcy procedures", 1994, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 245.

⁵⁸ In microeconomia, un equilibrio è definito Pareto-efficiente se, spostandosi dallo stesso, non è possibile migliorare la posizione di qualcuno senza peggiorare quella di qualcun altro.

⁵⁹ Belcredi M., "Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria", 1995, Vita e Pensiero, p. 8.

Nella trattazione che segue, l'analisi è prevalentemente del primo tipo (*ex-post*), anche se verranno introdotti di volta in volta spunti analitici propri delle indagini *ex-ante*, relativi agli incentivi dei diversi soggetti a preferire una soluzione di composizione del dissesto rispetto ad un'altra. In sostanza, quindi, un modello finanziario che abbia l'obiettivo di fornire un supporto al *crisis management* deve inevitabilmente combinare gli aspetti di efficienza (massimizzazione del valore aziendale) con quelli di equità (distribuzione di eventuali perdite tra i diversi *stakeholder*). Il presente capitolo, in particolare, si pone l'obiettivo di descrivere analiticamente un modello elaborato per la valutazione dell'opzione di liquidazione che, partendo dalla simulazione di un processo di riparto in sede fallimentare, evidenzia i *payoff* ottenibili dai creditori in ipotesi di liquidazione e consente di delineare delle regole di scelta ottimali per i creditori stessi (sulla base della loro specificità) nel percorso di ricomposizione della crisi dell'impresa debitrice.

La struttura del capitolo può essere così schematizzata:

- in primo luogo sono presentati i fondamenti giuridici alla base del modello sviluppato per l'ipotesi di liquidazione (§ 3.1) e la definizione della procedura per la determinazione, a livello aggregato, del valore di liquidazione (§ 3.2);
- in seguito si procede alla presentazione analitica e formale del modello nelle sue diverse fasi (§ 3.3), seguita da un semplice esempio numerico in grado di evidenziare in termini applicativi il funzionamento del modello stesso (§ 3.4);
- successivamente, sulla base del modello sviluppato, vengono analizzati i profili di convenienza tra risanamento e liquidazione per le diverse categorie di creditori (§ 3.5);
- infine, viene presentata un'interpretazione finanziaria del modello ai fini del calcolo del *facility rating* (§ 3.6) ed in seguito sono presentati brevemente i potenziali ambiti di applicazione dell'intero modello alla luce della nuova riforma fallimentare (§ 3.7).

Prima di procedere alla presentazione del modello, è opportuno ricordare che per l'implementazione dello stesso è stato utilizzato il foglio di calcolo multidimensionale *Quantrix Modeler*, le cui caratteristiche ben si adattano alla necessità di trattare simultaneamente un ammontare significativo di dati nel rispetto dei vincoli legislativi previsti dal nostro ordinamento: la natura intrinsecamente pluridimensionale di tale *software*, come si vedrà più avanti, consente infatti di giungere alla definizione di un modello in grado di simulare in termini giuridicamente corretti e precisi una liquidazione fallimentare, e quindi di andare oltre la semplice determinazione del valore di liquidazione, cogliendo la rilevanza delle perdite in capo alle singole categorie di creditori.

3.1. Classificazione dei crediti in base alle cause di prelazione

Nell'ambito del modello oggetto del presente capitolo, è fondamentale innanzitutto introdurre la distinzione tra le diverse categorie di crediti nei confronti dell'impresa, sulla base della presenza o meno di determinate cause di prelazione; la posizione del creditore nei confronti del patrimonio dell'impresa dipende infatti dalle caratteristiche sostanziali del diritto di credito, che varia in relazione alla forma tecnica utilizzata nel rapporto di finanziamento o alla particolare natura della controparte creditrice: sulla base di queste caratteristiche, il credito può essere assistito da prelazione oppure esserne privo (chirografario). La distinzione tra queste due categorie è fondamentale perché definisce le modalità con cui i creditori possono agire per soddisfare le proprie ragioni di credito e l'ordine con cui vengono soddisfatti

nell'ambito di un procedimento di concorsualizzazione delle passività: i creditori chirografari, infatti, sono subordinati rispetto ai creditori assistiti da prelazione.

Come già detto in precedenza, le cause di prelazione, nella normativa fallimentare italiana, si dividono in due tipologie principali:

- **Privilegi in senso stretto**, ossia titoli di prelazione accordati dalla legge in considerazione della particolare natura o causa del credito; il privilegio può essere generale o speciale: nel primo caso la preferenza si può fare valere sul ricavato della vendita coattiva eseguita su tutti i beni mobili del debitore, mentre nel secondo la prelazione insiste solo sul ricavato della vendita del bene oggetto della garanzia (e nel caso in cui la somma ricavata non sia sufficiente è prevista la partecipazione con i chirografari alla ripartizione della somma residua).
- **Garanzie reali**, che invece assegnano al creditore beneficiario il diritto di soddisfare il proprio credito trattenendo, fino a concorrenza della somma, il corrispettivo ricavato dalla vendita dei beni oggetto della garanzia; qualora tali beni siano immobili o mobili registrati si parla di diritto di ipoteca, mentre se sono beni mobili il creditore beneficia di un diritto di pegno.

Se la tassonomia delle garanzie reali è relativamente semplice e nota, per quanto riguarda quella dei privilegi è necessario effettuare alcune precisazioni, che risultano fondamentali per comprendere gli sviluppi successivi del modello, soprattutto nella fase dedicata alla simulazione del processo di riparto dell'attivo. Il legislatore, infatti, ha suddiviso i privilegi in privilegi mobiliari ed immobiliari, prevedendo un preciso ordine di soddisfazione (*seniority*) dei crediti interessati, che riflette il grado di priorità che l'ordinamento intende attribuire alla protezione degli stessi (sulla base della rilevanza sociale o della meritorietà dell'attività svolta dal creditore). E' importante sottolineare come in questa fase sia necessario quindi suddividere le attività in base alla loro natura (mobiliare o immobiliare) ed attribuire a ciascuna categoria di credito la relativa causa di prelazione, secondo quanto prescritto dalle tabelle che seguono.

Nella tabella 4 sono presentati i principali privilegi mobiliari, ossia quelli che si riscontrano con maggiore frequenza nella realtà delle liquidazioni fallimentari⁶⁰, con l'aggiunta dei crediti chirografari e di quelli di regresso in coda rispetto a quelli privilegiati (gradi 31 e 32):

N° Priv. Mob.	Grado Priv. Mob.	Causa di Prelazione	Oggetto
0	Preded.	Preveducibili massa mobiliare	Crediti per spese e debiti contratti per l'amministrazione del fallimento e spese in procedure anteriori
1	1	Privilegio speciale ex art. 2755 c.c.	Spese di giustizia per atti conservativi o di espropriazione di beni mobili
3	3	Privilegio speciale ex art. 2784 c.c.	Crediti garantiti da pegno
5	5	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.1) c.c.	Crediti per retribuzioni dovute sotto qualsiasi forma ai prestatori di lavoro subordinato

⁶⁰ Nell'applicazione del modello ai casi reali, che si potrà apprezzare nella terza parte di questo lavoro, si è invece fatto affidamento all'intera lista dei privilegi mobiliari ed immobiliari, sulla base degli schemi elaborati da Vincenzo D'Amico e reperibili sul sito www.ilfallimento.it.

6	6	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.2) c.c.	Crediti per le retribuzioni dei professionisti e degli altri prestatori d'opera intellettuale negli ultimi due anni
7	6	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.3) c.c.	Crediti dell'agente per provvigioni dell'ultimo anno e l'indennità di cessazione rapporto
9	7	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.5) c.c.	Crediti dell'impresa artigiana e delle società od enti cooperativi di produzione e lavoro
15	11	Privilegio generale ex art. 2753 c.c.	Crediti per mancato versamento di contributi di assicurazione obbligatoria (INPS, INAIL,...)
16	12	Privilegio speciale ex art. 2771 c.c.	Crediti dello Stato per le imposte IRPEF e IRES sui redditi immobiliari compresi quelli di natura fondiaria non determinabili catastalmente
23	17	Privilegio speciale ex art. 2759 c.c.	Crediti dello Stato per IRPEF, IRES, IRAP afferenti il reddito d'impresa degli ultimi due anni sui mobili che servono all'esercizio delle imprese e sulle merci
36	28	Privilegio generale ex art. 2752 c.1-2) c.c.	Crediti dello Stato per tributi diretti (IRPEF, IRES, IRAP) afferenti i redditi non immobiliari
37	29	Privilegio generale ex art. 2752 c.3) c.c.	Crediti dello Stato per le imposte, pene pecuniarie e soprattasse dovute per norme IVA
38	30	Privilegio generale ex art. 2752 c.4) c.c.	Crediti dello Stato per imposte, tasse e tributi degli enti locali (es. TARSU, TOSAP,...)
39	31	Chirografari, privilegiati incapienti e creditori di regresso diversi dai soci	Creditori chirografari: include creditori di regresso e creditori pignorati per l'eccedenza non soddisfatta rispetto al valore della garanzia
40	32	Crediti postergati e di regresso dei soci	Crediti vantati dai soci

Tabella 4 Principali preferenze sui beni mobili con indicazione delle relative cause di prelazione

Come si può notare dalla Tabella 4, il legislatore ha previsto uno specifico ordine di soddisfazione dei crediti, attribuendo una posizione di favore alle categorie di creditori più meritevoli di tutela: in particolare è importante evidenziare la posizione dei creditori muniti di diritto di pegno e quella dei lavoratori dipendenti, che, in presenza di una massa mobiliare adeguata, hanno un'elevata probabilità di recuperare integralmente (o in misura rilevante) il proprio credito; questo sarà particolarmente evidente nell'applicazione del modello ai casi reali proposti nel quinto capitolo del presente lavoro, in cui si potrà apprezzare come in situazioni anche molto critiche (con masse attive molto esigue) i lavoratori subordinati riescano a recuperare *in toto* i crediti esistenti. Per quanto riguarda invece i privilegi immobiliari, l'ordine di esercizio delle cause di prelazione può essere sintetizzato nella Tabella 5, che, come quella relativa ai privilegi sui beni mobili, include solamente le categorie di privilegio più comunemente riscontrabili nella realtà⁶¹:

⁶¹ I privilegi evidenziati (dall'undicesimo al tredicesimo grado di privilegio immobiliare) rappresentano i privilegi mobiliari con collocazione sussidiaria sugli immobili, che, come detto nel secondo capitolo, se non trovano soddisfazione sul patrimonio mobiliare, possono concorrere sull'eventuale residuo immobiliare per la parte insoddisfatta.

N° Priv. Imm	Grado Priv. Immob.	Causa di Prelazione	Oggetto
0	Preded.	Prededucibili su massa immobiliare	Crediti per spese e debiti contratti per l'amministrazione del fallimento e spese in procedure anteriori in caso di continuazione dell'esercizio dell'impresa
1	1	Privilegio speciale ex art. 2770 c.c.	Spese di giustizia per atti conservativi o di espropriazione di beni immobili
3	3	Privilegio speciale ex art. 2771 c.c.	Crediti dello Stato per le imposte IRPEF e IRES sui redditi immobiliari compresi quelli di natura fondiaria non determinabili catastalmente
6	6	Privilegio speciale ex art. 2772 c.1-2-3 c.c.	Crediti dello Stato per tributi indiretti (sopra gli immobili ai quali si riferiscono)
10	10	Privilegio speciale ex art. 2808 ss. c.c.	Crediti garantiti da ipoteca , secondo l'ordine di iscrizione nei registri immobiliari
11	11	Privilegio generale ex art. 2751 c.c.	Crediti per TFR (ultime tre mensilità e indennità sostitutiva di preavviso)
13-15	12	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.1-2-3 c.c.	Crediti per retribuzioni lavoratori dipendenti , crediti dei professionisti per gli ultimi due anni e crediti dell' agente per l'ultimo anno
17	13	Privilegio generale ex art. 2752 c.3 c.c.	Crediti dello Stato per IVA , pene e soprattasse
18	14	Chirografari, privilegiati incapienti e creditori di regresso diversi dai soci	Creditori chirografari : include creditori di regresso e creditori ipotecari per l'eccedenza non soddisfatta rispetto al valore della garanzia
19	15	Crediti postergati e di regresso dei soci	Crediti vantati dai soci

Tabella 5 Principali preferenze sui beni immobili con indicazione delle relative cause di prelazione

Una volta inquadrato il contesto normativo di riferimento, in questa prima fase introduttiva del modello è necessario considerare l'assetto proprietario dell'impresa oggetto di analisi, che avrà un profondo impatto sulle fasi successive, in particolare in sede di riparto: la distinzione fondamentale naturalmente è quella relativa ai profili di responsabilità dei soci verso le obbligazioni sociali, con l'eventuale indicazione dei soci illimitatamente responsabili e dei relativi patrimoni personali, che possono essere aggrediti nel caso in cui il patrimonio della società non sia sufficiente per fare fronte ai *claim* dei diversi creditori sociali.

Infine è necessario introdurre le *assumption* relative alle variabili generali, ed in particolare alla modalità di imputazione delle spese prededucibili (forfetarie o puntuali) e di calcolo del valore degli *asset*: in quest'ultimo caso è evidente che, qualora vi sia disponibilità di dati, il migliore riferimento è, come detto, al valore di realizzo derivante da specifiche stime effettuate da periti, che riflette il reale valore di scambio delle attività e quindi l'effettivo ammontare monetizzabile mediante l'alienazione delle stesse. La presenza di altre opzioni, come quella della valutazione degli *asset* al valore netto contabile, serve per conferire al modello un buon grado di flessibilità, che consenta di giungere ad una stima del valore di liquidazione pur in assenza di puntuali perizie da parte di esperti (come accade in molte aziende di piccole-medie dimensioni).

3.2. Definizione dello Stato Patrimoniale e stima del valore di liquidazione

La fase centrale del modello, che rappresenta il vero e proprio “cuore” dell’analisi, concerne la definizione del valore di liquidazione attraverso l’inserimento dei dati relativi alle attività e alle passività aziendali ad una certa data, considerata significativa in relazione allo stato di crisi in cui si trova l’impresa.

Il valore di liquidazione, in termini teorici, può essere definito come il valore economico di un’azienda che cessa la propria attività ed è dato dal ricavo ottenibile dalla vendita sul mercato del complesso dei cespiti attivi, al netto delle passività in essere⁶².

Prima di procedere alla descrizione analitica del modello, è quindi necessario ricordare come la stima del valore di liquidazione imponga innanzitutto un cambiamento nell’approccio alla valutazione, rispetto a quanto accade con riferimento a imprese *in bonis* e in funzionamento; ciò deriva essenzialmente dalla diversa natura dell’interesse dei proprietari nei confronti dell’amministrazione d’impresa: essi, nel caso di liquidazione, non pongono più come obiettivo prioritario quello dell’esercizio, il più possibile profittevole, della gestione, bensì quello della monetizzazione, nel minor tempo possibile, dell’investimento, tutelando possibilmente gli interessi dei creditori. Questo comporta una sostanziale modifica dei criteri generali di valutazione, che consiste principalmente nell’abbandono del postulato della continuità aziendale (*going concern*) e nella transizione dalla valutazione a costo storico (valore contabile) a quella a valore di realizzo (per le attività) e di estinzione (per le passività): ciò implica il venir meno della necessità di distinguere le attività tra immobilizzazioni e attivo circolante, poiché tutti i beni e i crediti sono destinati al realizzo diretto sul mercato, secondo i profili temporali più idonei per garantire la realizzazione del massimo risultato in termini di soddisfacimento delle posizioni dei diversi creditori. Questo può avere profonde ripercussioni sull’effettivo ammontare di liquidità generato dalla cessione (unitaria o atomistica) delle attività aziendali: il valore di realizzo netto (ossia al netto degli oneri diretti di realizzo) può infatti essere inferiore al costo storico oppure superiore ad esso (a proposito di quest’ultimo caso si pensi agli immobili acquistati da molti anni e valutati al costo d’acquisto); per le rimanenze di magazzino e le altre attività circolanti, invece, il valore di realizzo è solitamente inferiore al presunto prezzo di vendita sul mercato in ipotesi di normale operatività dell’impresa.

Per quanto riguarda lo **stato attivo**, è necessario ricordare che esso è costituito da tutti i beni (mobili ed immobili) dell’impresa fallita e da quei beni che, per effetto della revocatoria, sono ritornati nel suo patrimonio; tali beni sono valorizzati scegliendo una delle opzioni sopra presentate (preferibilmente il valore di mercato) e sono destinati alla massa mobiliare o immobiliare a seconda della loro natura. L’aver suddiviso, nella fase introduttiva, le attività sulla base della massa di destinazione consente infatti di imputare automaticamente i beni evidenziati nello stato attivo alla massa appropriata, evitando di dover procedere in un secondo tempo alla suddivisione puntuale degli *asset*, con evidenti benefici in termini di riduzione di potenziali errori.

Una volta definita la consistenza e la composizione della massa mobiliare e di quella immobiliare (che di seguito, nella descrizione formale del modello, verranno indicate, rispettivamente, con *MM* e *MI*), è necessario segnalare l’eventuale esistenza di beni di terzi in

⁶² Sulla base di questa definizione, alcuni autori (e.g. Guatri) hanno definito il valore di liquidazione come la valutazione limite del capitale di un’azienda, al di sotto della quale non è possibile scendere; nonostante ciò sia vero da un punto di vista prettamente concettuale e focalizzato sul modello dell’impresa funzionante, nella realtà può accadere, come accennato in precedenza, che il valore di liquidazione, nelle imprese in crisi, possa risultare addirittura superiore a quello di funzionamento. Nonostante ciò, rappresentando un valore di riferimento fondamentale, esso di fatto costituisce un punto di partenza cruciale su cui sviluppare un potenziale modello decisionale a supporto del processo di gestione della crisi.

garanzia (ossia l'esistenza di garanzie reali esterne) e di garanzie personali rilasciate da terzi a favore dell'impresa; questa fase è fondamentale perché attribuisce ai creditori che beneficiano di tali garanzie reali una maggiore protezione in sede di riparto.

In sede di liquidazione fallimentare è opportuno quindi fare riferimento ad una concezione di patrimonio "allargato", che non comprende solamente i beni di proprietà dell'impresa, ma anche quanto realizzabile nei confronti dei soggetti garanti, che è destinato ai beneficiari titolari di prelazione.

A questo naturalmente deve essere aggiunto, nel caso in cui esistano soci con responsabilità illimitata nei confronti delle obbligazioni sociali, il valore di escussione del patrimonio personale di tali soci (a questo proposito si parla di *contingent capital*).

Per quanto riguarda lo **stato passivo**, invece, il modello richiede l'indicazione specifica di ciascun creditore dell'impresa, con l'indicazione dell'ammontare e della natura del relativo credito, che, grazie alla classificazione operata nella fase introduttiva, consente di attribuire automaticamente al credito l'eventuale causa legittima di prelazione e quindi la priorità di soddisfazione dello stesso in sede di ripartizione dell'attivo.

Nel momento in cui l'impresa presta garanzia a favore di terzi, è inoltre necessario procedere all'imputazione delle garanzie personali (tipicamente fideiussioni) e reali concesse a favore di soggetti terzi; in quest'ultimo caso, infatti, l'effetto principale è la riduzione dell'attivo totale a copertura di proprie passività, che implica una potenziale riduzione dell'ammontare effettivamente a disposizione dei creditori sociali.

Sulla base di queste considerazioni, il modello consente di calcolare *ex-ante* il valore di liquidazione, senza il quale non è possibile stimare le perdite attese eventualmente subite dalle diverse categorie di creditori (come si vedrà tra poco nel paragrafo 3.3); in tal senso è possibile identificare, sulla base di quanto descritto finora, una procedura unitaria che consente di determinare il valore dell'impresa liquidata, che è sintetizzata nella seguente figura:

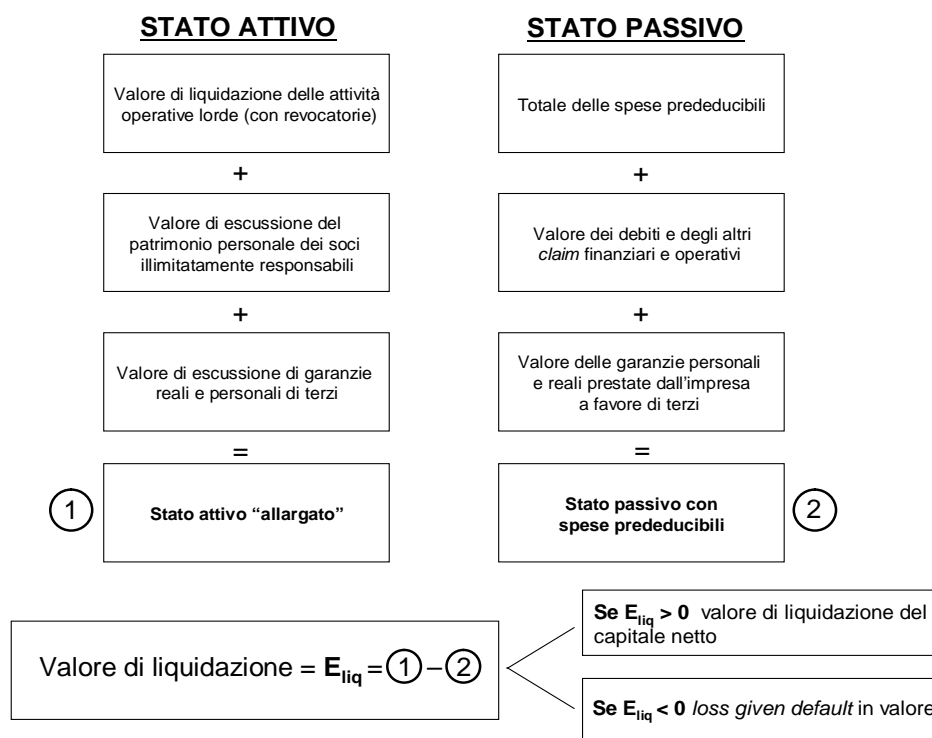


Figura 2 Procedura di determinazione del valore di liquidazione

Come si può notare, il valore di liquidazione corrisponde sostanzialmente alla differenza tra il patrimonio “allargato” definito in precedenza e lo stato passivo comprensivo delle spese prededucibili derivanti dalla procedura fallimentare.

E' importante sottolineare come in situazioni di crisi profonda, che implicano la pressoché totale compromissione delle condizioni di equilibrio economico-finanziario, tale valore potrebbe risultare negativo (e di fatto questo è ciò che accade nella maggioranza delle situazioni di crisi); in questi casi il valore ottenuto non è altro che la perdita complessiva che i creditori, in valore assoluto, sono destinati a sopportare, ossia, in termini finanziari, la ***loss given default (LGD) in valore***, che rappresenta la perdita attesa sulla base delle condizioni patrimoniali dell'impresa.

Nonostante la conoscenza del valore dell'impresa liquidata sia fondamentale per fissare il valore minimo da cui partire per l'elaborazione di eventuali piani di ristrutturazione, è evidente che altrettanto importante è la comprensione della distribuzione del valore di liquidazione tra le diverse categorie di creditori, soprattutto nel caso in cui esso risulti negativo.

Un modello che intenda supportare i processi decisionali per la gestione e la soluzione delle situazioni di crisi, infatti, deve essere in grado di evidenziare l'allocazione della *loss given default* tra le diverse categorie di creditori, per capire quale di esse risulta maggiormente colpita e penalizzata dal processo di liquidazione fallimentare: solo in questo modo infatti sarà possibile, successivamente, giungere alla definizione di eventuali piani di risanamento che comportino per i creditori esiti almeno analoghi (se non migliori) rispetto a quanto ottenibile nell'opzione di liquidazione.

Se a livello preliminare e generale il processo di gestione della crisi richiede un confronto tra il valore di liquidazione e quello dell'impresa funzionante, è evidente infatti che il *proprium* di tale processo sta nei meccanismi di ripartizione delle perdite degli attori.

Proprio a questo obiettivo punta il modello oggetto del presente capitolo, che, a partire dalla situazione patrimoniale sopra delineata, analizza l'allocazione del valore di liquidazione (se negativo, della *LGD* in valore) sulla base di un processo che tenga conto dell'esistenza di garanzie reali associate a determinati crediti e di cause legittime di prelazione (nella forma di privilegi mobiliari ed immobiliari); la liquidazione fallimentare infatti, in qualità di procedura concorsuale, deve porsi come proiezione ed attuazione del sistema di regole ordinario, del quale il rispetto dell'ordine di priorità è un caposaldo.

In questo senso è evidente che, dedotti i costi della procedura (prededucibili), i valori emergenti dal patrimonio dell'impresa insolvente dovrebbero essere attribuiti prima ai creditori con diritto di prelazione (e fra questi secondo la disciplina delle diverse cause legittime di prelazione), quindi ai creditori chirografari e successivamente, ma solo quando tutti i creditori siano stati soddisfatti per intero, ai fornitori di capitale di rischio, cioè all'imprenditore e ai soci (e fra questi, prima agli azionisti con un privilegio sul patrimonio netto risultante dalla liquidazione).

3.3. La ripartizione del valore di liquidazione tra gli attori coinvolti nella crisi

Il processo attraverso cui si estrinsecano le eventuali perdite in capo ai creditori è la procedura di riparto, la cui modellizzazione impone innanzitutto la definizione delle masse, distinte a seconda della natura mobiliare o immobiliare dei beni che vi affluiscono.

Le modalità di definizione delle masse sono già state presentate nel secondo capitolo, in sede di analisi del fallimento (§ 2.2.3), quindi in questo contesto è importante evidenziare

soprattutto come il modello consenta di evidenziare, secondo un processo strutturato per fasi successive, la progressiva distribuzione delle masse attive fallimentari.

Da un punto di vista analitico e generale, è possibile schematizzare in termini formali il tema delle redistribuzioni di ricchezza tra i soggetti coinvolti nella crisi aziendale, in caso di fallimento, attraverso una rappresentazione in grado di legare il valore complessivo delle attività dell'impresa a disposizione dei creditori alle percentuali di rimborso accordate alle diverse categorie di creditori; naturalmente in questo contesto entra in gioco il tema della previsione, da parte del legislatore, di specifici ordini di rimborso dei debiti, che evita la semplice apprensione del patrimonio sociale da parte dei creditori, che condurrebbe a una loro comunione forzata sulle attività sociali o allo smembramento dell'impresa sotto l'assalto delle azioni esecutive individuali⁶³. Naturalmente è proprio il livello delle percentuali di rimborso per le diverse classi di creditori a dare origine ai conflitti di interesse che si possono generare nel corso della distribuzione delle attività dell'impresa fallita; d'altra parte uno dei principali obiettivi delle procedure concorsuali di carattere fallimentare, dal punto di vista economico, è proprio quello di minimizzare i conflitti sull'attribuzione del patrimonio del debitore, attraverso un meccanismo collettivo di coordinamento delle azioni dei soggetti coinvolti nella crisi d'impresa; il funzionamento di tale meccanismo ovviamente non è privo di costi, anche rilevanti, tra i quali è compresa anche l'espropriazione di quei creditori che in sede fallimentare, in conseguenza della rigida applicazione dell'*absolute priority rule*, percepiscono un ammontare inferiore rispetto a quanto previsto dalle condizioni contrattualmente stabilite.

La logica della procedura di riparto adottata nel modello di simulazione ricalca in maniera precisa quanto previsto dalla disciplina fallimentare, anche se nella realtà il meccanismo delle ripartizioni parziali rende la procedura meno unitaria rispetto a quella simulata nel modello. Nell'ambito delle procedure fallimentari reali, infatti, è opportuno ricordare come la distribuzione di quanto ricavato dalla liquidazione debba avvenire normalmente a gradi, mediante ripartizioni parziali (solitamente quadrimestrali), in occasione delle quali le somme disponibili sono quelle che residuano sottraendo dalla massa attiva lorda le somme già prelevate dal curatore per fare fronte alle spese di amministrazione e le somme ricevute dalla procedura per effetto di provvedimenti provvisoriamente esecutivi e non ancora passati in giudicato. Da tale importo si deve poi detrarre la riserva legale del 20% o la maggiore percentuale ritenuta necessaria in ragione dell'entità dei debiti prededucibili. Nonostante questo, è evidente che la *ratio* sottostante al processo di riparto è unica e, in quanto tale, può essere analizzata e rappresentata con un approccio unitario, che prescinde dalle fonti di complessità appena ricordate e predilige gli aspetti sostanziali a quelli prettamente formali.

Il modello sviluppato per la simulazione di un processo di liquidazione fallimentare si compone di sei fasi successive, attraverso le quali si esplicita la progressiva ripartizione delle masse immobiliari e di quella mobiliare; trattandosi di un modello che mira a simulare una procedura di riparto, esso si fonda su un principio cardine comune a tutte le fasi che lo compongono, in base al quale la progressiva soddisfazione dei crediti nel rispetto della *seniority* ad essi associata determina il graduale assorbimento delle masse attive fallimentari a disposizione. Ciò significa che, in ogni fase, la procedura di riparto si sostanzia nella seguente relazione:

$$\textit{Presunto valore di realizzo dell'attivo} - \textit{Ammontare pagato} = \textit{Valore residuo dell'attivo}$$

⁶³ Per questo la disciplina fallimentare prevede i due istituti (descritti nel secondo capitolo) dell'*automatic stay*, ossia del divieto di avviare o proseguire azioni esecutive individuali sul patrimonio del debitore, e della revocatoria fallimentare nei confronti di atti antecedenti all'inizio della procedura potenzialmente pregiudizievoli nei confronti dei creditori.

dove, in tutti i casi, l'*ammontare pagato* risulta pari al minor valore tra l'*ammontare effettivamente disponibile (presunto valore di realizzo dell'attivo)* e l'*ammontare dovuto per ordine di privilegio*.

Sulla base di questo approccio di fondo, il modello consente di presentare una serie di relazioni logiche e matematiche tra loro interconnesse che consentono di evidenziare la *ratio* della procedura di riparto e di comprendere le determinanti delle percentuali di rimborso accordate alle diverse categorie di creditori. Proprio la percentuale di rimborso o *recovery rate (RR)* associata ad una determinata categoria di crediti rappresenta l'*output* fondamentale del modello, e consente una valutazione comparata tra l'opzione fallimentare e quella rappresentata da altri strumenti a carattere liquidatorio, come ad esempio il concordato preventivo⁶⁴; in termini generali, la percentuale di rimborso ottenibile da una determinata categoria di creditori si ottiene calcolando il rapporto tra l'*ammontare effettivamente pagato* alla categoria di creditori e l'*ammontare dovuto per ordine di privilegio*, ossia:

$$RR = \frac{\text{ammontare pagato}}{\text{ammontare dovuto}} = \frac{\min(\text{ammontare disponibile}, \text{ammontare dovuto})}{\text{ammontare dovuto}}$$

Dalla formulazione appena presentata risulta chiaro come il *recovery rate* possa assumere un valore compreso tra due estremi, ossia 0 (nel caso in cui l'*ammontare pagato* coincida con l'*ammontare disponibile* e quest'ultimo sia nullo) ed 1 (nel caso in cui l'*ammontare pagato* coincida con l'*ammontare dovuto*); è altresì evidente che, qualora l'*ammontare pagato* coincida con l'*ammontare disponibile* (essendo quest'ultimo positivo ma inferiore all'*ammontare dovuto*), *RR* assumerà un valore tanto più vicino a zero quanto maggiore è la differenza (in valore assoluto) tra l'*ammontare a disposizione* e quello dovuto. A partire dal *recovery rate* è possibile inoltre definire la perdita attesa subita da una generica categoria di creditori (*loss given default, LGD*) come il complemento a uno della percentuale di rimborso (*recovery rate*):

$$LGD = 1 - RR = 1 - \frac{\text{amm. pagato}}{\text{amm. dovuto}} = \frac{\text{amm. dovuto} - \text{amm. pagato}}{\text{amm. dovuto}} = \frac{\text{debito residuo}}{\text{ammontare dovuto}}$$

Come si può notare, la *loss given default* subita da una categoria di creditori risulta pari al rapporto tra l'*ammontare del debito residuo* che l'impresa presenta nei loro confronti (qualora l'*ammontare effettivamente pagato* sia stato inferiore all'*ammontare dovuto*) e l'*ammontare inizialmente dovuto*. La presentazione analitica del modello che verrà ora proposta, sulla base di un approccio analitico e matematico, consentirà di evidenziare le variabili chiave che, nel processo di riparto fallimentare, determinano il livello di queste due variabili fondamentali (*RR* e *LGD*).

Le sei fasi successive che compongono il modello, che saranno analizzate puntualmente ed approfondite nei prossimi paragrafi, sono le seguenti:

- riparto delle masse immobiliari *secured* (§ 3.3.1);
- escussione delle garanzie reali esterne (§ 3.3.2);
- escussione delle garanzie personali ricevute (§ 3.3.3);

⁶⁴ L'applicazione del modello che verrà ora presentato, infatti, consentirà di valutare la convenienza per le diverse categorie di creditori della proposta concordataria (in termini di *recovery rate*) rispetto alla principale alternativa a disposizione, rappresentata appunto dalla liquidazione fallimentare (simulata nel modello).

- riparto della massa mobiliare (§ 3.3.4);
- riparto della massa immobiliare *unsecured* (§ 3.3.5)
- eventuale regresso sui soci a responsabilità illimitata (§ 3.3.6).

La trattazione che segue, oltre a presentare analiticamente e formalmente la struttura del modello, consentirà anche di cogliere le profonde interconnessioni esistenti tra le diverse fasi, che conferiscono unitarietà e generalità al modello e rafforzano i fondamenti logici dello stesso, con importanti benefici in termini di potenziale applicativo.

3.3.1. Riparto delle masse immobiliari *secured*

La prima fase del modello riguarda la simulazione del riparto delle masse immobiliari *secured*, ossia della soddisfazione dei crediti assistiti da privilegi speciali anteriori all'ipoteca e dell'escussione delle garanzie reali interne che insistono su determinati beni immobili di proprietà dell'impresa.

Ipotizzando che l'impresa presenti nel proprio stato attivo s beni immobili (di valore I_i con $i=1, \dots, s$), è possibile innanzitutto definire la massa immobiliare complessiva (MI), che risulterà pari a:

$$MI = \sum_{i=1}^s I_i$$

Ai fini della procedura di riparto, però, è necessario considerare una molteplicità di sottomasse pari al numero dei beni immobili presenti nell'attivo patrimoniale (I_1, I_2, \dots, I_s), perché, per definizione, i privilegi speciali e le ipoteche insistono su uno specifico bene immobile, ed è quindi necessario analizzare separatamente il riparto delle singole sottomasse immobiliari.

Facendo riferimento alla Tabella 5 presentata nel § 3.1, relativa alla classificazione dei crediti in base alla causa di prelazione sulla massa immobiliare, è evidente che il riparto delle masse immobiliari *secured* interessa i crediti appartenenti alle classi di privilegio rappresentate da un numero di privilegio immobiliare j compreso tra 0 e 10.

In linea del tutto generale, con riferimento ad ogni sottomassa immobiliare I_i (con $i=1, \dots, s$), è possibile definire il valore residuo I_i^j disponibile per soddisfare i crediti con numero di privilegio immobiliare j (con $0 \leq j \leq 10$) sul bene immobile I_i nel modo seguente:

$$I_i^j = \max \left(0, I_i - \sum_{h=0}^{j-1} C_{h,i} \right)$$

dove $C_{h,i}$ indica l'insieme dei crediti appartenenti alla classe di privilegio immobiliare h (con $h=0, \dots, j-1$) il cui privilegio speciale (compresa l'ipoteca) insiste sul bene immobile I_i .

Sulla base della relazione appena presentata è possibile definire in termini generali la percentuale di rimborso RR_j accordata ai creditori appartenenti al numero di privilegio immobiliare $0 \leq j \leq 10$ come il rapporto tra l'ammontare effettivamente pagato e l'ammontare dovuto per ordine di privilegio ($C_{j,i}$):

$$\forall j, (j=1, \dots, 10) \quad RR_j = \frac{\min(I_i^j, C_{j,li})}{C_{j,li}}$$

Sulla base di questa relazione valida in generale, è possibile definire il numero di privilegio immobiliare $j=k$ come quello dopo il quale il valore residuo delle masse immobiliari risulta pari a zero; in corrispondenza di tale numero di privilegio immobiliare k , quindi, la differenza tra ammontare effettivamente a disposizione e ammontare dovuto per ordine di privilegio risulterà minore o uguale a zero, ossia:

$$I_i^j - C_{k,li} \leq 0$$

E' allora chiaro che, in corrispondenza del numero di privilegio immobiliare $j=k$, l'ammontare effettivamente pagato risulterà pari all'ammontare residuo della massa immobiliare a disposizione (I_i^k), e quindi la percentuale di rimborso $RR_{j=k}$, così come definita in precedenza, risulterà pari a:

$$RR_{j=k} = \frac{I_i^k}{C_{k,li}}$$

Dal momento che, per definizione, in $j=k$ sia ha che $I_i^k \leq C_{k,li}$, è evidente che la percentuale di rimborso per i creditori appartenenti al numero di privilegio immobiliare k ($RR_{j=k}$) assumerà un valore compreso tra 0 ed 1. Di conseguenza, per i crediti aventi un numero di privilegio immobiliare maggiore di k ($j > k$) la percentuale di rimborso risulterà pari a 0, essendo nullo l'ammontare effettivamente a disposizione. In sostanza, una volta definita analiticamente la classe k come quella dopo la quale il residuo delle masse immobiliari si esaurisce, è possibile giungere alla definizione di una serie di relazioni in grado di legare la percentuale di rimborso per le diverse categorie di creditori privilegiati RR_j a k ; in particolare:

$$RR_j = 1 \quad \text{per } (j \leq k - 1)$$

$$0 \leq RR_j \leq 1 \quad \text{per } (j = k)$$

$$RR_j = 0 \quad \text{per } (k + 1 \leq j \leq 10)$$

A livello di singola sottomassa immobiliare, quindi, la soddisfazione dei crediti con causa di prelazione anteriore o pari all'ipoteca comporta il progressivo esaurimento delle masse stesse, il cui valore residuo dopo questa prima fase del modello può essere definito nel modo seguente:

$$\forall I_i, i = 1, \dots, s \quad I_i^{11} = \max \left(0, I_i - \sum_{j=0}^{10} C_{j,li} \right)$$

Come si vedrà in seguito, nella fase dedicata alla simulazione della collocazione sussidiaria sugli immobili (§ 3.3.5), questo valore è fondamentale perché contribuisce alla determinazione della massa immobiliare residua (*MIR*), che costituisce la massa aggredibile dai privilegiati incapienti.

Nel caso in cui l'impresa abbia prestato garanzia su debiti di terzi ($CT_{j=10,i}$) mediante propri beni immobili, si ha la nascita in capo all'impresa di un credito di regresso pari al valore di escussione della garanzia, ossia dell'ammontare pagato per debiti di terzi; in particolare tale credito di regresso (CR) può essere così definito:

$$CR = \min(I_i^{10}, CT_{j=10,i})$$

ossia il minimo tra il valore residuo del bene in garanzia dopo la soddisfazione dei crediti assistiti da privilegio speciale anteriore all'ipoteca (I_i^{10}) e l'ammontare dei debiti di terzi garantiti ($CT_{j=10,i}$). Tale credito di regresso, come si vedrà in seguito, va ad incrementare la massa mobiliare dell'impresa; questo sarà esplicitato e reso evidente nella quarta fase del modello, dedicata al riparto della massa mobiliare (§ 3.3.4).

3.3.2. Escussione delle garanzie reali esterne

La seconda fase del modello ha l'obiettivo di introdurre nell'analisi l'esistenza di garanzie reali esterne, ossia di garanzie reali prestate da soggetti terzi a favore dell'impresa (per debiti dell'impresa stessa). L'importanza di questa fase si può cogliere ricordando che lo stato attivo "allargato" dell'impresa, definito nel paragrafo 3.2, rilevante ai fini della liquidazione fallimentare, comprende, in sostanza, anche quanto realizzabile nei confronti dei soggetti garanti esterni, che costituisce un'ulteriore garanzia per i creditori dell'impresa che beneficiano delle garanzie reali esterne.

Per modellizzare l'impatto dell'esistenza di garanzie reali rilasciate da terzi a favore dell'impresa, si può ipotizzare che esistano p beni di terzi a garanzia di debiti dell'impresa, di cui m mobili e n immobili ($m+n=p$), di valore AT_i (rispettivamente con $i=1, \dots, m$ e con $i=1, \dots, n$); in questo modo è possibile generalizzare il processo di escussione di tali garanzie reali esterne e definire il valore residuo delle attività di terzi dopo l'escussione delle relative garanzie (AT_i') attraverso le seguenti formulazioni:

$$\forall AT_i, (i = 1, \dots, n) \quad AT_i' = \max(0, AT_i - C_{j=10, AT_i})$$

$$\forall AT_i, (i = 1, \dots, m) \quad AT_i' = \max(0, AT_i - C_{x=3, AT_i})$$

dove la prima relazione fa riferimento ai beni immobili di terzi concessi in garanzia e la seconda a quelli mobili (come si può notare l'ammontare del debito dell'impresa garantito da pegno su beni di terzi è stato denominato, per coerenza, $C_{x=3, AT_i}$, dove x indica il numero di privilegio mobiliare; i crediti assistiti da pegno infatti, si trovano al terzo numero di privilegio mobiliare⁶⁵).

In questo caso, il fatto che un terzo abbia concesso in garanzia per debiti dell'impresa propri beni di proprietà determina la nascita in capo dei terzi datori di ipoteca o di pegno di un credito di regresso nei confronti dell'impresa pari al valore di escussione della garanzia reale esterna (VE_{GRE}), cioè pari, rispettivamente, a:

$$\forall AT_i, (i = 1, \dots, n) \quad VE_{GRE} = AT_i - AT_i'$$

$$\forall AT_i, (i = 1, \dots, m) \quad VE_{GRE} = AT_i - AT_i'$$

⁶⁵ A tal proposito si veda la Tabella 4 presentata in precedenza, relativa al *mapping* dei privilegi sulla massa mobiliare.

Questi crediti di regresso vantati dai soggetti terzi garanti diventano di fatto crediti che concorrono nel riparto fallimentare, ed in particolare confluiscono nei crediti di regresso presenti nella ripartizione della massa mobiliare al numero di privilegio mobiliare $x=39$ se il terzo non è socio e $x=40$ se il terzo è socio (in sostanza, vanno ad incrementare $C_{x=39}$ e $C_{x=40}$)⁶⁶.

3.3.3. Escussione delle garanzie personali ricevute

La terza fase del modello, strettamente connessa dal punto di vista logico alla seconda, riguarda la simulazione dell'impatto della presenza di garanzie personali rilasciate da terzi a favore dell'impresa. In questo caso, ai fini del modello, è necessario procedere al calcolo del valore di escussione delle garanzie personali (VE_{GP}), che risulta pari al minore tra il valore di iscrizione della garanzia (V_{ISCR}) e l'ammontare del debito garantito dalla garanzia personale che residua dopo l'escussione delle garanzie reali eventualmente associate al debito stesso (che genericamente⁶⁷ può essere indicato come C'):

$$VE_{GP} = \min(V_{ISCR}, C')$$

Dalla definizione appena illustrata risulta evidente che, qualora il credito che beneficia della garanzia personale sia stato soddisfatto integralmente mediante il riparto delle masse immobiliari *secured* (prima fase del modello), ossia il debito residuo sia nullo, il valore di escussione della garanzia personale VE_{GP} risulta pari a zero.

La quantificazione del valore di escussione della garanzia personale è rilevante ai fini del modello poiché, analogamente a quanto visto nel caso delle garanzie reali esterne (§ 3.3.2), il terzo fideiussore o comunque il garante personale gode, a seguito dell'escussione della garanzia, di un credito di regresso nei confronti dell'impresa pari a VE_{GP} , che confluisce nei crediti di regresso presenti al numero di privilegio mobiliare $x=39$ se il garante non è socio e $x=40$ se il garante personale è un socio dell'impresa⁶⁸.

3.3.4. Riparto della massa mobiliare

La quarta fase del modello concerne la simulazione del riparto della massa mobiliare ed ha l'obiettivo di evidenziare la soddisfazione progressiva dei crediti con prelazione su di essa, nel rispetto della *seniority* associata ai crediti stessi. A differenza di quanto accade nel caso delle masse immobiliari (§ 3.3.1), per la massa mobiliare è necessario considerare una graduatoria unica e non una pluralità di sottomasse corrispondenti al numero di beni mobili compresi nell'attivo patrimoniale dell'impresa fallita. Nonostante ciò, è evidente che l'esistenza di privilegi speciali e di garanzie reali (nella forma tecnica del pegno) associate a beni mobili di proprietà dell'impresa impone innanzitutto di definire il valore residuo di ogni bene mobile presente nello stato attivo, deducendo dal valore di realizzo iniziale del bene il valore di escussione delle garanzie reali e l'ammontare destinato ai crediti con privilegio speciale su un determinato bene mobile. Facendo riferimento alla Tabella 4 presentata nel § 3.1, è in sostanza necessario dedurre dal valore di realizzo di ogni singolo bene mobile l'insieme dei crediti aventi un numero di privilegio mobiliare $x \leq 4$; ipotizzando che l'impresa presenti nel suo attivo r beni mobili (di valore M_i , con $i=1, \dots, r$), è possibile quindi definire il valore residuo di

⁶⁶ Cfr. Tabella 4.

⁶⁷ Il fatto che il credito assistito da garanzia personale possa avere prelazione sulla massa immobiliare o su quella immobiliare e possa appartenere a qualsiasi classe di privilegio impone di adottare, per evitare complicazioni e semplificazioni eccessive, tale formulazione generica, che comunque evidenzia come il debito residuo garantito da garanzia personale sia quello eventualmente esistente dopo l'escussione delle garanzie reali (immobiliari o mobiliari) associate al debito stesso.

⁶⁸ Cfr. Tabella 4.

ogni bene mobile dopo la soddisfazione dei crediti assistiti da privilegi speciali e dal diritto reale di pegno (M_i') nel modo seguente:

$$\forall M_i, (i=1, \dots, r) \quad M_i' = \max\left(0, M_i - \sum_{x=0}^4 C_{x, Mi}\right)$$

dove $C_{x, Mi}$ indica l'insieme dei crediti assistiti da privilegio speciale o pegno (se $x=3$) che insiste sul bene mobile di proprietà dell'impresa M_i .

A questo punto è quindi possibile definire l'ammontare complessivo e unitario della massa mobiliare iniziale (MM) come somma del valore residuo dei singoli beni mobili; tale ammontare può quindi essere definito come:

$$MM = \left(\sum_{i=1}^r M_i'\right) + \left[\sum_{i=1}^s \min(I_i^{10}, CT_{j=10, Li})\right]$$

dove il secondo addendo rappresenta la sommatoria dei crediti di regresso vantati dall'impresa nei confronti dei terzi garantiti (a questo proposito si veda quanto detto in chiusura del § 3.3.1). Una volta individuato l'ammontare della massa mobiliare disponibile per i crediti *unsecured* assistiti da privilegi generali (che per definizione insistono sulla massa nel suo complesso⁶⁹), è possibile presentare una relazione del tutto generale che consente di rappresentare il processo progressivo di riparto di tale massa e di individuare l'ammontare residuo della massa mobiliare disponibile per soddisfare i crediti assistiti da cause di prelazione rappresentate dal numero di privilegio mobiliare x (MM_x) nel modo seguente:

$$\forall x, (x=5, \dots, 40) \quad MM_x = \max\left(0, MM - \sum_{z=0}^{x-1} C_z\right)$$

dove C_z indica l'ammontare dovuto per ordine di privilegio mobiliare, ossia la somma dei crediti che godono della stessa causa di prelazione sulla massa mobiliare; come si può notare, la relazione contempla, ovviamente, solo i numeri di privilegio mobiliare x successivi a quelli relativi ai privilegi speciali e al diritto di pegno ($x \geq 5$). Anche in questo caso, come già visto nel caso del riparto delle masse immobiliari *secured* (§ 3.3.1), è possibile identificare e definire il numero di privilegio mobiliare $x=k$ come quel numero di privilegio mobiliare dopo il quale il valore residuo della massa mobiliare risulta nullo, essendo la differenza tra ammontare a disposizione e ammontare dovuto per ordine di privilegio (C_k) minore o uguale a zero:

$$MM_k - C_k \leq 0$$

⁶⁹ In questo caso, per conferire al modello una maggiore compattezza e chiarezza espositiva, si considerano i privilegi speciali successivi al numero di privilegio mobiliare $x=4$ alla stregua di privilegi generali; questa semplificazione, dal punto di vista sostanziale, non è comunque eccessiva poiché nel riparto della massa mobiliare i crediti assistiti da privilegio generale di grado anteriore si soddisfano anche attingendo al ricavato della liquidazione dei beni gravati da privilegio speciale di grado successivo, lasciando eventualmente incipienti i relativi crediti. Pertanto, i pagamenti da fare ai creditori privilegiati generali di grado anteriore vanno imputati su tutto il ricavato mobiliare e non soltanto sul ricavato dei beni mobili non gravati da privilegio speciale, ed il residuo dovrà essere via via corrisposto ai creditori privilegiati successivi, generali o speciali; proprio per questo la semplificazione qui introdotta appare plausibile da un punto di vista applicativo e contribuisce ad una migliore comprensione del processo di riparto.

Sulla base di questa definizione, ripetendo la procedura già evidenziata nel § 3.3.1, è possibile esplicitare in termini formali una relazione in grado di esprimere la percentuale di rimborso in corrispondenza del numero di privilegio mobiliare $x=k$ ($RR_{x=k}$), in cui l'ammontare effettivamente pagato coincide con l'ammontare residuo della massa a disposizione (MM_k); in simboli:

$$RR_{x=k} = \frac{MM_k}{C_k}$$

Anche in questo caso è evidente che $RR_{x=k}$ assume un valore compreso tra 0 ed 1 e quindi può implicare (nel caso in cui $RR_{x=k} < 1$) una perdita in capo ai creditori che appartengono alla classe di privilegio mobiliare rappresentata da $x=k$.

Per i numeri di privilegio mobiliare successivi a k la percentuale di rimborso risulta così nulla e la perdita sul credito è integrale, essendo l'ammontare effettivamente a disposizione $M_{x>k}$ pari a zero. Analogamente a quanto visto nel caso del riparto delle masse immobiliari *secured*, anche con riferimento alla massa mobiliare è possibile definire una serie di relazioni in grado di legare il valore del *recovery rate* per le varie categorie di creditori RR_x (con $5 \leq x \leq 40$) a k :

$$RR_x = 1 \quad \text{per } (x \leq k-1)$$

$$0 \leq RR_x \leq 1 \quad \text{per } (x = k)$$

$$RR_x = 0 \quad \text{per } (k+1 \leq x \leq 40)$$

La comprensione e la definizione del numero di privilegio mobiliare $x=k$ è fondamentale ai fini del modello, poiché proprio i crediti con prelazione sulla massa mobiliare non soddisfatti completamente o parzialmente mediante il riparto della massa mobiliare possono trovare soddisfazione per la quota non soddisfatta mediante la ripartizione dell'eventuale residuo immobiliare (riparto della massa immobiliare *unsecured*).

3.3.5. Riparto della massa immobiliare *unsecured*

Come appena accennato, la possibilità che i crediti rimasti insoddisfatti mediante il riparto della massa mobiliare possano trovare soddisfazione mediante il riparto della massa immobiliare *unsecured* (collocazione sussidiaria sugli immobili) impone di modellizzare proprio tale riparto del residuo immobiliare, per conferire al modello un sufficiente grado di generalità e per comprendere come l'esistenza di un residuo immobiliare possa incrementare la percentuale di rimborso delle categorie di creditori non soddisfatti integralmente nel riparto della massa mobiliare.

In questa fase, è innanzitutto necessario procedere al calcolo della massa immobiliare residua (*MIR*), ossia del valore residuo delle s sottomasse immobiliari dopo la soddisfazione dei crediti *secured* (fase descritta analiticamente nel § 3.3.1), nel seguente modo:

$$MIR = \max \left(0, \sum_{i=1}^s I_i^{11} \right)$$

Come si può notare, il residuo immobiliare è pari alla sommatoria del residuo delle s sottomasse immobiliari dopo la soddisfazione dei crediti assistiti da privilegi speciali anteriori

all'ipoteca e dopo l'escussione delle garanzie reali interne ($j \leq 10$). Risulta piuttosto chiaro come il presupposto per l'applicazione della collocazione sussidiaria sugli immobili sia rappresentato dall'integrale soddisfacimento dei creditori assistiti da privilegio speciale sugli immobili e da ipoteca, a seguito della distribuzione del ricavato della vendita immobiliare ($RR_{j=10}=1$). In caso contrario, infatti, la massa immobiliare residua risulta nulla ($MIR=0$) e quindi i crediti rimasti insoddisfatti in sede di riparto mobiliare non possono trovare soddisfazione su alcuna massa residua. Anche in questo caso, come già fatto nel caso della massa mobiliare (§ 3.3.4), essendo in presenza di una graduatoria unica, è possibile presentare una formulazione del tutto generale che descrive il processo di riparto del residuo immobiliare dei crediti mobiliari con collocazione sussidiaria sugli immobili e che evidenzia la massa residua a disposizione dei crediti con numero di privilegio immobiliare j (con $11 \leq j \leq 19$) nella collocazione sussidiaria sugli immobili (MIR_j):

$$\forall j, (j = 12, \dots, 19) \quad MIR_j = \max \left(0, \sum_{i=1}^s I_i^{11} - \sum_{y=11}^{j-1} C_y \right)$$

dove C_y indica l'insieme dei crediti che sono caratterizzati dallo stesso numero di privilegio immobiliare nella collocazione sussidiaria sugli immobili.

Per quanto riguarda invece i crediti che concorrono alla ripartizione di tale massa immobiliare residua, è possibile identificare il loro ammontare sulla base della seguente relazione:

$$\sum_{j=11}^{19} C_j = (C_k - MM_k) + \sum_{x=k+1}^{40} C_x$$

Come si può notare, l'ammontare dei crediti ammessi alla collocazione sussidiaria sugli immobili è pari alla somma tra il debito residuo della classe di crediti appartenenti al numero di privilegio mobiliare $x=k$, che sono soddisfatti parzialmente, fino a concorrenza dell'ammontare residuo a disposizione MM_k (primo addendo), e la somma dei crediti con numero di privilegio mobiliare maggiore di k , che non sono soddisfatti nemmeno in parte (secondo addendo). Per quanto riguarda invece il valore assunto dal numero di privilegio immobiliare j del credito non soddisfatto mediante il riparto della massa mobiliare, è necessario fare riferimento a quanto previsto dal legislatore; per comprendere l'ordine di soddisfazione dei crediti con collocazione sussidiaria sugli immobili è necessario, in sostanza, combinare le tabelle relative al *mapping* dei privilegi immobiliari e mobiliari (Tabelle 4 e 5), e verificare a quale numero di privilegio immobiliare j corrisponde il credito avente causa di prelazione sulla massa mobiliare ma rimasto insoddisfatto dopo il riparto della massa stessa. Per comodità, di seguito è presentata una tabella riassuntiva che combina numero di privilegio immobiliare, grado di privilegio mobiliare e causa di prelazione nel riparto della massa immobiliare *unsecured* (collocazione sussidiaria sugli immobili):

Numero Privilegio Immobiliare (j)	Grado Privilegio Immobiliare	Causa di prelazione
Privilegi mobiliari con collocazione sussidiaria sugli immobili	11	Privilegio generale ex art. 2751 c.c.
	12	Privilegio generale ex art. 2751 c.c.
	13	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.1) c.c.
	14	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.2) c.c.
	15	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.3) c.c.
	16	Privilegio generale ex art. 2753 c.c.
	17	Privilegio generale ex art. 2752 c.3) c.c.
18	14	Chirografari + Privilegiati incapienti + Creditori di regresso diversi dai soci
19	15	Crediti postergati e crediti di regresso dei soci

Tabella 6 Cause di prelazione e numeri di privilegio immobiliare nella collocazione sussidiaria sugli immobili

Come si può notare dalla Tabella 6, i crediti con privilegio sulla massa mobiliare ai quali non è associato in modo esplicito un numero di privilegio immobiliare nella collocazione sussidiaria sugli immobili confluiscono assieme ai chirografari e ai creditori di regresso diversi dai soci ($C_{j=18}$). In sostanza, se i creditori privilegiati non vengono soddisfatti integralmente, essendo il ricavato del bene vincolato inferiore al credito ammesso in privilegio, per la parte di credito non soddisfatta finiscono per concorrere con i creditori chirografari nella ripartizione delle somme residuali, ciascuno in proporzione dei rispettivi crediti ammessi. A questo punto è possibile quantificare il debito residuo eventualmente esistente e quindi il livello della *loss given default* in corrispondenza di ogni numero di privilegio immobiliare j (LGD_j) come il rapporto tra il debito residuo (*ammontare dovuto per ordine di privilegio-ammontare pagato*) e l'ammontare dovuto per ordine di privilegio:

$$\forall j, (j = 12, \dots, 19) \quad LGD_j = \frac{C_j - \min(MIR_j, C_j)}{C_j}$$

Dalla formula appena presentata si può comprendere come la LGD finale, prima dell'eventuale regresso sul patrimonio dei soci illimitatamente responsabili, sia nulla (e quindi il *recovery rate* RR_j , che rappresenta il complemento a uno della LGD , sia pari a 1) solo nel caso in cui l'ammontare effettivamente pagato, ossia $\min(MIR_j, C_j)$, sia uguale all'ammontare dovuto per ordine di privilegio (C_j), e quindi il debito residuo sia pari a 0.

3.3.6. Eventuale regresso sui soci a responsabilità illimitata

La sesta ed ultima fase del modello, che conferisce allo stesso un elevato grado di flessibilità e adattabilità a tipi societari diversi, riguarda la simulazione dell'eventuale regresso da parte dei creditori rimasti insoddisfatti sui soci illimitatamente responsabili verso le obbligazioni sociali. Tenuto conto della tutela preferenziale riconosciuta dalla legge ai creditori sociali rispetto ai creditori personali dei soci, i creditori della società (come già evidenziato nel secondo capitolo del presente lavoro) potranno essere soddisfatti non soltanto sui beni sociali, ma anche sui beni dei singoli soci, in considerazione della loro responsabilità illimitata per le

obbligazioni sociali (naturalmente solo per le società di persone nelle quali esistono soci a responsabilità illimitata). Il modello richiede innanzitutto di evidenziare l'assetto proprietario della società, ossia di indicare il tipo societario, il numero di soci (suddiviso tra soci a responsabilità limitata e a responsabilità illimitata), nonché la quota di partecipazione al capitale sociale di ogni singolo socio e la quota a responsabilità illimitata per ogni socio illimitatamente responsabile. Ipotizzando che, in linea del tutto generale, la società annoveri nel suo assetto proprietario f soci a responsabilità illimitata, è possibile definire la quota a responsabilità illimitata di ogni socio (q_i con $i=1,\dots,f$) isolando il totale delle partecipazioni a responsabilità illimitata e osservando la partecipazione a tale ammontare dei singoli soci illimitatamente responsabili. Una volta identificato l'assetto proprietario della società, è necessario analizzare l'assetto patrimoniale dei singoli soci illimitatamente responsabili, sulla base di una tabella che prenda in considerazione le attività e le passività del singolo socio e gli impegni da questo assunti nei confronti della società:

Stato Patrimoniale dei soci pre liquidazione				
Socio_i	Quota di partecipazione a responsabilità illimitata		q_i	
	Attività	Crediti verso la società	$C_{i,soc}$	
		Attività finanziarie	AF_i	
		Attività immobiliari	AI_i	
		Totale attività	A_i	
	Passività	Passività proprie	P_i	
	Equity (Attività – Passività)		E_i	
	Garanzie rilasciate a favore della società	Personali		
		Reali	Attività finanziarie	
	Attività immobiliari			
Garanzie rilasciate a favore di propri finanziatori	Reali	Attività finanziarie		
		Attività immobiliari		

Tabella 7 Stato Patrimoniale dei soci illimitatamente responsabili pre liquidazione

Come si può notare dalla Tabella 7, e come si evince dalla descrizione della seconda e della terza fase del modello (§ 3.3.2 e § 3.3.3), il modello impone di considerare e di modellizzare l'esistenza di eventuali garanzie reali o personali rilasciate dai soci a favore della società. Come detto nella presentazione di tali fasi, infatti, l'escussione delle garanzie determina la nascita in capo del socio garante di un credito di regresso nei confronti della società pari al valore di escussione della garanzia (utilizzando la stessa simbologia impiegata nei paragrafi precedenti, $VE_{GRE,socio\ i}$ nel caso di garanzie reali e $VE_{GP,socio\ i}$ nel caso di garanzie personali).

Dopo l'escussione delle garanzie eventualmente rilasciate dai soci, è evidente quindi che il patrimonio netto personale del socio illimitatamente responsabile (PNP_i) varia ed in particolare risulterà pari a:

$$\forall socio_i, (i = 1, \dots, f) \quad PNP_i = E_i + VE_{GRE,socio\ i} + VE_{GP,socio\ i}$$

A questo punto è possibile calcolare l'ammontare del patrimonio del singolo socio illimitatamente responsabile a disposizione (ossia il patrimonio personale del socio effettivamente aggredibile dai creditori rimasti insoddisfatti, definito PP_i) come segue:

$$\forall \text{socio}_i, (i=1, \dots, f) \quad PP_i = PNP_i - VE_{GP, \text{socio}_i} - VE_{GRE, \text{socio}_i} - C_{i, \text{soc}}$$

Una volta stimato PP_i è necessario quantificare l'ammontare dei crediti rimasti insoddisfatti, che potenzialmente possono trovare soddisfazione proprio sulla somma dei vari PP_i .

A tal proposito è necessario separare le passività dell'impresa verso i creditori (PVC) e le passività dell'impresa verso i soci (PVS).

Per quanto riguarda la quantificazione delle prime (PVC), è necessario fare riferimento, se esiste, al debito residuo nella collocazione sussidiaria sugli immobili dei crediti aventi numero di privilegio immobiliare $j=18$ (chirografari, privilegiati incapienti e creditori di regresso diversi dai soci)⁷⁰; in termini analitici quindi:

$$PVC = C_{18} - MIR_{18}$$

Analogamente, per quanto riguarda PVS è necessario fare riferimento all'eventuale debito residuo nella collocazione sussidiaria sugli immobili dei crediti aventi numero di privilegio immobiliare $j=19$ (crediti postergati e crediti di regresso dei soci)⁷¹:

$$PVS = C_{19} - MIR_{19}$$

A livello di singolo socio illimitatamente responsabile, la quota accollata e dovuta di PVC e PVS (PVC_i e PVS_i) dipende dalla quota a responsabilità illimitata di ogni socio (q_i), infatti:

$$PVC = \sum_{i=1}^f PVC_i = \sum_{i=1}^f PVC \cdot q_i$$

$$PVS = \sum_{i=1}^f PVS_i = \sum_{i=1}^f PVS \cdot q_i$$

Per quanto riguarda invece l'ammontare effettivamente pagato dal singolo socio (AP_i), è possibile affermare che esso risulta pari al massimo tra l'ammontare dovuto ($PVC_i + PVS_i$) e l'ammontare effettivamente a disposizione del socio (PP_i), ossia:

- se $PP_i \geq (PVC_i + PVS_i)$, allora $AP_i = PVC_i + PVS_i$
- se $PP_i < (PVC_i + PVS_i)$, allora $AP_i = PP_i$

A questo punto è possibile calcolare il patrimonio personale residuo del socio illimitatamente responsabile post azione di regresso sul patrimonio personale (PP_i') come segue:

⁷⁰ Cfr. Tabella 6.

⁷¹ Cfr. Tabella 6.

$$PP_i' = PP_i - AP_i$$

Se PP_i' così calcolato risulta negativo, il suo valore assoluto $|PP_i'|$ rappresenta la differenza da imputare ai soci eventualmente capienti (Δsc_i).

A questo punto, a livello aggregato, è possibile stimare la *loss given default* finale subita dai creditori e dai soci creditori verso l'impresa dopo il regresso sul patrimonio dei soci illimitatamente responsabili come segue:

- se $\sum_{i=1}^f PP_i' \geq \sum_{i=1}^f \Delta sc_i$, allora $LGD=0\%$ a)
- se $\sum_{i=1}^f PP_i' < \sum_{i=1}^f \Delta sc_i$, allora $LGD = 1 - \frac{\sum_{i=1}^f AP_i}{\sum_{i=1}^f (PVC_i + PVS_i)}$ b)

Nel caso in cui (caso b) la sommatoria dei patrimoni residui dei soci dopo il regresso esercitato dai creditori sia inferiore rispetto alla sommatoria delle differenze da imputare ai soci capienti (in sostanza, l'ammontare di debiti ancora residui), si può notare come la *loss given default* finale subita dai creditori e dai soci, pari al complemento a 1 della percentuale di rimborso, sia superiore, in termini percentuali, a zero, ed assuma il valore del 100% nel caso in cui l'ammontare effettivamente pagato (ossia il numeratore della b) sia nullo.

3.3.7. La struttura del modello: una visione d'insieme

Dalla descrizione formale e analitica del modello appena fornita, appare evidente come esso si fondi su una serie di ripartizioni parziali tra loro interconnesse, attraverso le quali si esplicitano progressivamente le eventuali perdite in capo alle diverse categorie di creditori.

Dopo aver presentato singolarmente le diverse fasi, è ora necessario riassumere in modo unitario la struttura del modello, per evidenziarne la logica di fondo e il potenziale applicativo. In sostanza, partendo dal riparto delle sottomasse immobiliari *secured* (§ 3.3.1) e quindi dalla soddisfazione dei crediti assistiti da privilegi immobiliari speciali (e in quanto tali riferiti ad uno specifico bene immobile) anteriori all'ipoteca e dall'escussione delle garanzie reali interne (anche per debiti di terzi), è possibile determinare in primo luogo l'ammontare dell'eventuale residuo immobiliare, che costituisce la massa aggredibile dai creditori in sede di collocazione sussidiaria sugli immobili (§ 3.3.5).

Per comprendere, però, quali sono gli eventuali crediti da soddisfare mediante il riparto del residuo immobiliare, è prima necessario procedere alla simulazione del riparto della massa mobiliare (§ 3.3.4), poiché proprio i crediti rimasti insoddisfatti dopo tale riparto costituiscono l'ammontare ammesso alla collocazione sussidiaria sugli immobili. Come si può notare, ai fini del modello che è stato sviluppato, il riparto della massa immobiliare residua (collocazione sussidiaria sugli immobili) rappresenta un vero e proprio *trait d'union* tra il riparto delle masse immobiliari e quello della massa mobiliare: se il primo, infatti, dà origine al residuo immobiliare e quindi al valore di realizzo da distribuire, il secondo fornisce l'ammontare dei crediti da soddisfare mediante il riparto.

Quanto detto finora risulterà sicuramente più chiaro osservando la seguente figura, che, riprendendo il formalismo matematico impiegato nei paragrafi precedenti, evidenzia chiaramente i legami esistenti tra le diverse fasi del modello:

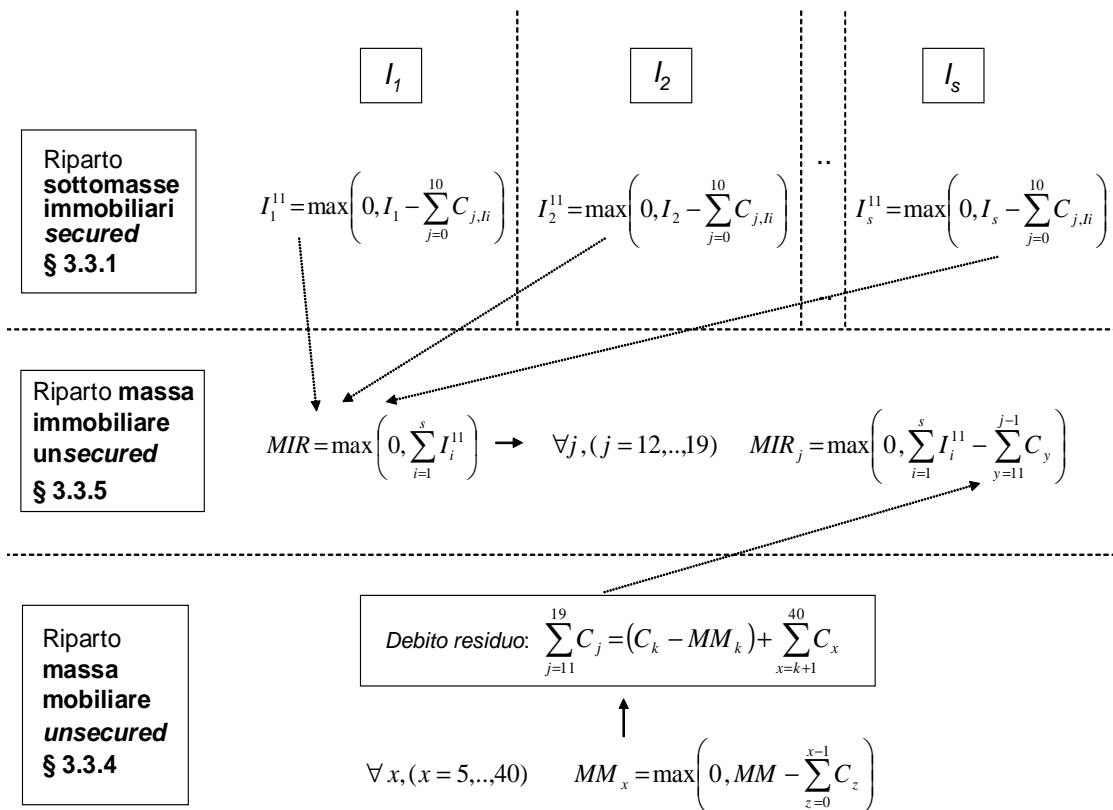


Figura 3 Struttura logica del modello e interrelazioni tra le diverse fasi

La Figura 3 evidenzia chiaramente che, come richiede qualsiasi modello formale, le diverse componenti del modello sono tra loro interconnesse, e variazioni in una di esse si ripercuotono sulle componenti ad essa legate. E' importante inoltre sottolineare come l'impiego di relazioni molto generali (ad esempio le relazioni che impongono il massimo o il minimo tra due valori) conferisce al modello un elevato grado di applicabilità ai casi reali, senza per altro appesantire eccessivamente l'analisi dal punto di vista matematico.

3.4. Il funzionamento del modello: un semplice esempio numerico

Per comprendere meglio il funzionamento del modello di simulazione appena illustrato, può essere utile presentare un semplice esempio numerico che consenta di cogliere la logica che sta alla base della formazione delle masse e della procedura di riparto.

A tal fine si consideri una società di capitali (a responsabilità limitata⁷²), dichiarata fallita, che intraprende il processo di liquidazione fallimentare; la società in questione presenta uno stato attivo sintetizzato nella seguente tabella:

⁷² La scelta di considerare, in questo semplice esempio numerico, una società senza soci illimitatamente responsabili (senza quindi la sesta fase riferita al regresso sui patrimoni personali dei soci), deriva dalle finalità che questo esempio intende perseguire, che sono essenzialmente quelle di illustrare il funzionamento di fondo del modello, senza inserire nell'analisi le fonti di complicazione descritte in termini formali.

L'incidenza di tali fonti di complessità (garanzie personali ed esterne e regresso sul patrimonio dei soci) si potranno apprezzare in termini applicativi nell'ultima parte del presente lavoro, nella quale il modello teorico viene applicato a due casi reali, uno dei quali, tra l'altro, si riferisce ad una società con soci a responsabilità illimitata.

Cod. Attivo	Tipo Attivo	Tipo Massa	Descrizione Attivo	Valore contabile	Presunto valore realizzo
A1	Immobili industriali	Immobiliare	Fabbricato industriale	350	450
A2	Immobili commerciali	Immobiliare	Punto vendita 1	220	240
A3	Impianti	Mobiliare	Macchinario	25	30
A4	Crediti verso clienti	Mobiliare	Cliente A	5	5
A5	Crediti verso clienti	Mobiliare	Cliente B	4	4
A6	Crediti verso clienti	Mobiliare	Cliente C	5	5
A7	Magazzino	Mobiliare	Magazzino 1	20	20
A8	Magazzino	Mobiliare	Magazzino 2	15	15
A9	Immobili industriali	Immobiliare	Prefabbricato	40	40
A10	Immobili commerciali	Immobiliare	Punto vendita 2	150	175

Tabella 8 Stato attivo dell'impresa

Come si può notare, è importante evidenziare la distinzione tra la valutazione a valori contabili e quella a valori di realizzo (ossia quelli rilevanti ai fini della procedura e derivanti da specifiche perizie effettuate da esperti): come spesso accade nella realtà, è stato ipotizzato superiore rispetto a quello contabile, mentre per quanto riguarda le voci del circolante si è assunta una sostanziale coincidenza tra i valori di bilancio e quelli di presunto realizzo (con riferimento ai crediti verso clienti questo è giustificato dall'esistenza di svalutazioni analitiche nel fondo svalutazione crediti). Per quanto riguarda invece lo stato passivo, l'impresa presenta la situazione descritta dalla Tabella 9:

Cod. Credito	Creditore	Tipo Credito	Debito residuo	Gar. Reale	Oggetto Gar.	Causa Prelazione
C1	Banca A	Mutuo ipotecario	440	Ipoteca	A1	Privilegio speciale ex art. 2808
C2	Banca B	C/C ordinario	160	Ipoteca	A10	Privilegio speciale ex art. 2808
C3	Banca C	Mutuo chirografario	230	Ipoteca	A2	Privilegio speciale ex art. 2808
C4	Dipendente	Retribuzioni lav.sub.	30	-	-	Privilegio generale ex art. 2751bis C.1
C5	Fornitore A	Credito artigiano	20	-	-	Privilegio generale ex art. 2751bis C.5
C6	Fornitore B	Credito ordinario	40	-	-	-
C7	Avvocato	Credito professionista	55	-	-	Privilegio generale ex art. 2751bis C.2
C8	Fornitore C	Credito ordinario	40	-	-	-

Tabella 9 Stato passivo dell'impresa

Come si può notare, per semplicità si è ipotizzato che le garanzie (ipoteche) associate ai crediti vantati dagli istituti bancari abbiano per oggetto immobili di proprietà dell'impresa: in sostanza si è assunta l'esistenza di sole garanzie reali interne, senza introdurre nel modello garanzie reali esterne fondate su beni di terzi (terzi datori di ipoteca), la cui incidenza è stata però ampiamente presentata in termini formali nel § 3.3.2. Con riferimento ad ogni singolo credito è stata inoltre evidenziata la relativa causa di prelazione, che determina, come si vedrà tra poco, l'ordine di soddisfazione dei crediti. Una volta delineata la situazione di partenza, è possibile procedere alla vera e propria procedura di riparto; nonostante, come detto, la ripartizione della massa mobiliare e di quella immobiliare nella realtà sia contestuale e parallela, per chiarezza espositiva è meglio ragionare per tappe successive che consentano di evidenziare il funzionamento del modello di simulazione. Per quanto riguarda la **massa immobiliare** è necessario procedere alla creazione di una pluralità di sottomasse quanti sono gli immobili liquidati, e in relazione a ciascuna di esse formare una distinta graduatoria, con al vertice i crediti assistiti da privilegio speciale, seguiti da quelli ipotecari, ed infine i crediti con collocazione sussidiaria sugli immobili, secondo quanto già evidenziato in precedenza nella Figura 3 rappresentante la struttura del modello. In primo luogo è necessario procedere alla simulazione della prima fase della procedura di ripartizione della massa immobiliare (crediti assistiti da privilegi speciali e crediti ipotecari); a tal fine è opportuno fare riferimento alla tabella presentata precedentemente relativa ai privilegi sulla massa immobiliare (Tabella 5), nella quale è evidenziata la priorità di rimborso dei vari crediti sulla base della causa di prelazione ad essi associata. Sulla base di queste considerazioni è possibile costruire la seguente tabella, nella quale è possibile notare l'escussione delle garanzie reali interne:

Cod. Immob.	N° priv. imm.	Causa prelazione (priv. speciale)	Presunto valore realizzo	Ammontare dovuto	Ammontare pagato	Debito residuo	Valore residuo asset
A1	1	ex art. 2770	450	-	-	-	450
	3	ex art. 2771	450	-	-	-	450
	6	ex art. 2772 c.1,2,3	450	-	-	-	450
	10	ex art. 2808	450	440 (C1)	440	-	10
A2	1	ex art. 2770	240	-	-	-	240
	3	ex art. 2771	240	-	-	-	240
	6	ex art. 2772 c.1,2,3	240	-	-	-	240
	10	ex art. 2808	240	230 (C3)	230	-	10
A9	1	ex art. 2770	40	-	-	-	40
	3	ex art. 2771	40	-	-	-	40
	6	ex art. 2772 c.1,2,3	40	-	-	-	40
	10	ex art. 2808	40	-	-	-	40
A10	1	ex art. 2770	175	-	-	-	175
	3	ex art. 2771	175	-	-	-	175
	6	ex art. 2772 c.1,2,3	175	-	-	-	175
	10	ex art. 2808	175	160 (C2)	160	-	15

Tabella 10 Simulazione delle prime due fasi del processo di riparto della massa immobiliare

Come si può notare, non esistendo crediti assistiti da privilegi speciali superiori all'ipoteca ($j < 10$), in questo caso le prime due fasi del riparto della massa immobiliare si risolvono nell'escussione delle garanzie reali interne associate ai crediti bancari; la tabella mostra chiaramente come i tre immobili oggetto di garanzia ($A1$, $A2$ e $A10$) siano tutti capienti, ossia siano in grado di soddisfare in pieno i relativi crediti, che di conseguenza non subiscono perdite. In relazione ad ogni immobile, inoltre, è stato evidenziato il valore residuo degli *asset* a seguito dell'escussione delle garanzie, la cui somma costituirà, come si vedrà tra breve, l'ammontare a disposizione dei crediti non interamente soddisfatti a seguito del riparto della massa mobiliare (collocazione sussidiaria sugli immobili). Proprio per questo, prima di procedere alla simulazione di questa terza fase del processo di riparto immobiliare, è necessario presentare la simulazione della ripartizione della massa mobiliare, per evidenziare l'esistenza di eventuali crediti non interamente soddisfatti che potenzialmente concorreranno alla ripartizione del residuo immobiliare. A differenza di quanto accade con la massa immobiliare, la **massa mobiliare** prevede una graduatoria unica, che richiede innanzitutto la determinazione del valore della massa mobiliare stessa (MM); nel caso in questione si ha che:

$$MM = A3 + A4 + A5 + A6 + A7 + A8 = 30 + 5 + 4 + 5 + 20 + 15 = 79$$

Una volta determinato l'ammontare della massa mobiliare, sempre facendo affidamento alle tabelle riassuntive dei privilegi, in questo caso a quella relativa ai privilegi mobiliari (Tabella 4), è possibile simulare il processo di riparto della massa mobiliare; a tal fine è stata predisposta la seguente tabella:

N° priv. mob.	Causa prelazione (privilegio)	Valore massa mob.	Ammontare dovuto per ordine di privilegio	Amm. pagato	Valore residuo massa mob.	Debito residuo per ordine privilegio	LGD	Collocazione sussidiaria su immobili
1	Speciale ex art. 2755	79	-	-	79	-	-	
3	Speciale ex art. 2784	79	-	-	79	-	-	
5	Generale ex art. 2751 bis c.1	79	30 (C4)	30	49	-	0%	13
6	Generale ex art. 2751 bis c.2	49	55 (C7)	49	-	6	11%	14
7	Generale ex art. 2751 bis c.3	-	-	-	-	-	-	15
9	Generale ex art. 2751 bis c.5	-	20 (C5)	-	-	20	100%	
39	Chirografari e privilegiati incapienti	-	80 (C6+C8)	-	-	80	100%	18
40	Crediti postergati e di regresso dei soci	-	-	-	-	-	-	19

Tabella 11 Simulazione del riparto della massa mobiliare

La tabella evidenzia chiaramente come l'ammontare relativamente esiguo della massa mobiliare consenta la soddisfazione integrale solo del credito vantato dal dipendente per retribuzioni di lavoro subordinato (privilegio generale *ex art. 2751 bis C.I.*), mentre comporti delle perdite parziali (nel caso dei crediti dei professionisti) ed integrali (nel caso dei creditori artigiani e di quelli chirografari) a carico degli altri creditori; tali perdite sono misurate dal livello della *loss given default*, che risulta molto contenuta nel caso dei crediti dei professionisti (11%), mentre è pari al 100% per i crediti artigiani e per quelli chirografari.

In sostanza, nel caso in questione, il riparto della massa mobiliare non è sufficiente per soddisfare integralmente i crediti con prelazione su di essa e quelli chirografari; come si può notare, l'ultima colonna della tabella presenta il numero di privilegio immobiliare relativo ad ogni causa di prelazione in caso di collocazione sussidiaria sugli immobili. Il fatto che esistano crediti non soddisfatti mediante la ripartizione della massa mobiliare, con collocazione sussidiaria sugli immobili, impone infatti di modellizzare il riparto del residuo immobiliare; a questo proposito è innanzitutto necessario calcolare il presunto valore di realizzo della massa immobiliare residua (*MIR*), che in questo caso (a causa dell'assenza di crediti assistiti da privilegi speciali anteriori all'ipoteca) risulta pari alla somma del valore residuo degli immobili *post* escussione delle garanzie reali interne, ovvero:

$$MIR = (A1-C1)+(A2-C3)+A9+(A10-C2) = 10+10+40+15 = 75$$

Una volta calcolato tale valore, è possibile schematizzare il riparto del residuo immobiliare facendo affidamento alla seguente tabella, nella quale, in assenza della possibilità di regresso sui soci illimitatamente responsabili (la società è a responsabilità limitata), è evidenziata la *loss given default* finale in capo alle diverse categorie di creditori:

N° priv. immobiliare		Causa prelazione (privilegio)	Presunto valore realizzo	Ammontare dovuto	Amm. pagato	Valore residuo	Debito residuo	LGD
Priv. mob. con collocaz. sussidiaria	11	Generale <i>ex art. 2751</i>	75	-	-	75	-	-
	13-15	Generale <i>ex art. 2751 bis c.1-2-3</i>	75	6 (incapienza C7)	6	69	-	0%
	17	Generale <i>ex art. 2752 c.3</i>	69	-	-	-	-	-
18	Chirografari e privilegiati incipienti	69	100 (C5+C6+C8)	69	-	31	31%	
19	Crediti postergati e di regresso dei soci	-	-	-	-	-	-	

Tabella 12 Simulazione del riparto del residuo immobiliare (collocazione sussidiaria sugli immobili)

Come si può notare, grazie alla possibilità di soddisfacimento del credito attraverso il riparto del residuo immobiliare, il professionista titolare del credito C7 riesce a recuperare anche la quota di credito non soddisfatta con il ricavato mobiliare, annullando di fatto la perdita

associata al credito. Risulta evidente inoltre che anche i creditori chirografari (C6 e C8) e quelli artigiani (C5) beneficiano della collocazione sussidiaria sugli immobili, riducendo la *loss given default* dal 100% al 31%.

Come si può cogliere dal semplice esempio appena presentato, il modello costruito consente di simulare in termini giuridicamente corretti una procedura complessa come quella di liquidazione fallimentare, e quindi può essere proficuamente utilizzato ai fini della comprensione degli esiti della procedura fallimentare per le diverse categorie di creditori. Il modello gode di un elevato grado di generalità e flessibilità, che consente di introdurre nell'analisi ulteriori fonti di complessità rispetto a quelle presentate nell'esempio numerico ora presentato, come l'esistenza di garanzie personali associate a determinati crediti, nonché la presenza di garanzie reali esterne; è importante inoltre sottolineare come esso si possa adattare ad imprese con forme giuridiche eterogenee (e quindi con profili di responsabilità diverse per le obbligazioni sociali): nel caso in cui, infatti, l'impresa oggetto dell'esempio precedente fosse stata una società di persone con responsabilità illimitata, il modello avrebbe consentito di simulare, come ampiamente dimostrato dal punto di vista analitico nel § 3.3.6, il regresso sul patrimonio dei soci illimitatamente responsabili da parte dei creditori chirografari e dei privilegiati incapienti, che, con ogni probabilità, avrebbe ulteriormente ridotto la *loss given default* in capo a tali categorie di creditori.

3.5. Definizione dei profili di convenienza per le diverse categorie di soggetti coinvolti

Come già detto in apertura del presente capitolo, una volta presentato un modello finanziario per la determinazione del valore di liquidazione e della ripartizione dello stesso tra le diverse categorie di attori coinvolti nella crisi, è necessario approfondire l'analisi e adottare un approccio focalizzato sullo stato passivo dell'impresa, ossia sui diversi soggetti che vantano posizioni nei confronti della stessa.

La crisi d'impresa comporta, infatti, l'insorgere di inevitabili conflitti tra i soggetti destinati a subire, a vario titolo, gli oneri del mancato successo dell'iniziativa economica; ciascuno di questi soggetti tende normalmente a difendere le proprie posizioni giuridiche e, quindi, può avere convenienze diverse rispetto alle modalità di soluzione della crisi. Questi conflitti di interesse, dal punto di vista concettuale, si dovrebbero ricomporre attraverso il criterio della massimizzazione del valore economico dell'impresa in crisi; la massimizzazione del valore si può realizzare in forme diverse alla luce della effettiva situazione economica, finanziaria e patrimoniale, delle prospettive del mercato in cui l'impresa opera, della disponibilità di risorse per finanziarne i processi di ristrutturazione⁷³. Secondo questa impostazione, la continuazione dell'attività d'impresa dovrebbe essere disposta solo quando risponde a principi di convenienza economica, al di fuori di condizionamenti derivanti da fattori sociali operanti secondo logiche parziali e di breve periodo. Proseguire l'attività di imprese in crisi irreversibile determina una dissipazione di mezzi finanziari e di capacità professionali e tecnologiche che potrebbero essere investiti in iniziative sane; per contro, determinare l'anticipata cessazione di aziende che, pur in situazione di difficoltà, sono tuttavia risanabili conduce nondimeno alla distruzione di una quota di potenziale produttivo⁷⁴.

⁷³ Boccuzzi G., "Il rilievo strategico delle procedure concorsuali di risanamento per la soluzione della crisi", marzo 2003, Intervento al convegno "Il valore strategico per le PMI della riforma della disciplina delle crisi aziendali", Bari.

⁷⁴ In entrambi i casi si parla di "costi da distorsione", derivanti dalla scelta della soluzione errata di composizione della situazione di crisi; definendo V_{LIQ} il valore di liquidazione e V_{GC} il valore di funzionamento (valore di *going concern*), l'entità di tali costi da distorsione risulta pari a $|V_{GC} - V_{LIQ}|$. Sotto il profilo dell'efficienza, quindi, le procedure liquidatorie minimizzano i costi da distorsione quando $V_{LIQ} > V_{GC}$, mentre appaiono distorsive ogniqualvolta la continuazione sarebbe preferibile, ossia quando $V_{GC} > V_{LIQ}$ (naturalmente lo stesso discorso vale, in senso contrario, per le procedure volte alla continuazione dell'attività operativa).

Nonostante quanto detto finora sia corretto dal punto di vista teorico, è evidente che l'elaborazione di un modello decisionale a supporto del *crisis management* impone di affrontare il problema della risoluzione dei conflitti relativi alla distribuzione degli oneri che può essere necessario sostenere per la soluzione della crisi e all'attribuzione del valore ricavabile dall'impresa, sia nel caso di risanamento che di liquidazione. Infatti è certamente possibile affermare che i creditori (considerati come gruppo e non come singoli) hanno interesse che dal patrimonio del comune debitore (l'impresa) sia tratta la massima utilità possibile, e che tale interesse, relativamente all'impresa stessa, si specifichi nella continuazione o nella cessazione a seconda che essa valga più come complesso di beni in attività (*going concern*) o come complesso di beni disaggregati. La comunanza di interessi fra i creditori, tuttavia, non è sufficiente a renderli un gruppo coeso e in grado di esercitare efficacemente il controllo sull'impresa: da un lato, infatti, può esservi obiettiva incertezza sulle scelte da compiere, dall'altro lato, come già accennato, all'interno della categoria dei creditori possono coesistere interessi profondamente diversi⁷⁵. La manifestazione del *default* trasforma i creditori nei reali *residual claimants*, e, in quanto tali, negli effettivi esercenti del controllo sull'impresa in crisi; i creditori, in sostanza, subentrano ai proprietari e possono gestire l'azienda come ritengono più opportuno: ciò è, d'altronde, efficiente perché essi sono le persone maggiormente interessate alla massimizzazione del valore dell'impresa e quindi hanno diritto ad avere l'ultima parola sul destino dell'impresa.

Una volta chiariti questi aspetti teorici di fondo, necessari per comprendere la rilevanza di una modellizzazione dei comportamenti e delle regole di scelta dei creditori, è possibile focalizzare l'analisi sulle singole categorie degli stessi, per capire come la natura del creditore o la presenza di specifiche cause legittime di prelazione possano incidere sulla preferenza del creditore per una soluzione di liquidazione o di risanamento. Modellizzare, almeno parzialmente, i profili ottimali di scelta per le diverse categorie di soggetti coinvolti nella crisi significa focalizzare l'analisi sui gruppi più importanti di attori ed evidenziarne gli interessi e le preferenze; a tal proposito verranno presi in considerazione i processi di scelta dei **proprietari** (§ 3.5.1), dei **creditori garantiti** (§ 3.5.2) ed infine di quelli **non garantiti** (§ 3.5.3).

3.5.1. Le regole di scelta: i proprietari

Ai fini della definizione di regole di scelta ottimali per i proprietari nella gestione di una crisi, è fondamentale capire quali sono le condizioni economico-finanziarie che spingono i proprietari dell'impresa a preferire la soluzione di liquidazione a quella di risanamento (o viceversa), sulla base del ruolo e degli interessi degli stessi in un eventuale processo di ristrutturazione. Per conferire oggettività e rigore formale all'analisi (così come sarà fatto in seguito nella disamina dei casi del creditore garantito e di quello non garantito), ancora una volta è opportuno fare riferimento a dei **criteri di valore** che consentano un confronto diretto tra gli *outcome* delle due soluzioni alternative per i proprietari: in primo luogo, quindi, è necessario evidenziare i fattori che incidono sul valore di liquidazione e su quello nell'ipotesi di continuità operativa, per poi procedere ad una valutazione comparativa e all'indicazione dei profili ottimali di scelta.

Per quanto riguarda il **valore di liquidazione per i proprietari**, è evidente che al valore di liquidazione del capitale netto (quello calcolato secondo le modalità descritte nel § 3.2 e denominato E_{LIQ}) vanno sottratti i costi in cui i proprietari potrebbero incorrere nel corso delle procedure pubbliche di carattere liquidatorio:

- In particolare, nel caso in cui, analogamente quanto ipotizzato nella descrizione del modello (§ 3.3.6), la società annoveri nel suo assetto proprietario f soci illimitatamente responsabili, è necessario dedurre il valore di escussione dei loro

⁷⁵ Stanghellini L., "Proprietà e controllo dell'impresa in crisi", 2004, Rivista del Diritto Commerciale, p. 1057.

patrimoni personali (sino a concorrenza dei debiti non soddisfatti mediante la preventiva escussione del patrimonio aziendale). Utilizzando la stessa simbologia impiegata nel § 3.3.6, è possibile definire tale valore di escussione come la differenza tra la sommatoria dei patrimoni effettivamente aggredibili dai creditori rimasti insoddisfatti dopo il riparto del ricavato dalla vendita delle attività aziendali (PP_i) e la sommatoria dei patrimoni residui dopo il regresso dei creditori (PP_i'); in sostanza, il valore di escussione dei patrimoni personali degli f soci illimitatamente responsabili risulta pari a:

$$\sum_{i=1}^f (PP_i - PP_i') = \sum_{i=1}^f AP_i = AP$$

Come si può notare, il valore di escussione dei patrimoni personali dei soci a responsabilità illimitata corrisponde all'ammontare complessivamente pagato ai creditori attingendo dai patrimoni stessi (AP)⁷⁶.

- Un ulteriore costo per i proprietari, in caso di liquidazione, è rappresentato dai *costi interni di gestione della procedura* (C_{proc}), che corrispondono, in sostanza, con i costi diretti del fallimento (spese di giustizia e amministrative), che, come sostenuto da vari autori⁷⁷, spesso sono rilevanti ma, allo stesso tempo, non significativamente diversi dai costi diretti delle altre soluzioni, quali le procedure pubbliche orientate alla continuazione (ad esempio il concordato preventivo con finalità di risanamento) o la ristrutturazione stragiudiziale.
- Dal punto di vista dei proprietari (ed in particolare se si tratta di azionisti), le procedure volte all'interruzione dell'impresa appaiono svantaggiose anche sotto il profilo del *costo opportunità* (C_{opp}) dovuto all'impossibilità di realizzare progetti di investimento redditizi (con VAN positivo) a causa della non disponibilità dei finanziatori a erogare nuovo capitale di credito⁷⁸.
- Per quanto riguarda i *costi di agenzia* (costi dei conflitti di interesse tra azionisti e creditori), è plausibile ipotizzare che essi siano nulli *ex-post*, ossia durante lo svolgimento della procedura; come si è visto, infatti, la procedura fallimentare prevede lo spossessamento del debitore e l'affidamento della gestione ad un curatore, che opera sotto la vigilanza di un giudice delegato: in tal caso è evidente l'impossibilità, per i proprietari, di porre in atto comportamenti opportunistici quali l'aumento del livello di rischio degli investimenti o il consumo eccessivo di *benefit* non monetari⁷⁹. Più difficile è invece quantificare tali costi in un'ottica *ex-ante*, anche se la severità della procedura fallimentare (che prevede appunto la

⁷⁶ Per la procedura di determinazione di PP_i , PP_i' e AP_i si rimanda a quanto detto nel § 3.3.6. L'ammontare pagato complessivo comprende anche quanto pagato dai soci capienti per debiti non soddisfatti nell'escussione del patrimonio di uno o più soci non capienti (ossia l'ammontare pagato comprende già, fino a concorrenza dell'ammontare disponibile, l'eventuale differenza da imputare ai soci capienti, quella che nel § 3.3.6 è stata denominata Δsc).

⁷⁷ Ad esempio si veda Barontini R., (1997), Op.Cit.. Nonostante uno degli obiettivi della riforma della legge fallimentare fosse quella di una drastica riduzione dei costi diretti del fallimento mediante una privatizzazione delle procedure, i dati empirici dei primi anni di applicazione dimostrano come finora ciò non si sia verificato (si veda Candidi A.M., Negri G., "Fallimenti in calo, la mini-riforma non salva il creditore", da Il Sole 24 Ore del 26/05/2008).

⁷⁸ Le soluzioni liquidatorie non prevedono nessuno strumento volto a ridurre questo costo, a differenza di quanto accade nelle procedure volte alla continuazione dell'impresa (si pensi al regime delle predeuzioni della nuova finanza erogata in funzione o in esecuzione di specifici piani di risanamento); proprio per questo il livello di tali costi tende ad essere più elevato, in linea di principio, nelle procedure liquidatorie.

⁷⁹ Romanelli P., "Crisi d'impresa: relazioni tra costi e soluzioni nella prospettiva del valore d'impresa", 2000, Economia e Politica Industriale, 27(106), p. 166.

perdita del controllo e dell'amministrazione dell'impresa) può determinare una riduzione degli incentivi allo sviluppo di costi di agenzia *ex-ante* da parte dei proprietari⁸⁰. La difficoltà di quantificare questi costi, connessa al loro presumibile scarso ammontare in caso di liquidazione, consiglia quindi di considerarli trascurabili al fine della definizione di modelli decisionali.

Sulla base di queste considerazioni, il valore in caso di liquidazione per i proprietari (definito PR_{LIQ}) può essere così definito⁸¹:

$$PR_{LIQ} = E_{LIQ} - \sum_{i=1}^f (PP_i - PP_i') - C_{proc} - C_{opp}$$

Nel **caso di continuità operativa**, invece, è necessario considerare il ruolo attivo esercitato dai proprietari nel processo di gestione della ristrutturazione; come sarà meglio approfondito nel prossimo capitolo, ogni piano di risanamento credibile deve prevedere specifiche operazioni di *financial restructuring* volte, nella generalità dei casi, ad una riduzione del rapporto di indebitamento.

Una proprietà responsabile deve quindi essere in grado di comprendere a fondo e di soddisfare, per quanto le compete, le esigenze di ricostituzione dei mezzi propri, mediante *nuovi apporti di capitale* (E_{NEW})⁸²: si tratta infatti di una necessità quasi sempre imprescindibile, tanto perché l'impresa in crisi denuncia forti perdite pregresse da ricoprire e livelli di indebitamento da cui rientrare, quanto perché l'avvio e lo sviluppo di strategie di risanamento richiedono spesso ulteriori investimenti. Gli istituti di credito, inoltre, sono disposti a finanziare gli interventi di risanamento ponendo come *conditio sine qua non* la ricapitalizzazione dell'impresa, che rappresenta, agli occhi dei finanziatori, un'importante segnale di fiducia dei proprietari nei confronti dell'iniziativa di ristrutturazione elaborata; l'apporto di mezzi propri infatti, rappresentando un impegno forte e credibile da parte dei proprietari, è sinonimo della forte volontà da parte dei soci di porre rimedio alla situazione di crisi e di tornare alle condizioni di economicità nella gestione. I nuovi apporti di capitale ovviamente rappresentano, per i proprietari, dei costi, che devono essere dedotti dal valore economico del capitale netto post-risanamento E_{RIS} (calcolato secondo le modalità che saranno presentate nel prossimo capitolo), per ottenere il valore per i proprietari in caso di continuità operativa e di risanamento (PR_{RIS}), che può quindi essere così definito:

$$PR_{RIS} = E_{RIS} - E_{NEW}$$

Naturalmente il valore così ottenuto non è una quantità certa, poiché risente in modo decisivo delle assunzioni alla base del piano di risanamento e alle proiezioni economico-finanziarie adottate per procedere al calcolo del valore del capitale netto dell'impresa ristrutturata (E_{RIS}); nello stesso modo, però, è possibile considerare incerto anche il valore di liquidazione del capitale netto (E_{LIQ})⁸³ e quindi il valore per i proprietari in caso di liquidazione (PR_{LIQ}).

⁸⁰ Cfr. Cornelli F., Felli L., (1994).

⁸¹ E' evidente che nel caso di responsabilità limitata dei soci il secondo addendo, ossia il valore di escussione del patrimonio personale dei soci, non va preso in considerazione, con conseguenza benefiche per i soci ma negative per i creditori, che si trovano a dover fare affidamento esclusivo (in assenza di garanzie) sulla massa attiva dell'impresa.

⁸² Zampi V., "Proprietà e governo delle imprese", 1995, Cedam, Padova, p. 280.

⁸³ La stima del valore di liquidazione è spesso fortemente condizionata dai prezzi di cessione di alcuni cespiti (ad esempio partecipazioni e scorte), che dipendono da circostanze difficilmente prevedibili a priori. A ciò è necessario

Appare quindi evidente che l'intero processo decisionale sconta un elevato grado di incertezza che deriva dalla presenza di variabili aleatorie non modellizzabili. Nonostante questo, sulla base delle relazioni appena presentate, è possibile identificare le **regole di scelta ottimali** per i proprietari per la soluzione della crisi aziendale:

- In particolare, nel caso in cui PR_{LIQ} risulti significativamente⁸⁴ superiore a PR_{RIS} ($PR_{LIQ} \gg PR_{RIS}$), i proprietari opteranno per la **liquidazione** dell'impresa, considerata la non convenienza economica del risanamento a fronte delle nuove erogazioni necessarie per la sua realizzazione; ciò avviene nel caso in cui la crisi sia particolarmente accentuata e comporti la difficoltà di individuare azioni di risanamento in grado di garantire in modo credibile un valore economico del capitale netto post-risanamento E_{RIS} sufficiente per giustificare l'adozione del piano di ristrutturazione. La scelta ricadrà sull'opzione di liquidazione anche nel caso in cui, invece, in presenza di soci illimitatamente responsabili, il valore economico del capitale netto post-risanamento E_{RIS} sia negativo e più ampio, in valore assoluto, del valore di escussione dei patrimoni personali dei soci⁸⁵: in questo caso, evidentemente, i proprietari dichiareranno fallimento per cercare di "limitare i danni" (per quanto possibile).
- Nel caso in cui, invece, il valore in caso di continuità operativa PR_{RIS} risulti superiore (anche non significativamente) a quello in caso di liquidazione PR_{LIQ} ($PR_{RIS} > PR_{LIQ}$), i proprietari sceglieranno di **proseguire l'attività operativa** e di implementare il progetto di risanamento impiegato per calcolare PR_{RIS} ; ciò accade quando esistono importanti opportunità di *business* derivanti dalla nuova configurazione strategica e operativa assunta dalla società in esecuzione del piano di ristrutturazione (alto valore di E_{RIS}), la cui attuazione non comporti un'esposizione significativa dei soci in termini di nuovi apporti di capitale (basso valore di E_{NEW}): un esempio tipico a riguardo è quello dei piani di risanamento che prevedono la cessione di *asset* non strategici e l'impiego delle somme così ricavate nella riduzione del rapporto di indebitamento e quindi nel miglioramento delle *performance* operative. Nel caso in cui siano presenti soci illimitatamente responsabili, la scelta della continuità operativa sarà giustificata anche nel caso in cui l'ipotesi di liquidazione preveda un elevato valore di escussione dei patrimoni personali, a fronte di un valore economico del capitale netto post-risanamento (E_{RIS}) positivo o quantomeno, se negativo, inferiore in valore assoluto rispetto a

$$\sum_{i=1}^f (PP_i - PP_i').$$

Come si può notare, attraverso questo modello di valutazione è possibile identificare le regole di scelta ottimali dei proprietari sulla base dei valori assunti dai diversi fattori che incidono su PR_{LIQ} e PR_{RIS} , e quindi può rappresentare un primo e valido supporto nella comprensione delle variabili critiche che influenzano le decisioni assunte dai proprietari per la soluzione della crisi.

aggiungere l'incertezza relativa ai tempi di liquidazione, che possono incidere in misura significativa sul valore di realizzo della attività.

⁸⁴ Data la rilevante aleatorietà su cui si fonda la determinazione del valore in caso di risanamento e di quello in caso di liquidazione, affinché i proprietari decidano di interrompere l'attività operativa per procedere alla liquidazione degli *asset* è necessario che PR_{LIQ} sia nettamente superiore rispetto a PR_{RIS} ; in presenza di dati incerti come PR_{LIQ} e PR_{RIS} , infatti, piccoli scostamenti non possono giustificare una scelta fondamentale come quella di cessare un progetto imprenditoriale che, in molti casi, ha comportato impegno e sacrifici per numerosi anni. L'abbandono dell'iniziativa imprenditoriale, infatti, soprattutto nelle realtà di piccole dimensioni, comporta conseguenze personali ed emotive che spingono i proprietari ad accettare il fallimento solo in presenza di evidenti e palesi profili di convenienza economica.

⁸⁵ Cfr. Erzegovesi L., Aldrighetti F., (2008).

3.5.2. Le regole di scelta: il creditore garantito

Dopo aver compreso quali sono i fattori alla base dei processi decisionali adottati dai proprietari per decidere la sorte dell'impresa in crisi, è possibile concentrarsi sullo stato passivo ed analizzare le regole di scelta ottimali per le diverse categorie di creditori; in primo luogo, data la rilevanza economica e giuridica del fenomeno, è opportuno considerare la posizione del creditore garantito, ossia del creditore che beneficia del diritto di soddisfare il proprio credito trattenendo, fino a concorrenza del credito, il corrispettivo ricavato dalla vendita del bene oggetto della garanzia⁸⁶.

Per comprendere a fondo i criteri di scelta del creditore garantito, è prima necessario analizzare brevemente la sua particolare natura e il ruolo economico esercitato nei confronti dell'impresa. La funzione delle garanzie, in ultima istanza, è quella di trasferire i rischi dai creditori garantiti a quelli non garantiti; un'analisi empirica della situazione delle imprese italiane dimostra come la gran parte dei crediti garantiti faccia riferimento a banche e a istituti di credito, soprattutto per i finanziamenti strutturali a medio-lungo termine, mentre i fornitori e gli altri creditori operativi dell'impresa siano titolari di crediti non garantiti. Questa tendenza trova giustificazione economica nel fatto che, in presenza di finanziamenti a lungo termine, aumenta la possibilità che il debitore possa sottrarre le sue attività al creditore e, contestualmente, cresce anche il rischio di credito, per la maggiore possibilità che avvenimenti imprevisti condizionino il successo dell'attività economica finanziata. I prestiti a breve invece, a cui fanno ricorso di solito i fornitori, concedono al debitore minori possibilità di assumere un comportamento opportunistico⁸⁷: proprio per questo i fornitori spesso stipulano contratti a scadenza ravvicinata, in modo da poter sospendere la somministrazione in caso di mancato pagamento. Naturalmente, dal punto di vista prettamente economico e finanziario, il fatto che in Italia il legislatore, pur riconoscendo il valore dei crediti garantiti nella procedura fallimentare, abbia previsto l'esistenza di numerosi privilegi legali (generali o speciali), ha parzialmente ridotto l'efficacia del credito assistito da garanzie, e quindi ha contribuito ad incrementarne il costo.

Una volta comprese le ragioni economiche alla base dell'esistenza dei crediti garantiti e quindi gli interessi dei beneficiari delle garanzie, è possibile identificare, come fatto nel paragrafo precedente con i proprietari, i profili ottimali di scelta del creditore garantito, sempre facendo riferimento ai *payoff* ottenibili nei due scenari alternativi della liquidazione e della continuità operativa. In questo caso naturalmente, a differenza di quanto si è visto in precedenza con riferimento ai proprietari, il criterio di valore non fa riferimento al capitale netto ma al singolo credito in questione, ed in particolare al tasso di recupero dello stesso nelle due ipotesi alternative.

In caso di liquidazione, per comprendere e generalizzare il *payoff* ottenibile dal creditore garantito, è necessario fare riferimento al modello di valutazione presentato nel § 3.3. In linea teorica, per comprendere quali sono le poste positive che contribuiscono alla determinazione del *payoff* per i creditori (tanto quelli garantiti che quelli non garantiti) è necessario procedere alla costruzione di una serie di relazioni valide in generale, ripercorrendo il processo di progressiva soddisfazione del credito in questione, suddividendo l'analisi in tre fasi principali:

a) In primo luogo è necessario simulare la soddisfazione primaria del credito sulla massa di riferimento (mobiliare o immobiliare a seconda dei casi).

⁸⁶ Come già evidenziato nel corso del secondo capitolo, la garanzia può avere ad oggetto un credito, un bene mobile o immobile: nei primi due casi, il creditore risulta beneficiario di un diritto reale di pegno, mentre nel terzo caso di un diritto reale di ipoteca (che vale anche nel caso di beni mobili registrati).

⁸⁷ Jackson T.H., Scott R.E., "Secured Financing and Priorities Among Creditors", 1979, Yale Law Journal, 88, p. 1159. Nel caso dei fornitori infatti "quick turnover allows for changes in the credit terms in response to changes in the debtor's financial status".

b) Qualora la fase a) non sia sufficiente per soddisfare integralmente il credito in questione, è necessario procedere alla simulazione della soddisfazione del debito residuo nella collocazione sussidiaria sugli immobili, sulla base di quanto presentato nel § 3.3.5.

c) Qualora neanche la fase b) si sia dimostrata sufficiente per comportare la soddisfazione integrale del credito, è necessario prendere in considerazione i patrimoni personale dei soci illimitatamente responsabili e simulare l'escussione di tali patrimoni, che potrebbero garantire la soddisfazione del debito residuo ancora in essere (naturalmente solo qualora esistano soci a responsabilità illimitata).

Questo approccio di fondo, che ora verrà presentato con riferimento al creditore garantito, sarà utilizzato anche nel prossimo paragrafo relativo al creditore non garantito (§ 3.5.3), poiché deriva direttamente dal modello analitico di carattere generale sviluppato nel corso del § 3.3. Nel caso del creditore garantito, le tre fasi sopra presentate per il calcolo delle **componenti positive** del *payoff* in caso di liquidazione per il creditore garantito possono essere così schematizzate:

a) Innanzitutto il *payoff* del creditore garantito in caso di liquidazione dipende positivamente dal valore di escussione della garanzia reale o personale, fino a concorrenza dell'ammontare del credito garantito.

Per quanto riguarda il caso delle garanzie personali, l'analisi è piuttosto semplice perché il valore di escussione della garanzia risulta pari al minore tra il valore di iscrizione della garanzia e l'ammontare del credito garantito.

Più complesso e interessante ai fini pratici è invece il caso delle garanzie reali interne (in particolare quello delle ipoteche su beni immobili aziendali), che può essere analizzato correttamente sulla base del modello sviluppato e rappresenta sicuramente la situazione più diffusa nei rapporti tra imprese e finanziatori (soprattutto finanziari). Il creditore ipotecario beneficia in primo luogo della possibilità di trattenere, fino a concorrenza del proprio credito (di seguito definito, per coerenza di simbologia con la descrizione formale del modello, $C_{j=10,i}$) il ricavato dalla vendita dell'immobile aziendale oggetto di garanzia al netto di quanto destinato alla soddisfazione dei crediti assistiti da privilegi speciali anteriori all'ipoteca (I_i^{10}); in questo senso, la prima componente positiva per il calcolo del *payoff* in caso di liquidazione è quindi rappresentata da:

$$\min(I_i^{10}, C_{j=10,i})$$

b) Qualora l'escussione della garanzia reale interna non sia sufficiente per estinguere integralmente il debito dell'impresa nei confronti del creditore garantito, ovvero qualora l'ammontare iniziale del credito $C_{j=10,i}$ sia superiore al valore residuo dell'immobile oggetto di garanzia (I_i^{10}), è necessario simulare il riparto della massa immobiliare unsecured (§ 3.3.5), nel quale i creditori ipotecari non integralmente soddisfatti si collocano al numero di privilegio immobiliare $j=18$ per la parte del loro credito non soddisfatta mediante l'escussione della garanzia ($C_{j=10,i} - I_i^{10}$). In questo senso, la seconda componente positiva che concorre alla determinazione del *payoff* del creditore garantito in caso di liquidazione risulta pari a:

$$\min(MIR_{18}, C_{j=10,i} - I_i^{10})$$

ossia al minor valore tra l'ammontare del residuo immobiliare a disposizione dopo la soddisfazione dei crediti con $11 \leq j \leq 17$ (che, per coerenza con la formulazione adottata nel § 3.3.5, è definita MIR_{18}) e la quota di credito ancora non soddisfatta ($C_{j=10,i} - I_i^{10}$).

c) Qualora esistano soci a responsabilità illimitata e il credito garantito non abbia trovato ancora integrale soddisfazione ($C_{j=10,li} - I_i^{10} > MIR_{18}$), è necessario evidenziare i benefici potenzialmente ottenibili dal creditore garantito mediante il regresso sui patrimoni degli f soci a responsabilità illimitata (§ 3.3.6). In questo caso è possibile descrivere la terza ed ultima componente positiva per il calcolo del *payoff* ottenibile dal creditore garantito come:

$$\min \left[\sum_{i=1}^f PP_i, (C_{j=10,li} - I_i^{10}) - MIR_{18} \right]$$

Come si può notare, la terza componente positiva è pari al minor valore tra quanto escutibile dai patrimoni personali degli f soci illimitatamente responsabili e l'ammontare del credito residuo dopo la fase b) (collocazione sussidiaria sugli immobili).

Per ottenere il *payoff* ottenibile dal creditore garantito in ipotesi di liquidazione è ora necessario dedurre dalle tre componenti positive appena presentate le **componenti negative**, che sono rappresentate essenzialmente:

- dai *costi di gestione della procedura* (C_{proc}): essi, rappresentando dei crediti prededucibili, che devono essere soddisfatti con priorità assoluta, ancora prima di procedere al riparto delle masse, riducono la massa attiva su cui il creditore garantito può fare riferimento nel caso in cui il valore di escussione della garanzia non sia sufficiente a fare fronte al credito;
- dai *costi opportunità* (C_{opp}) associati alle opportunità di fornitura o di finanziamento future in caso di continuità operativa dell'impresa cliente: essi potrebbero essere indicativamente quantificati, nel caso di creditori operativi, mediante l'attualizzazione dei flussi annui mediamente generati grazie ai rapporti commerciali con l'impresa ad un tasso di sconto rappresentativo della redditività/rischiosità implicita nei rapporti commerciali con l'impresa stessa. Per i creditori finanziari invece una quantificazione di tali costi opportunità risulta più difficoltosa, a causa dell'impossibilità di prevedere *ex-ante* i fabbisogni finanziari futuri dell'impresa debitrice.

Sulla base di queste considerazioni, il *payoff* ottenibile dal creditore garantito (in particolare il creditore ipotecario) in caso di liquidazione (definito CG_{LIQ}) può essere stimato nel modo seguente:

$$CG_{LIQ} = \min(I_i^{10}, C_{j=10,li}) + \min(MIR_{18}, C_{j=10,li} - I_i^{10}) + \min \left[\sum_{i=1}^f PP_i, (C_{j=10,li} - I_i^{10}) - MIR_{18} \right] - C_{proc} - C_{opp}$$

Nel caso di continuità operativa, invece, per procedere ad una stima del *payoff* ottenibile dal creditore garantito, è necessario considerare il ruolo dello stesso nell'ambito del piano di ristrutturazione che l'impresa intende perseguire per risolvere la crisi.

Le **componenti positive** fanno riferimento essenzialmente:

- ai *rimborzi* (R) che il creditore può ricevere grazie al progressivo miglioramento delle condizioni economico-finanziarie dell'impresa debitrice, la cui quantificazione non può essere stimata *ex-ante* poiché strettamente correlata al contenuto e alla probabilità di successo del piano di risanamento (come si potrà apprezzare nel prossimo capitolo);

- al *valore del debito residuo* ancora in essere (che genericamente può essere definito come $D_{residuo}$), che riflette il *rating* dell'impresa migliorato dalla presenza della garanzia ad esso associata; è evidente, infatti, che la possibilità di soddisfare il proprio credito trattenendo il corrispettivo di vendita del bene oggetto della garanzia riduce il rischio di insolvenza dell'impresa (misurato appunto dal *rating*) e garantisce, *coeteris paribus*, una probabilità più alta di ricevere per intero quanto previsto contrattualmente.

A quest'ultimo proposito è necessario ricordare che, in caso di successo del piano di risanamento, il *rating* associato al debito dell'impresa dovrebbe, in linea teorica, migliorare, come conseguenza del progressivo recupero della redditività economica e del raggiungimento di una struttura finanziaria più equilibrata. Questo dovrebbe garantire una maggiore solvibilità da parte dell'impresa debitrice e quindi un valore di recupero più alto del credito (fino all'integrale soddisfazione dello stesso).

Per quanto riguarda invece le **componenti negative**, è evidente che in alcuni casi, soprattutto se si tratta di creditori finanziari, il progetto di risanamento richiede il rilascio da parte del creditore garantito di ulteriori finanziamenti, per alimentare gli investimenti funzionali al progetto stesso. Le *nuove erogazioni (NE)*, dal punto di vista del creditore garantito, rappresentano nell'immediato un onere da sostenere, che va dedotto dalle componenti positive di cui il creditore garantito potrebbe beneficiare in caso di continuazione dell'attività operativa da parte dell'impresa.

Sulla scorta di queste osservazioni, il *payoff* che il creditore garantito può ricavare in ipotesi di continuità operativa (CG_{RIS}) può essere così espresso:

$$CG_{RIS} = R + D_{residuo} - NE$$

Ora che sono stati analizzati i fattori che determinano il livello dei *payoff* nelle due ipotesi alternative, è possibile evidenziare i **criteri di scelta ottimali** da parte del creditore garantito:

- In particolare, se CG_{LIQ} è significativamente superiore a CG_{RIS} ($CG_{LIQ} \gg CG_{RIS}$) il creditore garantito preferirà senza esitazioni la **liquidazione** dell'impresa: ciò accade, ad esempio, quando l'impresa non presenta credibili prospettive di risanamento a fronte di una rilevante richiesta di finanziamenti indirizzata al creditore garantito (elevato valore delle nuove erogazioni NE) e il creditore riesce a recuperare l'intero credito mediante l'escussione della garanzia reale o personale di cui beneficia (ossia, nel caso del creditore ipotecario, il bene oggetto della garanzia ha un valore residuo I_i^{10} superiore all'ammontare del credito garantito $C_{j=10,i}$). Per il creditore garantito, infatti, ciò che rileva ai fini della scelta della soluzione migliore non è il valore del capitale netto in caso di liquidazione o di risanamento (come accade nel caso dei proprietari), quanto piuttosto la quota di credito che egli ritiene di potere recuperare al termine del processo liquidatorio o di ristrutturazione. Proprio per questo, nel caso in cui la garanzia si riveli efficace, ovvero il valore di escussione della garanzia assicuri l'integrale soddisfazione del credito, il creditore garantito opererà per la soluzione più rapida e meno costosa; in questo senso, quindi, il creditore garantito potrebbe avere incentivi a non aderire alla sistemazione stragiudiziale della crisi anche nel caso in cui il valore di funzionamento dell'impresa in crisi fosse superiore a quello di liquidazione⁸⁸. Naturalmente per il creditore non è facile stabilire a priori quale sia la procedura più rapida, anche in considerazione del fatto che,

⁸⁸ James C., "When do banks take equity in debt restructuring?", 1995, Review of Financial Studies, 8, pp. 1209-1234.

spesso, i piani di ristrutturazione richiedono alcuni anni prima di fornire i risultati attesi; nonostante questo, la cronica lentezza delle procedure fallimentari non consente di affermare in assoluto che la procedura più rapida sia quella liquidatoria.

- Viceversa, il creditore garantito potrebbe privilegiare la soluzione della **continuità operativa** anche nel caso in cui il valore di funzionamento fosse inferiore a quello di liquidazione, qualora l'ottenimento delle proprie spettanze risultasse compromesso in sede liquidatoria a causa dell'inefficacia della garanzia (nel caso del creditore ipotecario, valore di I_i^{10} nettamente inferiore all'ammontare del credito garantito a causa dell'esiguo valore di realizzo dell'immobile oggetto di garanzia (I_i) o della presenza di numerosi e rilevanti crediti assistiti da privilegi speciali anteriori all'ipoteca). Una scelta di questo tipo potrebbe essere giustificata anche nel caso in cui la garanzia non sia capiente e i costi opportunità associati alle mancate forniture o ai mancati finanziamenti siano piuttosto elevati (alto valore di C_{opp}): spesso infatti il creditore garantito (soprattutto la banca) è incentivata a partecipare ad una ristrutturazione stragiudiziale al fine di preservare i benefici "privati" che derivano dalle relazioni instaurate nel tempo con l'impresa cliente, benefici che, evidentemente, verrebbero meno ove l'impresa fosse liquidata⁸⁹.

3.5.3. Le regole di scelta: il creditore non garantito

La posizione del creditore non garantito è ovviamente molto delicata in un contesto di crisi d'impresa, poiché egli è sicuramente un soggetto molto esposto al rischio di perdite connesse al mancato recupero del credito vantato nei confronti dell'impresa; se, infatti, il creditore garantito è principalmente interessato all'esistenza e alla capienza del bene oggetto della garanzia, nel caso dei creditori non garantiti l'interesse è più generale, e riguarda l'intero ammontare delle masse attive mobiliari ed immobiliari.

Prima di procedere alla disamina dei profili ottimali di scelta è però necessario ricordare che all'interno della categoria dei creditori non garantiti non rientrano solamente i creditori chirografari, ossia i titolari di crediti non assistiti da alcun tipo di privilegio o garanzia reale o personale, ma anche i creditori privilegiati, ovvero coloro ai quali la legge accorda una causa legittima prelazione che li antepone ai chirografari nella ripartizione delle masse attive fallimentari. Nonostante questo, nell'analisi che segue si è ritenuto opportuno includere le due categorie in un unico gruppo di creditori, quello, appunto, dei creditori non garantiti (creditori *unsecured*): per fare ciò è sufficiente considerare, come fatto nel modello di simulazione descritto nel § 3.3, i creditori chirografari alla stregua di creditori privilegiati con grado di privilegio successivo a tutti quelli relativi ai creditori privilegiati veri e propri. In sostanza, il *payoff* ottenibile dal creditore non garantito **in ipotesi di liquidazione** dipende dalla *seniority* associata al credito, ossia dall'importanza relativa del privilegio associato al credito: naturalmente, quanto più importante sarà la causa di prelazione associata al credito tanto maggiore sarà la probabilità di recuperare integralmente o con una *LGD* contenuta il credito stesso.

Per non appesantire eccessivamente l'analisi, ci si limiterà nel seguito alla presentazione del caso di un credito non garantito con prelazione sulla massa mobiliare (C_x), avente un numero di privilegio mobiliare⁹⁰ generico $0 \leq x \leq 40$; d'altra parte per estendere l'analisi al caso di un credito con prelazione sulla massa immobiliare sarebbe sufficiente adeguare l'approccio di analisi che verrà ora presentato sulla base del modello analitico descritto nel § 3.3. Sulla base

⁸⁹ Franks J.R., Nyborg K.G., "Control Rights, Debt Structure and the Loss of Private Benefits: The Case of the UK Insolvency Code", 1996, Review of Financial Studies, 9(4), pp. 1165-1210.

⁹⁰ Cfr. Tabella 4.

di queste assunzioni di base e riprendendo il procedimento utilizzato nel paragrafo precedente nel caso del creditore garantito, il *payoff* ottenibile dal creditore non garantito con prelazione sulla massa mobiliare presenta le seguenti tre **componenti positive**:

a) La prima componente positiva deriva dalla ripartizione progressiva della massa mobiliare iniziale (MM) e dipende direttamente dal numero di privilegio mobiliare x associato al credito in questione C_x ; in termini analitici, tale componente può essere indicata come:

$$\min(MM_x, C_x)$$

dove MM_x , coerentemente con quanto detto nel § 3.3.4, rappresenta l'ammontare residuo della massa mobiliare disponibile per soddisfare i crediti assistiti dalla causa di prelazione rappresentata dal numero di privilegio mobiliare x .

b) Nel caso in cui il riparto della massa mobiliare non sia sufficiente per soddisfare integralmente C_x è necessario simulare la collocazione sussidiaria sugli immobili del credito ancora residuo ($C_x - MM_x$). In questo caso l'efficacia del riparto della massa immobiliare *unsecured* dipende dal numero di privilegio immobiliare che viene attribuito al credito con prelazione mobiliare C_x , che, genericamente, può essere indicato come $j(x)$ (a questo proposito si osservi la tabella 3 nel § 3.3.5).

In linea generale, quindi, la seconda componente positiva per il calcolo del *payoff* del creditore non garantito può essere indicata come:

$$\min(MIR_{j(x)}, C_x - MM_x)$$

dove $MIR_{j(x)}$ rappresenta il residuo immobiliare a disposizione per la soddisfazione dei crediti caratterizzati da un numero di privilegio immobiliare $j(x)$ nella collocazione sussidiaria sugli immobili.

c) La terza ed ultima componente positiva (valida solo nel caso in cui siano presenti soci illimitatamente responsabili) riguarda quanto ottenibile dal creditore non garantito mediante l'escussione dei patrimoni personali degli f soci a responsabilità illimitata:

$$\min\left[\sum_{i=1}^f PP_i, (C_x - MM_x - MIR_{j(x)})\right]$$

Come si può notare quest'ultima componente coincide con il minor valore tra l'ammontare ottenibile dai patrimoni personali dei soci illimitatamente responsabili e il credito non garantito residuo dopo la fase b).

Naturalmente le relazioni appena presentate hanno carattere generale e hanno la funzione principale di evidenziare come all'aumentare di x la probabilità di recupero del credito tenda a diminuire progressivamente; in questo senso è evidente che, in presenza di masse attive fortemente colpite dalla crisi e quindi già largamente svalutate, i creditori chirografari ($x=39$) possono incorrere in perdite significative dei relativi crediti, con *LGD* che in molti casi si avvicinano o sono pari al 100%; questo, d'altra parte, è coerente con quanto disposto dal legislatore, che, attribuendo a specifici crediti cause di prelazione anteriori ad altre, intende tutelare tali crediti in caso di fallimento garantendo, almeno teoricamente, una maggiore probabilità di contenere le perdite in sede di riparto fallimentare.

Per quanto riguarda invece le **componenti negative**, rappresentate dai *costi di procedura prededucibili* (C_{proc}) e dai *costi opportunità* (C_{opp}), sono valide le considerazioni effettuate nel paragrafo precedente a proposito dei crediti garantiti, a cui quindi si rimanda.

Sulla base di quanto detto finora, è possibile ora sintetizzare il *payoff* ottenibile dal creditore non garantito assistito da privilegio sulla massa mobiliare (CNG_{LIQ}) nel modo seguente:

$$CNG_{LIQ} = \min(MM_x, C_x) + \min(MIR_{j(x)}, C_x - MM_x) + \min \left[\sum_{i=1}^f PP_i, (C_x - MM_x - MIR_{j(x)}) \right] - C_{proc} - C_{opp}$$

Anche nell'**ipotesi di continuità operativa**, la logica per la determinazione dei *payoff* è la stessa presentata nel paragrafo precedente per il creditore garantito, con un'unica eccezione riguardante il *valore del debito residuo* ($D_{residuo}$), che, in assenza di garanzie, riflette unicamente il *rating* dell'impresa debitrice e non anche l'effetto migliorativo rappresentato, appunto, dalla garanzia. Nel caso di continuità operativa, quindi, il *payoff* del creditore non garantito (CNG_{RIS}) può essere espresso nel modo seguente:

$$CNG_{RIS} = R + D_{residuo} - NE$$

dove, come in precedenza, R indica i *rimborso* ottenuti dal creditore e NE l'ammontare delle *nuove erogazioni* funzionali all'implementazione del piano di risanamento.

Per quanto riguarda i **profili ottimali di scelta**, è evidente che, anche nel caso del creditore non garantito, nel caso in cui il *payoff* in caso di liquidazione (CNG_{LIQ}) sia significativamente superiore a quello nel caso di continuità operativa (CNG_{RIS}), ossia se $CNG_{LIQ} \gg CNG_{RIS}$, la scelta ricadrà sull'**opzione liquidatoria**. Ciò naturalmente può avvenire nel caso di categorie di creditori che godono di un buon grado di privilegio (nel caso di privilegio su massa mobiliare, valore basso di x) e quindi possono fare affidamento su masse fallimentari residue sufficienti per soddisfare i propri crediti. Tra tutte le procedure finalizzate alla liquidazione delle attività, inoltre, il creditore non garantito tenderà a scegliere quella che gli garantisce un valore più elevato di CNG_{LIQ} , ed è proprio in questi casi che si coglie l'importanza di un modello di valutazione come quello qui sviluppato che, evidenziando il *payoff* presumibilmente ottenibile in caso di liquidazione fallimentare, consente di valutare la convenienza della procedura fallimentare rispetto ad altre procedure con finalità liquidatorie come, ad esempio, il concordato preventivo; conoscendo la percentuale di rimborso mediamente conseguibile in caso di fallimento è infatti possibile, per i creditori, esprimere un parere e conseguentemente un voto positivo o negativo alla proposta concordataria su cui si fonda un eventuale piano di ristrutturazione dei debiti nell'ambito di una procedura di concordato preventivo con finalità prettamente liquidatorie.

Nel caso in cui invece il *payoff* in caso di liquidazione sia in linea o addirittura inferiore a quello in caso di continuità operativa ($CNG_{LIQ} < CNG_{RIS}$), il creditore non garantito opererà per la **ristrutturazione** dell'impresa, alla quale presumibilmente sarà chiamato a partecipare in prima persona, mediante l'erogazione di nuovi finanziamenti o di nuove forniture; questo vale, *a fortiori*, nel caso in cui il creditore non garantito (tipicamente, un fornitore) abbia sviluppato nel corso degli anni una *partnership* di carattere strategico e non meramente commerciale con l'impresa debitrice e detenga nei rapporti con la stessa una quota significativa del proprio volume di affari: in questo caso il creditore potrebbe fortemente desiderare la continuazione dell'impresa e potrebbe essere disposto ad accettare delle perdite iniziali pur di proseguire i rapporti con l'impresa e conseguire dei vantaggi nel medio-lungo periodo.

Anche in questo caso, quindi, il modello generale appena presentato deve essere calato nella realtà specifica della situazione che si intende analizzare, per evitare di giungere a conclusioni affrettate derivanti da considerazioni di carattere economico e razionale; d'altra parte, però,

fornire dei modelli di valutazione dotati di un buon grado di generalità garantisce agli agenti economici la possibilità di fondare i propri processi decisionali su basi più solide.

3.6. Tassi di recupero e *rating* : un'interpretazione finanziaria del modello

Se il modello sviluppato finora può avere importanti implicazioni per i creditori a livello decisionale, è evidente che il modello stesso, opportunamente utilizzato e rielaborato, può fornire rilevanti informazioni a livello finanziario, grazie alla possibilità fornita dallo stesso di calcolare con buona approssimazione il tasso di recupero (*recovery rate*) e quindi la *loss given default* subita dalle diverse categorie di creditori in ipotesi di fallimento.

In termini generali, su ciascuna posizione creditoria nei confronti dell'impresa fallita, la perdita potenziale che un creditore può subire, espressa in termini percentuali sull'esposizione in valore assoluto al momento dell'insolvenza (in sigla, *EAD* – *Exposure At Default*), rappresenta la *loss given default*, che, in ultima istanza, dipende dal grado di protezione che assiste il credito (*seniority* e presenza di garanzie): come si può notare, i fattori che influenzano il livello della *LGD* per le diverse categorie di creditori dipendono dalle cause di prelazione che assistono il credito (privilegi, garanzie personali, garanzie reali). Sulla base di questa definizione, è evidente che, nonostante il valore certo della *LGD* non sia mai nota per il creditore al momento del finanziamento (bensì si manifesti nella sua interezza solo nel momento in cui si conclude l'operazione di recupero del credito), il modello, consentendo di stimare *ex-ante* e con buona approssimazione la *LGD* in caso di fallimento, può fornire un'importante supporto nella determinazione del *facility rating*, ossia del merito di credito della singola posizione, calcolato tenendo conto, appunto, dei fattori che incidono sulla *LGD*.

Per comprendere in che modo il modello presentato in precedenza possa fornire un contributo alla determinazione del *facility rating* associato al singolo credito, è fondamentale semplificare l'approccio di analisi, presentando una versione del modello che si compone di due fasi essenziali, che consentano di evidenziare la differenziazione del livello della *LGD* associata alle diverse categorie di crediti: la prima dedicata alla simulazione della soddisfazione dei crediti *secured* (escussione delle garanzie reali), la seconda rivolta alla trattazione a livello aggregato dei crediti *unsecured*, sulla base di un'unica graduatoria in grado di evidenziare la *loss given default* dei creditori *unsecured* sulla base del grado di *seniority* ad essi attribuito dal legislatore.

In primo luogo, quindi, è necessario evidenziare la soddisfazione dei crediti *secured*, ossia di quei crediti la cui causa di prelazione (pegno per i beni mobili ed ipoteca per quelli immobili) insiste su uno specifico bene dell'impresa; in tal modo sarà possibile definire in termini formali l'ammontare del residuo della massa immobiliare e di quella mobiliare disponibile per soddisfare i crediti *unsecured*, ossia i crediti la cui causa di prelazione non è rappresentata da garanzia reale. Impiegando la stessa simbologia adottata in precedenza, il residuo immobiliare dopo l'escussione delle ipoteche iscritte sui beni immobili di proprietà dell'impresa, risulta pari a quella che è stata denominata massa immobiliare residua (*MIR*), che è definita come:

$$MIR = \max \left(0, \sum_{i=1}^s I_i^{11} \right)$$

dove, si ricorda, I_i^{11} rappresenta il valore residuo del singolo bene immobile i dopo la soddisfazione dei crediti assistiti da privilegi speciali anteriori all'ipoteca e l'escussione delle ipoteche, aventi numero di privilegio immobiliare $j=10$ (cfr. § 3.3.5).

Nel caso dei crediti assistiti da pegno, invece, è necessario fare riferimento ai singoli beni mobili iscritti nello stato attivo dell'impresa. Nel § 3.3.4 è già stato evidenziato come la massa

mobiliare disponibile per i creditori *unsecured* sia pari alla sommatoria del valore residuo dei singoli beni mobili dopo l'escussione dei pegni e dei privilegi speciali mobiliari (M_i') ; in simboli:

$$MM = \left(\sum_{i=1}^r M_i' \right) + \left[\sum_{i=1}^s \min(I_i^{10}, CT_{j=10,li}) \right]$$

dove il secondo addendo rappresenta l'ammontare dei crediti di regresso vantati dall'impresa per avere prestato garanzia su debiti di terzi ($CT_{j=10,li}$).

Dopo l'escussione delle garanzie reali, oltre a calcolare, secondo le modalità appena descritte, l'ammontare residuo a disposizione dei creditori *unsecured*, è necessario computare l'eventuale esistenza di crediti *secured* incapienti, ossia crediti assistiti da garanzia reale rimasti parzialmente insoddisfatti mediante l'escussione della relativa garanzia: tali crediti residui, infatti, concorrono tra i chirografari nel riparto delle masse residue. L'ammontare di tali crediti residui, definiti CR_{IMM} e CR_{MOB} rispettivamente per i crediti assistiti da ipoteca e per quelli assistiti da pegno, in termini formali può essere sintetizzato mediante le seguenti relazioni:

$$CR_{IMM} = \sum_{i=1}^s (C_{j=10,li} - I_i^{10})$$

$$CR_{MOB} = \sum_{i=1}^r (C_{x=3,Mi} - M_i)$$

Come si può notare, l'ammontare dei crediti *secured* residui risulta pari alla sommatoria dei crediti residui riferiti al singolo bene immobile o mobile, pari alla differenza tra l'ammontare del credito iniziale e l'ammontare residuo del bene dopo la soddisfazione dei crediti assistiti da privilegi speciali anteriori al pegno o all'ipoteca.

Dopo aver presentato in forma più compatta ed unitaria la soddisfazione dei crediti *secured* è necessario, ai fini della comprensione della differenziazione delle *LGD* in funzione della presenza o meno di garanzie, evidenziare la soddisfazione progressiva dei crediti *unsecured*, che possono fare affidamento sul residuo mobiliare e immobiliare dopo l'escussione delle garanzie reali: se infatti in precedenza, nella formulazione "procedurale" del modello (§ 3.3), è stato necessario suddividere la presentazione del modello nelle diverse fasi che lo compongono, in termini sostanziali è possibile simulare la soddisfazione dei crediti *unsecured* facendo affidamento ad un unico *pool* composto da *MIR* e da *MM*, così come definiti in precedenza. Se, in termini strettamente giuridici, è stato infatti necessario simulare dapprima il riparto della massa mobiliare (§ 3.3.4) e in seguito la collocazione sussidiaria sugli immobili dei crediti rimasti insoddisfatti dopo il riparto stesso (§ 3.3.5), dal punto di vista finanziario è possibile semplificare l'analisi, senza discostarsi troppo dalla realtà, impiegando un'unica graduatoria rappresentata dai numeri di privilegio immobiliare $11 \leq j \leq 19$; in questo modo è possibile, da una parte, rispettare l'ordine di soddisfazione dei crediti previsti nel riparto mobiliare, e, dall'altra, semplificare l'analisi fornendo un approccio più unitario ed immediato, utile per un'interpretazione finanziaria del modello.

Naturalmente ai crediti *secured* rimasti insoddisfatti dopo l'escussione delle relative garanzie (CR_{IMM} e CR_{MOB}), che concorrono con i chirografari al riparto del *pool* ($MIR+MM$), dovrà essere associato il numero di privilegio immobiliare $j=18$ (cfr. tabella 3). Impiegando questo approccio, è possibile definire l'ammontare residuo del *pool* disponibile per soddisfare i crediti con numero di privilegio immobiliare j (con $11 \leq j \leq 19$) nel modo seguente:

$$\forall j, (j = 12, \dots, 19) \quad (MIR + MM)_j = \max \left[0, (MIR + MM) - \sum_{y=11}^{j-1} C_y \right]$$

A questo punto, dopo aver presentato una formulazione del modello più compatta, è possibile definire in termini formali la *loss given default* associata ai crediti *secured* e a quelli *unsecured*.

A questo proposito, per quanto riguarda i crediti *secured*, la *LGD*, individuata, come di consueto, nel rapporto tra il credito residuo⁹¹ e il credito originario ($C_{j=10,li}$ per i crediti assistiti da ipoteca e $C_{x=3,Mi}$ per quelli assistiti da pegno), può essere definita come:

$$LGD_{j=10} = \frac{C_{j=10,li} - I_i^{10} - (MIR + MM)_{18}}{C_{j=10,li}}$$

$$LGD_{x=3} = \frac{C_{x=3,Mi} - M_i - (MIR + MM)_{18}}{C_{x=3,Mi}}$$

dove la prima relazione fa riferimento al caso delle ipoteche (numero di privilegio immobiliare $j=10$) e la seconda a quello dei pegni (numero di privilegio mobiliare $x=3$). Come si può notare, il numeratore, che rappresenta il credito residuo finale, considera anche l'ammontare eventualmente recuperato dal riparto del residuo disponibile per i creditori *unsecured* ($MIR+MM$), dopo la soddisfazione dei crediti con numero di privilegio immobiliare $j < 18$. In questa sede è opportuno sottolineare che qualora un credito nei confronti dell'impresa sia assistito da garanzie personali è necessario tenere conto innanzitutto della solvibilità del garante, per verificare se l'escussione della garanzia personale sia sufficiente per soddisfare integralmente il relativo credito garantito.

Con riferimento ai crediti *unsecured*, invece, il livello della *LGD* può essere espresso in termini formali mediante un'unica espressione di carattere generale:

$$\forall j, (j = 12, \dots, 19) \quad LGD_j = \frac{C_j - (MIR + MM)_j}{C_j}$$

dove C_j indica l'insieme dei crediti *unsecured* associati al numero di privilegio immobiliare j (a tal proposito si ricorda che i crediti con privilegio mobiliare ai quali non viene associato uno specifico numero di privilegio immobiliare nella collocazione sussidiaria sugli immobili concorrono con i chirografari al riparto di $MIR+MM$). Come si può notare, qualora l'ammontare residuo del *pool* a disposizione per soddisfare i crediti *unsecured* con numero di privilegio immobiliare j sia pari a zero [$(MIR+MM)_j = 0$], la *loss given default* subita da tale categoria di creditori risulterà pari al 100%. Al contrario, qualora il *pool* residuo sia sufficiente per soddisfare i crediti, e quindi il credito residuo sia nullo, la *LGD* sarà nulla e i creditori con

⁹¹ Nell'ambito di questo modello, per semplicità, l'ammontare recuperato dai creditori viene considerato in termini nominali (€ al momento del recupero), e non è attualizzato. In realtà, in termini finanziari, sarebbe necessario procedere all'attualizzazione dei recuperi per tenere conto del fatto che la procedura fallimentare ha generalmente tempi lunghi, ed è quindi necessario riportare tutti gli importi al medesimo istante temporale. Nonostante questo sia corretto dal punto di vista teorico, la scelta del tasso di sconto si presenta tanto rilevante quanto complessa: dal momento che il recupero è un'operazione incerta, il fattore di sconto dovrebbe includere un premio al rischio, la cui quantificazione non si presenta tuttavia agevole.

numero di privilegio immobiliare j non subiranno perdite nel riparto in sede fallimentare. Nel caso dei crediti *unsecured*, quindi, il tasso di recupero dipende dal capitale di liquidazione dell'impresa insolvente (al netto dell'escussione delle garanzie reali), e perciò dalla liquidabilità e dalla stabilità del valore di realizzo degli attivi aziendali: a parità di capitale di liquidazione, l'esposizione a perdita dipende dal grado di prelazione (*seniority*) del credito nella struttura finanziaria del debitore.

L'importanza della differenziazione dei crediti sulla base del livello della *LGD* e quindi del tasso di recupero è confermata dal fatto che le stesse agenzie di *rating* provvedono a collocare le imprese da esse esaminate in differenti classi di anzianità, suddivise proprio sulla base della classe di *seniority* del debito, nonostante tra gli operatori sia diffusa l'abitudine di associare il *rating* delle obbligazioni ordinarie (*senior unsecured debt*) con il *rating* dell'emittente stesso⁹². A questo proposito, una delle agenzie di *rating* più nota a livello internazionale, *Moody's Corporation*, utilizza, nella determinazione del *facility rating*, queste principali classi di *seniority*:

- *Senior secured*
- *Senior unsecured*
- *Senior subordinated*
- *Subordinated*
- *Junior subordinated*

Le formulazioni presentate nel presente paragrafo confermano che, in generale, il tasso di recupero (*recovery rate*), definito come complemento a uno della *LGD*, cresce al migliorare del livello di garanzia (*security*) e al diminuire del grado di subordinazione (*juniority*). Tale conclusione è confermata anche dalle poche ricerche empiriche relative alla relazione tra *seniority class* e tasso di recupero disponibili in letteratura, come si può notare osservando la seguente tabella, nella quale sono riportati i risultati di due diversi studi empirici relativi al mercato obbligazionario⁹³ statunitense (i dati si riferiscono al 1996):

<i>Seniority class</i>	Carty & Lieberman ⁹⁴			Altman & Kishore ⁹⁵		
	Numero	Media	Dev. Std.	Numero	Media	Dev. Std.
<i>Senior Secured</i>	115	53,80%	26,80%	85	57,89%	22,99%
<i>Senior Unsecured</i>	278	51,13%	25,45%	221	47,65%	26,71%
<i>Senior Subordinated</i>	196	38,52%	23,81%	177	34,38%	25,08%
<i>Subordinated</i>	226	32,74%	20,18%	214	31,34%	22,42%
<i>Junior Subordinated</i>	9	17,09%	10,90%	-	-	-

Tabella 13 Tassi di recupero (1-LGD) per *seniority* e *security* in due ricerche empiriche presenti in letteratura

⁹² J.P. Morgan, "Credit Metrics – Technical Document – The Benchmark for Understanding Credit Risk", 1997, J.P. Morgan & Co. Inc., p. 65: "It is the senior rating that we look to as the most indicative of credit distress likelihood"

⁹³ Le poche evidenze empiriche disponibili sono relative quasi esclusivamente ai titoli obbligazionari; solo da pochi anni, infatti, alcune banche hanno cominciato a raccogliere in modo sistematico i dati relativi a tempi e importi dei recuperi connessi alle proprie esposizioni creditizie nei confronti di soggetti divenute insolventi. Ove questi dati siano disponibili, peraltro, essi rappresentano un indubbio vantaggio competitivo per la banca che li ha raccolti ed è dunque molto difficile che la stessa banca sia disponibile a renderli pubblici.

⁹⁴ Carty L.V., Lieberman D., "Defaulted bank loan recoveries", 1996, A Moody's special report.

⁹⁵ Altman E.I., Kishore V.M., "Almost everything you wanted to know about recoveries on defaulted bonds", 1996, Financial Analysis Journal.

Come si può notare dalla tabella, i valori di deviazione standard sono tutti superiori al 20% (se si esclude il dato scarsamente significativo relativo ai titoli *junior subordinated*): tali dati indicano quindi che i tassi di recupero non sono tanto caratterizzati dalla prevedibilità del loro valore medio, quanto piuttosto da un elevato grado di incertezza, che dipende da variabili come l'importo effettivamente recuperabile nel tempo, la durata del contenzioso e la volatilità dei prezzi di mercato usati per determinare i tassi stessi⁹⁶. In letteratura è inoltre possibile individuare dei lavori empirici che attribuiscono al tasso di recupero uno *score* in termini di *rating*, ossia definiscono il tasso di recupero come funzione del *rating*; un lavoro che merita di essere citato, a tal proposito, è quello di Altman e Kishore⁹⁷, che, fondandosi sulla suddivisione delle classi di *rating* impiegate da *Moody's*, identificano il livello del *recovery rate* per ciascuna classe (per completezza e per facilitare la comprensione della tabella alle classi di *rating* impiegate da *Moody's* sono associate quelle corrispondenti nella classificazione utilizzata dall'agenzia *Standard&Poor's*, più note e di comprensione più immediata):

<i>Rating iniziale Moody's</i>	<i>Rating iniziale S&P</i>	<i>Recovery Rate (RR)</i>
Aaa	AAA	68,34%
Aa2	AA	59,59%
A2	A	60,63%
Baa2	BBB	49,24%
Ba2	BB	39,05%
B2	B	37,54%
Caa	CCC	38,02%

Tabella 14 Tassi di recupero (*recovery rate*) come funzione del *rating*

In termini generali, ai fini del *rating*, l'adozione del modello di valutazione illustrato nel corso del presente capitolo e quindi la stima delle *LGD* associate alle diverse categorie di crediti sono fondamentali per rettificare i *facility rating* rispetto al *borrower rating* dell'impresa fallita o fallenda. Oggi, infatti, si tende sempre più a valutare distintamente la qualità del potenziale di recupero in caso di insolvenza, e si assegnano le esposizioni a classi di *LGD* attesa differenziate, solitamente per decili. Questa valutazione, di norma, è svolta più accuratamente per i debitori di qualità inferiore, per due principali motivi: da un lato chi concede credito è maggiormente interessato alla sorte del proprio credito se la controparte è un prestatore scarsamente affidabile, dall'altro la disponibilità di analisi empiriche sulla base delle quali fondare le proiezioni è maggiore nel caso di imprese in difficoltà; i dati relativi ai tassi di recupero possono infatti essere stimati concretamente solo ove si verifichi un numero consistente di insolvenze (è evidente infatti che, ad esempio, i dati relativi ai *recovery rate* connessi a titoli obbligazionari emessi da imprese sane, con un *rating investment grade*, sono scarsi, molto volatili e scarsamente significativi da un punto di vista statistico-inferenziale). D'altra parte, nell'ambiente finanziario, è ormai pratica diffusa quella di accertare

⁹⁶ Sironi A., "Misurare e gestire il rischio di credito nelle banche: una guida metodologica", 2001, Alpha Test Editore, p. 72.

⁹⁷ Altman E.I, Kishore V.M., "Defaults and returns on high yield bonds: analysis trough 1997", 1998, NYU Salomon Center Working Paper Series S-97-3.

analiticamente la qualità della singola operazione; nel *retail banking*⁹⁸, ad esempio, si ha una forma di accertamento induttivo di tale qualità, che si concretizza in un procedimento di elaborazione molto meccanico mediante il quale si assegna un punteggio (*scoring*) sulla base del quale l'operazione viene assegnata ad un gruppo omogeneo, a un *pool* di operazioni. In tal modo il *rating* vero e proprio viene attribuito a livello di *pool*: si va ad osservare l'incidenza delle perdite sul *pool*, riscontrata storicamente, correggendo tale stima se si giudica che il rischio possa mutare in futuro per fattori di incertezza, e infine si attribuisce un *rating* al *pool*, fissando il prezzo del credito di conseguenza⁹⁹.

Il modello sviluppato in questo capitolo, quindi, potrebbe avere importanti implicazioni per un potenziale finanziatore di un'impresa in crisi, poiché se da un lato la stima della probabilità di insolvenza (*PD-Probability of default*) consente di attribuire all'azienda debitrice un determinato *rating* (*borrower rating*), dall'altro la stima *ex-ante* del tasso di recupero in caso di insolvenza può portare a correggere il *rating* dato all'azienda (nel caso in cui siano presenti garanzie in senso migliorativo) e giungere alla definizione del *rating* dell'operazione (*facility rating*), dal quale dipende il costo del credito che il finanziatore applicherà all'impresa in crisi.

3.7. Ambiti di applicazione del modello alla luce della nuova riforma fallimentare

Il modello di misurazione e di allocazione del valore dell'impresa tra le diverse categorie di creditori in caso di liquidazione, sviluppato nel corso del presente capitolo, godendo di un sufficiente profilo di generalità, è potenzialmente applicabile da varie categorie di soggetti in numerosi ambiti del processo di gestione delle crisi d'impresa.

La riforma del diritto fallimentare, come si è avuto modo di apprezzare nel corso del secondo capitolo, ha consegnato agli operatori nuovi strumenti per la gestione dell'impresa in crisi, finalizzati ad impostare un percorso di ritorno al valore. Questi nuovi strumenti, avendo principali finalità di risanamento, richiedono inevitabilmente la valutazione dell'opzione alternativa, ovvero della liquidazione, e sono giustificati dalla convinzione che la loro applicazione, in alcuni contesti, possa garantire ai *claimholder* un trattamento migliore rispetto a quanto ottenibile in un processo puramente liquidatorio; i nuovi strumenti, in sostanza, richiedono la definizione di modelli di simulazione come quello formulato nel presente capitolo, in grado di evidenziare i *payoff* potenzialmente ottenibili dai diversi attori nelle diverse soluzioni a disposizione.

Se, da una parte, questi modelli forniscono ai creditori la possibilità di effettuare dei confronti di utilità tra soluzioni differenti di composizione della crisi, dall'altra è evidente che, alla luce della nuova normativa fallimentare, l'ambito di applicazione si può ulteriormente estendere fino a coinvolgere direttamente le **autorità giudiziarie**. A questo proposito sono principalmente due gli ambiti di applicazione del modello derivanti dalla nuova riforma delle procedure concorsuali:

- In primo luogo si pensi al vincolo esistente nella procedura di concordato preventivo che lega la possibilità di un rimborso parziale dei creditori privilegiati alla condizione che essi vengano comunque soddisfatti in misura non inferiore a quella che si realizzerebbe in caso di liquidazione dei beni e diritti su cui insiste la causa di prelazione: è evidente che, in sede di votazione della proposta concordataria, i creditori privilegiati incapienti (cioè coloro non soddisfatti per

⁹⁸ Sulla base della classificazione in base ai requisiti di Basilea 2, con tale espressione si fa riferimento al settore dell'attività bancaria al dettaglio, identificato da limiti di fatturato e di fidi di ammontare inferiore, rispettivamente, a 5 milioni di euro e 1 milione di euro.

⁹⁹ Erzegovesi L., "Basilea 2 e la gestione finanziaria delle imprese: come rispondere alle sfide emergenti", materiale didattico per il corso di Strumenti Finanziari 1, Università degli Studi di Trento, A.A. 2008-2009.

l'intero ammontare del credito) potranno giungere ad una decisione più consapevole se dotati di modelli di valutazione che consentano loro di stimare la *loss given default* relativa al loro credito in caso di liquidazione fallimentare.

- Un altro ambito di applicazione importante ed evidente alla luce della nuova riforma fa riferimento al cosiddetto giudizio di *cram down*, mediante il quale il Tribunale, in un concordato pluriclasse, può imporre ad una classe dissenziente il piano di concordato, una volta che abbia accertato la sua convenienza rispetto alle alternative concretamente praticabili; in questo caso l'applicazione dei modelli di valutazione può supportare il Tribunale nella definizione del giudizio di omologazione del concordato e fornire rigore metodologico al processo della sua formulazione.

Un modello come quello presentato in questo lavoro, fondato su considerazioni di carattere prettamente economico, può rivelarsi quindi decisivo nell'ambito di un eventuale giudizio di *cram down*, se si considera che esso mira proprio a stabilire se il dissenso espresso da una o più classi di creditori sia determinato da ragioni economiche serie (desumibili dall'applicazione del modello di valutazione), oppure se esso nasconda semplicemente la volontà di ottenere vantaggi occulti dal debitore o da altri creditori, al fine di “comprare” l'assenso al piano¹⁰⁰. Rimettere al giudice il potere di valutare la fondatezza economica dell'opposizione di una o più classi di creditori significa, in sostanza, rafforzare il potere decisionale dell'autorità giudiziaria, attribuendo alla stessa una maggiore responsabilità nella gestione della crisi: un maggiore profilo di responsabilità, inevitabilmente, richiede anche una maggiore dotazione di strumenti di analisi, che consentano di giungere a conclusioni efficienti non solo dal punto di vista allocativo ma anche metodologico.

L'esigenza di sviluppare ed applicare modelli di valutazione e di decisione si coglie anche analizzando i due istituti introdotti dalla riforma, ovvero il piano attestato di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti:

- Nel caso dei piani attestati di risanamento, il fatto che il consenso dei creditori rappresenti un presupposto fondante la ragionevolezza stessa del piano, nel caso in cui sia previsto il pagamento parziale del ceto creditorio, evidenzia, similmente a quanto visto con riferimento al concordato preventivo, l'importanza di modelli che consentano la valutazione delle alternative a disposizione e la conseguente definizione della bontà o meno del piano.
- Negli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis della legge fallimentare, a maggior ragione, l'obbligatorietà del consenso di una maggioranza qualificata (60%) del ceto creditorio non fa altro che amplificare la necessità dell'applicazione di modelli decisionali di carattere finanziario da parte dei soggetti interessati (nel caso in questione i creditori coinvolti nel processo di ristrutturazione).

Quelli appena presentati sono i principali problemi che emergono nella fase di applicazione dei nuovi strumenti legislativi, che richiedono di essere supportati da adeguati strumenti analitici e modelli decisionali: l'evoluzione normativa, infatti, dovrebbe sempre essere affiancata da una parallela evoluzione nella strumentazione analitica di riferimento, che consenta di risolvere problemi nuovi con strumenti innovativi costruiti *ad hoc*, nella prospettiva del raggiungimento del fine comune rappresentato dalla riduzione dei costi da distorsione nella gestione della crisi (chiusura di un'impresa il cui valore di funzionamento sia superiore al realizzo in sede di liquidazione o, viceversa, continuazione di un'impresa priva di prospettive di risanamento quando sarebbe più opportuno liquidarne le attività).

¹⁰⁰ Galletti D., “La formazione di classi nel concordato preventivo: ipotesi applicative”, Il Caso.it, 14 febbraio 2007.

4. Un modello di valutazione finanziaria a supporto della gestione delle crisi in ipotesi di risanamento

Una volta presentato il modello di valutazione a supporto della gestione delle crisi in ipotesi di liquidazione, è necessario ora sviluppare un modello alternativo fondato sull'ipotesi di continuità operativa, sulla base di un opportuno piano di risanamento in grado di porre rimedio alla situazione di crisi.

La necessità di valutare la convenienza di un intervento di ristrutturazione industriale e finanziaria deriva, in generale, dalla constatazione che il manifestarsi dell'insolvenza non implica necessariamente che, per i creditori e i proprietari, il valore dell'impresa sia maggiore se l'attività viene interrotta e gli *asset* liquidati, piuttosto che nell'ipotesi di continuazione dell'attività. In sostanza, partendo da un'ipotesi inerziale, sulla base della quale la continuazione dell'attività dell'impresa senza specifici interventi di risanamento è destinata a condurre al fallimento, è opportuno, dopo aver stimato i *payoff* ottenibili dai finanziatori in caso di liquidazione (capitolo 3), comprendere la possibilità di garantire ai finanziatori stessi risultati migliori mediante l'adozione e l'implementazione di un opportuno piano di ristrutturazione. Già nel § 3.5 è stato anticipato il tema della determinazione degli esiti per i proprietari e i creditori in ipotesi di continuità operativa: in questo capitolo è opportuno approfondire l'analisi per comprendere le modalità di stima dei fattori che contribuiscono a determinare tali esiti e, soprattutto, per modellare il processo di scelta della soluzione ottimale per la soluzione della crisi.

4.1. Struttura del modello e assunzioni di base

Il modello di valutazione che verrà ora sviluppato si fonda su un metodo di valutazione di tipo finanziario, fondato sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, sulla base di un approccio *asset side* che mira a stimare il valore complessivo delle attività dell'impresa, da cui successivamente detrarre il valore di mercato dei debiti finanziari per ottenere, per differenza, il valore di mercato del capitale netto (metodo *sum of parts*, molto diffuso nella prassi). Un approccio di questo tipo, come si vedrà, risulta coerente con l'obiettivo di affiancare alla valutazione d'azienda a livello aggregato la disamina dei profili di convenienza del piano di risanamento per le diverse categorie di *stakeholder*, poiché, ad esempio, per calcolare il valore di mercato del debito finanziario è necessario proiettare nell'orizzonte temporale del piano i flussi spettanti ai diversi finanziatori a titolo di debito, con evidenti benefici in termini di comprensione del *payoff* ottenibile dai finanziatori stessi mediante l'esperimento dell'attività di risanamento. Analogamente a quanto è stato evidenziato nell'analisi del modello in caso di liquidazione, anche in presenza di un progetto di risanamento è opportuno quindi adottare un duplice approccio di analisi, che da un lato consenta di stimare il valore aggregato dell'impresa in caso di continuità operativa (da confrontare in prima istanza con quello in caso di liquidazione per valutare l'effettiva convenienza dell'opzione risanatoria) e dall'altro consenta di evidenziare i profili di convenienza dell'azione di risanamento per i diversi *stakeholder* coinvolti nel processo di ristrutturazione (per verificare l'esistenza del consenso necessario per l'implementazione del progetto). Per comprendere meglio la logica dell'approccio adottato è opportuno fare riferimento alla seguente figura, che illustra la rappresentazione semplificata dello Stato Patrimoniale su cui si fonda l'analisi:

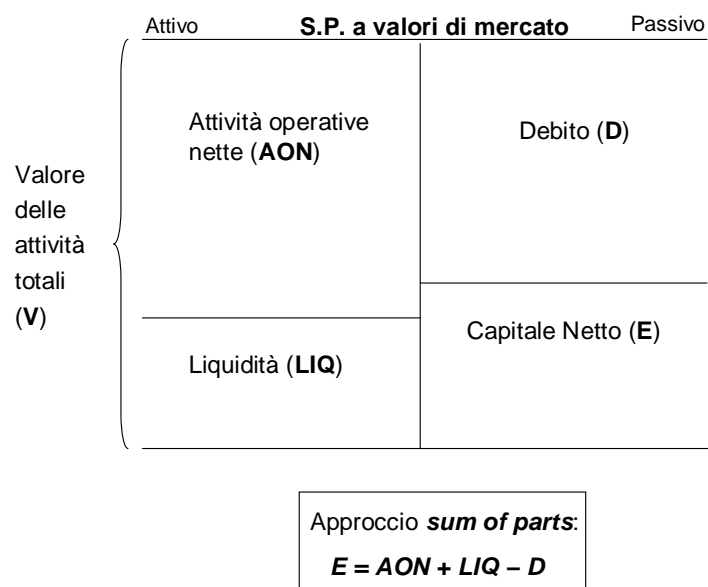


Figura 4 Rappresentazione semplificata di Stato Patrimoniale nell'approccio *sum of parts*

Come si può notare dalla figura, il valore di mercato del capitale netto in ipotesi di continuità operativa si può calcolare a partire dal valore delle attività totali (V) semplicemente sottraendo dallo stesso il valore di mercato del debito finanziario (D).

Nei paragrafi che seguono, quindi, saranno presentate le modalità di determinazione delle diverse componenti che contribuiscono alla stima del valore del capitale netto in ipotesi di continuità operativa, ed in particolare:

- il valore delle attività operative nette (AON) sarà calcolato come valore attuale dei flussi di cassa operativi (*FCFF - Free Cash Flow to the Firm*) che si prevede l'impresa riuscirà a generare a seguito degli interventi di ristrutturazione (evidenziati da un opportuno rendiconto finanziario previsionale), calcolato sulla base di un tasso di sconto che rappresenti il costo medio ponderato del capitale coerente con i premi al rischio richiesti dalla proprietà e dai creditori (§ 4.2);
- una volta stimato il valore delle attività operative nette, per ottenere il valore complessivo delle attività sarà evidenziata l'incidenza della liquidità e le problematiche legate alle modalità di determinazione del suo valore nell'ambito di un piano di risanamento (§ 4.3);
- infine, proiettando nell'orizzonte temporale di riferimento i flussi che interessano le diverse categorie di creditori finanziari, sarà possibile giungere alla determinazione del valore di mercato del debito finanziario (D) (§ 4.4), e quindi del valore del capitale netto in ipotesi di continuità operativa (§ 4.5).

Come si può notare, una volta determinate le modalità di stima delle diverse componenti, sarà possibile ottenere per differenza il valore di mercato del capitale netto nell'ipotesi in cui il piano di risanamento abbia successo, ossia riesca ad eliminare le criticità che hanno condotto l'impresa all'insolvenza e a garantire gradualmente il ritorno alla creazione di valore.

Dopo aver presentato il modello a livello aggregato (di impresa), nell'ultima parte del capitolo (§ 4.6) sarà presentata un'analisi dei profili di convenienza dell'azione risanatoria per le diverse categorie di portatori di interessi (proprietari e creditori).

Come noto, però, l'implementazione del piano di ristrutturazione potrebbe anche dare esiti negativi, a causa di errori strategici o di eventi esogeni non prevedibili al momento della sua predisposizione: un modello che abbia l'obiettivo di stimare il valore del capitale netto in ipotesi di risanamento non può non includere nell'analisi tale eventualità, poiché non esiste a priori la certezza che il piano di risanamento sia effettivamente in grado di riportare l'impresa in equilibrio. Per questo motivo, il modello deve contemplare entrambe le prospettive possibili, ossia tanto quella di successo quanto quella di insuccesso del piano di risanamento, sulla base di probabilità in parte modellizzabili come endogene (ossia dipendenti dagli interventi previsti dal piano stesso); a questo proposito il modello, per semplicità, ipotizza l'esistenza di due uniche alternative mutuamente esclusive a seconda degli esiti del piano di risanamento:

- in caso di successo del piano (con probabilità φ), il valore del capitale netto ($E_{RIS,\varphi}$) sarà quello determinato sulla base della procedura schematizzata in precedenza;
- in caso di insuccesso invece (con probabilità $1-\varphi$), si ipotizza che l'esito naturale sia rappresentato esclusivamente dalla liquidazione delle attività in sede fallimentare, e quindi il valore del capitale netto in caso di insuccesso ($E_{RIS,1-\varphi}$) sia pari al valore dello stesso in caso di liquidazione al termine dell'orizzonte temporale previsto dal piano, secondo le modalità descritte nel § 3.2.

Sulla base di questa ipotesi di fondo, il valore del capitale netto in ipotesi di risanamento (E_{RIS}) potrà essere definito, come si vedrà nel § 4.5, come la media ponderata del valore nelle due ipotesi possibili (successo e insuccesso del piano), con coefficienti di ponderazione rappresentati dalle relative probabilità (probabilità di successo e probabilità di insuccesso); la struttura e la logica del modello possono essere meglio comprese osservando il seguente diagramma ad albero:

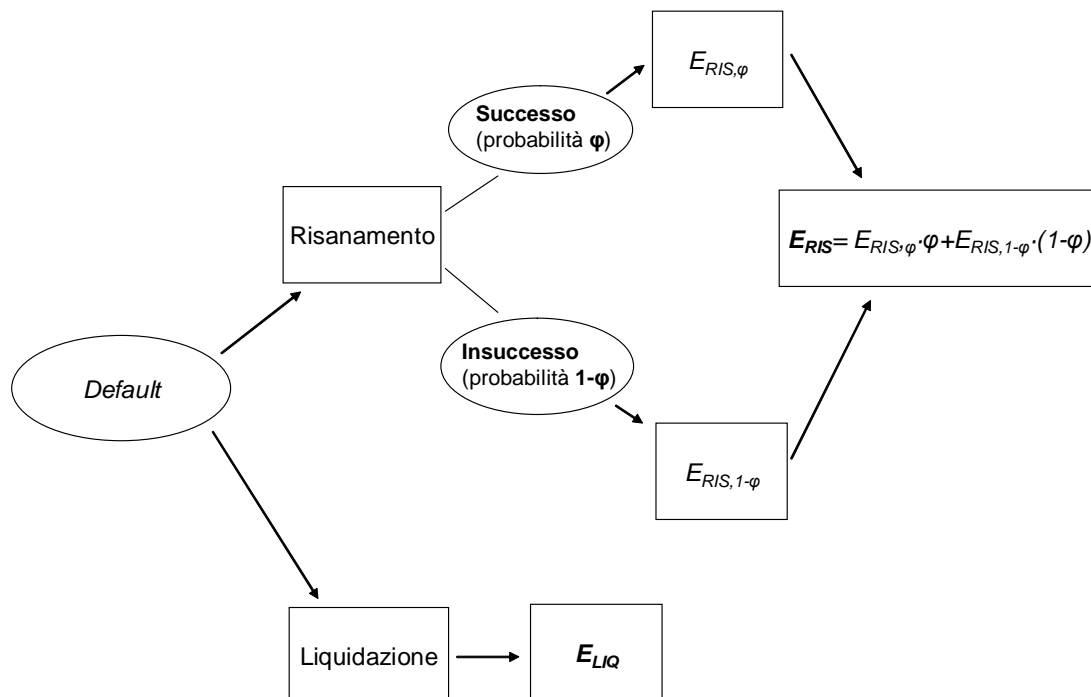


Figura 5 Logica del modello di valutazione in ipotesi di continuità operativa

Una volta inquadrata la struttura generale del modello ed esplicitate le assunzioni di fondo, è ora necessario evidenziare come, a livello operativo, il modello consenta di conseguire i propri obiettivi di fondo, ossia quello della valutazione dell'impresa in ipotesi di risanamento e quello della definizione dei profili di convenienza per i diversi *stakeholder*.

4.2. Il piano finanziario e la determinazione del valore delle attività operative nette

Qualora un'impresa in crisi intenda proseguire l'attività operativa attraverso un processo di ristrutturazione, il riferimento fondamentale è rappresentato dal piano finanziario, ossia da quel documento programmatico che, nel rispetto dei contenuti e delle previsioni adottate in sede di definizione della strategia di risanamento, contiene e sintetizza tutte le variazioni di carattere economico e finanziario che si presume contraddistinguono la gestione imprenditoriale negli esercizi futuri presi a riferimento¹⁰¹.

L'obiettivo primario del piano finanziario è quello di tradurre in termini quantitativi gli esiti delle azioni di ristrutturazione mediante le quali l'impresa intende percorrere un percorso di ritorno al valore; nonostante l'analisi puntuale delle modalità specifiche di intervento che si rendono necessarie per porre rimedio ad una situazione di crisi esuli dagli obiettivi del presente lavoro, è opportuno ricordare che, in generale, il processo noto come ristrutturazione aziendale (*corporate restructuring*) faccia riferimento di norma ad un insieme di operazioni volte a modificare in misura sostanziale la composizione delle attività (*asset restructuring*) e/o la struttura finanziaria dell'impresa (*financial restructuring*). Nell'ambito di un modello di valutazione di tipo finanziario come quello in esame, il ruolo fondamentale del piano finanziario è quello di fornire, attraverso un opportuno schema di rendiconto finanziario previsionale, la serie dei flussi di cassa operativi e complessivi prodotti dall'attività aziendale nell'orizzonte di pianificazione, per apprezzare la capacità dell'impresa di generare flussi positivi a seguito dell'implementazione del piano stesso. La centralità dei flussi finanziari, in una situazione di crisi e quindi di eventuale risanamento, è ancora più rilevante rispetto a quanto accade in un'impresa *in bonis*, poiché la manifestazione della crisi stessa è rappresentata dall'insolvenza, ossia dall'incapacità dell'impresa di fare fronte ai flussi in uscita attingendo a risorse monetarie generate attraverso la gestione aziendale complessiva, e quindi la capacità di generare *cash flow* è il primo parametro da prendere in considerazione per valutare l'efficacia dell'intervento di risanamento.

In primo luogo è quindi necessario esplicitare le modalità di determinazione delle diverse tipologie di flussi e l'incidenza delle azioni di risanamento sui flussi stessi, per poi evidenziare la loro rilevanza per la stima del valore di mercato delle attività operative nette post-risanamento. In termini operativi, il modello, facendo riferimento ad un piano di risanamento avente un orizzonte temporale di n anni e a uno specifico schema di rendiconto finanziario, prevede la suddivisione della pianificazione dei flussi di cassa operativi netti (*FCFF*) in tre momenti fondamentali:

- flussi iniziali ($t=0$), che fanno riferimento agli interventi di ristrutturazione riguardanti tanto lo stato attivo (cessione di *asset* o di rami d'azienda) quanto quello passivo (aumenti di capitale e ristrutturazioni del debito);
- flussi nel periodo di previsione esplicita ($t=1, \dots, n$), sulla base delle assunzioni relative all'evoluzione dei principali *driver* economici e finanziari;
- flussi nel periodo successivo al periodo di previsione esplicita ($t \geq n$), mediante il calcolo di un opportuno valore finale (*terminal value*, TV_{AON}) che rifletta il

¹⁰¹ Santini R., "Piani finanziari e valore d'impresa", 2007, Il Mulino, p. 43.

raggiungimento di uno stadio di maturità o di sostenibilità finanziaria grazie all'intervento di risanamento.

Il valore di mercato delle attività operative nette (*AON*) può essere quindi ottenuto attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi (*FCFF*) ad un tasso di sconto pari al costo medio ponderato del capitale (*WACC*); in termini analitici:

$$AON = \sum_{t=0}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{TV_{AON}}{(1+WACC_n)^n}$$

I prossimi paragrafi sono dedicati alla presentazione delle modalità operative attraverso le quali giungere alla valutazione delle attività operative nette mediante l'analisi dell'impatto delle operazioni di risanamento sui flussi di cassa operativi (§ 4.2.1), sul costo medio ponderato del capitale (§ 4.2.2) e sul calcolo del valore finale (§ 4.2.3).

4.2.1. Lo schema di rendiconto finanziario e la proiezione dei flussi di cassa operativi

Per le finalità del presente lavoro è opportuno ricorrere ad uno schema di rendiconto finanziario in forma indiretta che, partendo dal risultato operativo netto ed operando una serie di rettifiche che si rendono necessarie per passare da un'ottica di competenza ad un'ottica di cassa, consente di evidenziare i flussi di cassa operativi netti (*FCFF*) generati dal progetto di risanamento nel corso dell'orizzonte temporale di riferimento, con i quali sarà possibile giungere, successivamente, alla determinazione del valore di mercato delle attività operative nette. La proiezione dei *FCFF* rappresenta, naturalmente, l'elemento determinante per la costruzione di un piano finanziario solido e realistico, soprattutto nell'ambito di un progetto di risanamento; facendo riferimento ad un'impresa in crisi che intende ritornare in equilibrio, il modello deve essere in grado di affiancare alla proiezione delle *performance* economiche conseguenti agli interventi di risanamento gli aspetti specifici legati all'attività di ristrutturazione e aventi un impatto sulle voci economiche; nel momento in cui, infatti, un'impresa in crisi decide di implementare un determinato progetto di ritorno al valore, essa pone in essere una serie di operazioni immediate (in $t=0$) che non incidono solamente sulla composizione delle attività e delle passività, ma possono determinare componenti economiche positive o negative non ricorrenti, ed in particolare:

- plusvalenze o minusvalenze conseguenti alla cessione di *asset* o rami d'azienda considerati non più funzionali all'attività operativa e derivanti dal *gap* tra valore di realizzo (che è ciò che rileva in termini di flussi di cassa) e valore contabile degli *asset* oggetto di alienazione;
- sopravvenienze attive derivanti da abbuoni o stralci, ossia dalla rinuncia da parte di creditori a una quota o alla totalità della pretesa da essi vantata nei confronti dell'impresa, nonché sopravvenienze passive da svalutazione crediti irrecuperabili;
- spese amministrative, legali e consulenziali legate alla predisposizione, all'esecuzione e al monitoraggio del piano di risanamento (gestione del piano).

Per quanto riguarda la proiezione dei risultati operativi, è necessario fissare degli obiettivi di *budget* legati ai principali *value driver* economici (tasso di incremento dei ricavi e margini di contribuzione percentuali) che risultino coerenti con le azioni di risanamento progettate e quindi sufficientemente realistiche (sulla realistica di tali assunzioni si basa, di fatto, la

veridicità dell'intero modello). In sostanza, nell'ambito della valutazione di un progetto di risanamento, per costruire uno schema adeguato di rendiconto finanziario è necessario partire da un reddito operativo netto "rettificato", che tenga conto delle componenti economiche straordinarie sopra menzionate (tanto quelle che hanno manifestazione finanziaria, come le spese amministrative, legali e consulenziali, quanto quelle che derivano da procedimenti di carattere contabile come plusvalenze e minusvalenze).

Sulla scorta di queste considerazioni, lo schema di rendiconto finanziario sul quale si fonda il modello poggia le basi sul seguente schema di conto economico previsionale:

<i>Anno (t)</i>	<i>0</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>...</i>	<i>n</i>
Ricavi					
– Costi variabili					
– Costi generali (compresi costi gestione piano)					
= EBITDA "ordinario"					
+/- Plusvalenze / Minusvalenze "liquide"					
+ Abbuoni e Stralci / – Svalutazioni per insolvenze					
= EBITDA					
– Ammortamenti / Accantonamenti					
+/- Rivalutazioni / Svalutazioni "non liquide" (da valutazione)					
= EBIT					
– EBIT · T_C					
= EBIT (1-T_C)					

Tabella 15 Schema di conto economico previsionale funzionale allo schema di rendiconto finanziario

Naturalmente, per semplicità, si è ipotizzato che le componenti economiche straordinarie derivanti dalle operazioni immediate di risanamento, proprio in considerazione della loro urgenza, si condensino principalmente nell'istante temporale $t=0$, ma è evidente che la generalità dello schema adottato consente di proiettare l'impatto economico di operazioni di ristrutturazione programmate per gli esercizi successivi.

Sulla base dello schema di conto economico appena illustrato è possibile elaborare lo schema di rendiconto finanziario che, in termini aggregati, può essere così schematizzato:

<i>Anno (t)</i>	<i>0</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>...</i>	<i>n</i>
EBITDA “ordinario”					
– Impatto fiscale gestione operativa					
– Δ Crediti v/clienti (variazione “lorda”)					
– Δ Magazzino (variazione “lorda”)					
+ Δ Debiti v/fornitori (variazione “lorda”)					
= FCOC (Flusso di Cassa Operativo Corrente) ordinario					
+/- Plusvalenze / Minusvalenze “liquide”					
= FCOC					
– Spese nette in c/capitale (– Investimenti + Disinvestimenti)					
= FCF (Free Cash Flow to the Firm)					

Tabella 16 Schema di rendiconto finanziario previsionale in forma indiretta

Come si può notare, partendo da un dato economico “pulito” come l’*EBITDA* ordinario (derivante dalla gestione operativa), è possibile giungere alla determinazione del flusso di cassa operativo netto in ogni esercizio di previsione contenuto nel piano di risanamento; naturalmente, la necessità di passare da un’ottica di competenza economica ad un’ottica di cassa, nonché quella di computare l’effetto delle componenti straordinarie derivanti dal processo di risanamento, impongono di rettificare i costi o i ricavi non aventi manifestazione monetaria: in questo contesto, per chiarezza espositiva, si è deciso di non incorporare tali voci nella variazione del capitale circolante operativo netto (*CCON*) e delle immobilizzazioni, proprio per evidenziare separatamente il loro impatto economico da quello finanziario e quindi per comprendere meglio come le operazioni di ristrutturazione possano incidere sul livello dei flussi di cassa operativi netti (*FCFF*).

Per quanto riguarda le voci del circolante, la tabella evidenzia chiaramente come, imputando le voci straordinarie come rivalutazioni, sopravvenienze attive (ad esempio per abbuoni o stralci di debiti) e svalutazioni (in particolare svalutazioni per insolvenze) nel Conto Economico previsionale, sia possibile considerare nel rendiconto finanziario solamente le variazioni effettive delle singole voci derivanti dall’attività operativa (denominate variazioni “lorde”).

Per quanto riguarda invece gli effetti fiscali legati alle variazioni delle voci del circolante determinate da componenti economiche straordinarie, il fatto di avere inserito tali componenti nel calcolo dell’imponibile (*EBIT*) giustifica l’assenza nello schema di rendiconto finanziario di voci specifiche legati agli effetti fiscali della gestione extra-operativa, che sono infatti incorporati nel calcolo del reddito operativo netto (ovviamente la variazione “lorda” delle voci del circolante, interessando poste di attivo e passivo di stato patrimoniale, senza effetti sul conto economico, non risente in alcun modo della presenza delle imposte). Nonostante l’approfondimento del tema della fiscalità nelle nuove procedure concorsuali vada oltre gli obiettivi del presente lavoro, è opportuno ricordare brevemente che, come già ricordato nel corso del secondo capitolo, nelle procedure concorsuali di tipo concordatario e para-giudiziali (concordato preventivo e accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis LF*) gli obblighi fiscali (in materia di imposte sui redditi ed IRAP) relativi all’impresa in crisi restano in capo all’imprenditore/debitore, poiché l’apertura di tali procedure non determina lo spossessamento e la perdita della disponibilità dei beni dell’impresa in favore della temporanea custodia o gestione dell’organo gestorio. Ciò determina, a livello fiscale, una sostanziale invarianza delle

regole ordinarie di tassazione dei redditi e dell'IRAP previste per i contribuenti in normale periodo di attività: la sola deroga allo statuto fiscale dell'imprenditore *in bonis* riguarda l'esclusione da tassazione delle plusvalenze e delle sopravvenienze attive maturate, rispettivamente, a seguito della cessione di *asset* e della riduzione dei debiti (abbuoni) nell'ambito dell'esecuzione del piano di concordato¹⁰² (deroghe peraltro non operanti, secondo l'orientamento espresso dall'Amministrazione Finanziaria, nell'ambito degli accordi di ristrutturazione dei debiti¹⁰³). In termini operativi, facendo riferimento agli schemi di conto economico e rendiconto finanziario previsionali, per simulare correttamente (nel caso in cui la ristrutturazione avvenga tramite concordato preventivo con finalità risanatorie) la deroga di cui sopra è sufficiente rettificare in sede di proiezione dei flussi di cassa l'impatto fiscale presente in conto economico: per fare ciò, quindi, sarà sufficiente rettificare l'incidenza fiscale segnalata in conto economico delle eventuali plusvalenze su cessione di *asset* e delle sopravvenienze attive da abbuoni. Sulla base delle assunzioni relative all'evoluzione delle principali variabili economiche ed operative è quindi possibile ottenere la serie dei *FCFF* nell'orizzonte temporale previsto dal piano di risanamento (da $t=0$ a $t=n$). In questo senso è necessario proiettare attraverso il rendiconto finanziario gli effetti delle operazioni di ristrutturazione che si prevede espliciteranno i propri effetti non in modo immediato (come quelle che incidono sul $FCFF_0$) ma graduale; in generale tali interventi sono quelli finalizzati alla compressione del fabbisogno finanziario derivante dalla gestione del capitale circolante operativo netto, ed in particolare:

- riduzione dei giorni credito attraverso l'incasso dei crediti in tempi più brevi, la stipula di contratti strategici e pluriennali con i principali clienti, nonché lo sviluppo risorse e personale adeguato per gestire i solleciti;
- riduzione delle giacenze di magazzino mediante riorganizzazione del processo produttivo e distributivo e della logistica;
- incremento dei giorni debito tramite rinegoziazione delle condizioni di pagamento o stipula di contratti pluriennali con i fornitori con miglior *vendor rating*.

4.2.2. La stima del costo medio ponderato del capitale (*WACC*)

Una volta stimati i flussi di cassa operativi netti nel periodo di previsione esplicita, per procedere alla loro attualizzazione (nell'ottica del calcolo del valore di mercato delle attività operative nette) è necessario stimare per ogni esercizio di previsione il tasso di attualizzazione rappresentato dal costo medio ponderato del capitale (*WACC*). La determinazione del tasso di sconto è una parte assai delicata del modello, almeno quanto quella dedicata alla stima dei flussi di cassa; la scelta e il calcolo del tasso avranno infatti ricadute fondamentali sulla stima del valore delle attività operative nette: più alto sarà il tasso, più basso sarà il valore attuale e viceversa¹⁰⁴. La scelta del *WACC* come tasso di sconto, nell'ambito del modello di valutazione qui presentato, è giustificata dalla necessità di inserire nell'analisi gli effetti derivanti dal ricorso dell'impresa all'indebitamento, che, per definizione, non sono compresi nei *FCFF*, che di configurano infatti come flussi *unlevered* che assumono una struttura finanziaria caratterizzata dall'assenza di debito. Il *WACC*, come noto, è definito come la media ponderata

¹⁰² Papaleo P.P., Pollio M., "La fiscalità nelle nuove procedure concorsuali. Aspetti critici ed implicazioni tributarie della crisi d'impresa", 2007, IPSOA, p. 201.

¹⁰³ Stasi E., "Questioni in tema di interessi dei crediti tributari nell'amministrazione straordinaria", Commento a ris. 19 novembre 2002, n. 362/E, e a circ. 15 novembre 2002, n. 84/E.

¹⁰⁴ Una minima variazione del tasso è in grado di influenzare in maniera assai rilevante il valore complessivo. Ciò vale a maggior ragione in questo periodo con l'abbassamento del tasso *risk-free* (r_f): in termini di valore attuale, l'impatto di un abbassamento di un punto del tasso nella fascia compresa tra il 2% e il 5% è ben più elevato del medesimo decremento nella fascia compresa tra il 6% e il 10%.

dei costi delle diverse fonti di finanziamento (debito e capitale netto) e analiticamente è definito nel modo seguente:

$$WACC = k_E \cdot \frac{E}{D+E} + k_D \cdot (1-T_C) \cdot \frac{D}{D+E}$$

dove k_E indica il costo del capitale netto (rendimento richiesto dagli investitori a titolo di capitale di rischio) e k_D il costo del debito, E il valore di mercato del capitale netto e D quello del debito, e T_C l'aliquota d'imposta marginale sui redditi d'impresa.

Nell'ambito di un piano di ristrutturazione è fondamentale comprendere come le operazioni di *financial restructuring*, volte ad un progressivo riequilibrio della struttura finanziaria, impattino sul livello del WACC nei diversi esercizi di previsione esplicita del piano: per ciascun anno, in sostanza, è necessario verificare gli effetti di una variazione della struttura finanziaria sul WACC, ed in particolare l'effetto primario generato da una variazione dei pesi (incidenza di debito ed *equity* nel passivo patrimoniale) e quello secondario sul costo del debito e del capitale netto (k_D e k_E), facendo riferimento alle classiche formule per la loro determinazione, che sono sinteticamente ricordate in nota¹⁰⁵. A priori non è possibile stabilire con certezza la direzione e l'ammontare degli effetti di una variazione del *leverage* sul WACC, proprio perché tale variazione incide su molteplici fattori che devono essere considerati separatamente se l'obiettivo è quello di conferire al modello un buon livello di analiticità; per questo, in termini operativi, il modello consente di stimare il valore del WACC per i diversi esercizi attraverso una semplice tabella contenente le previsioni relative a tutte le componenti che contribuiscono alla sua determinazione.

In particolare, per quanto riguarda la proiezione del costo del debito k_D , esso può essere calcolato a partire dal *rating* sintetico, funzione dell'indice di copertura degli oneri finanziari ($EBIT/INT$)¹⁰⁶, sulla base delle tabelle fornite dalle principali agenzie di *rating* a livello internazionale (naturalmente, per ogni anno t è necessario fare riferimento al rapporto $EBIT/INT$ dell'anno precedente); naturalmente un approccio di questo tipo costituisce una semplificazione del criterio di assegnazione e revisione del *rating*, che comunque risulta funzionale alla necessità di modellare il percorso di *upgrading* che un'impresa dovrebbe perseguire nell'ambito di un processo di risanamento.

Con riferimento al costo del capitale netto k_E , invece, partendo dalle assunzioni relative alla rischiosità delle attività di impresa¹⁰⁷ (rappresentata da β_V) e all'evoluzione dell'indice di indebitamento D/E contenute nel piano di risanamento, è possibile giungere alla definizione di β_E e quindi di k_E .

In sostanza il modello prevede, per il calcolo del WACC, un procedimento ricorsivo, che contiene una serie di riferimenti circolari che possono essere gestiti a livello operativo implementando il modello stesso su fogli di calcolo elettronici. La tabella attraverso la quale si

¹⁰⁵ Per la stima di k_E si fa riferimento all'approccio del CAPM, ossia $k_E = r_f + \beta_E(r_m - r_f)$, mentre per la determinazione del costo del debito k_D si utilizza il sistema sintetico attraverso il *rating* aziendale ($k_D = r_f + \text{credit spread}$), dove r_f indica il tasso *risk-free*, β_E un indicatore di rischio sistematico del capitale netto, $(r_m - r_f)$ il premio per il rischio e il *credit spread* il rendimento aggiuntivo richiesto dai finanziatori a titolo di debito in funzione della rischiosità dei titoli di debito dell'impresa.

¹⁰⁶ Nell'ambito del modello l'ammontare degli oneri finanziari (INT), per chiarezza espositiva, sarà indicato nella fase successiva, dedicata alla determinazione dei flussi di cassa complessivi.

¹⁰⁷ In presenza di un piano di ristrutturazione che comporti una radicale riconversione strategica e produttiva e preveda l'abbandono del *core business* precedente a favore di una nuova attività, il beta *unlevered* potrebbe cambiare in modo anche significativo, in considerazione della diversa tipologia di attività svolta, che potrebbe avere profili di rischio settoriali maggiori o minori rispetto a quelli originari. Di questo è necessario tenere conto nel momento in cui si determinano i valori di β_V per i diversi esercizi di previsione esplicita.

giunge alla determinazione dei valori del WACC per gli anni compresi nel piano di risanamento può essere schematizzata nel modo seguente:

Anno (<i>t</i>)	0	1	2	...	<i>n</i>
β_V (beta unlevered)					
D/E					
B_E (beta levered) = $\beta_V \left[1 + (1 - T_C) \frac{D}{E} \right]$					
$k_E = r_f + \beta_E(r_m - r_f)$					
EBIT/INT anno precedente ($t-1$)					
credit spread					
$k_D (1 - T_C) = (r_f + \text{credit spread})(1 - T_C)$					
$WACC = k_E \cdot \frac{E}{D + E} + k_D \cdot (1 - T_C) \cdot \frac{D}{D + E}$					

Tabella 17 Procedimento per la stima del WACC negli anni di previsione esplicita

In generale, un piano di ristrutturazione dovrebbe prevedere una progressiva riduzione dell'indice di indebitamento, che consenta di alleggerire l'incidenza degli oneri finanziari associati al debito e quindi (a parità di flussi di cassa) di ridurre il rischio di insolvenza, nell'ottica del raggiungimento di una struttura finanziaria considerata ottimale o quantomeno funzionale alla riuscita del piano: a questo proposito, solitamente, nell'ambito dei piani di ristrutturazione si fissa un rapporto di indebitamento obiettivo e quindi un WACC target da raggiungere progressivamente entro l'anno *n*.

Una volta stimato il livello del WACC per gli esercizi futuri, è possibile procedere all'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti calcolati secondo le modalità viste nel § 4.2.1; a questo punto, per ottenere il valore di mercato delle attività operative nette dell'impresa in caso di successo del piano di risanamento, non resta che calcolare il valore finale, alla cui determinazione è dedicato il prossimo paragrafo.

4.2.3. Calcolo del valore finale e stima del valore di mercato delle attività operative nette

Come ogni piano finanziario, anche un piano di risanamento richiede, al termine della previsione esplicita dei flussi di cassa fino all'anno *n*, la determinazione del valore terminale a partire dal flusso o dagli indicatori economici previsti per l'ultimo esercizio (appunto l'esercizio *n*). Nell'ambito della valutazione di un piano di ristrutturazione, l'ultimo flusso di cassa operativo dovrebbe coincidere, in caso di successo del piano stesso, con l'entrata dell'azienda in una fase di equilibrio caratterizzata dalla risoluzione delle problematiche che hanno condotto alla crisi e dall'entrata a regime del nuovo modello di *business* eventualmente previsto dal piano. Il modello, in sostanza, prevede che il piano di risanamento espliciti i propri effetti in un periodo di durata *n* anni (durante i quali vengono stimati esplicitamente i flussi di cassa operativi), al termine del quale si assume che la situazione si evolva in modo lineare, secondo un determinato tasso di crescita *g* applicato ai flussi o a margini economici a seconda della metodologia impiegata per il calcolo del valore finale (*terminal value*). A questo proposito, nel modello oggetto del presente capitolo si è scelto di fare affidamento, per il calcolo del valore terminale, a un multiplo *forward* di mercato ampiamente utilizzato nella

prassi dei processi di valutazione, ossia il multiplo $V/EBITDA$, da applicare all' $EBITDA$ dell'ultimo anno di previsione esplicita del piano (anno n)¹⁰⁸. La scelta di tale multiplo nel contesto di un piano di risanamento è giustificata dal fatto che l' $EBITDA$, rispetto al flusso di cassa, reca il vantaggio di minimizzare le distorsioni delle spese in conto capitale di mantenimento, in quanto rappresenta il flusso di reddito disponibile ante ammortamenti: in presenza di un processo di *turnaround*, evidentemente, l'utilizzo di un dato economico come l' $EBITDA$ rispetto ai flussi di cassa, rendendo di fatto irrilevante ai fini della costruzione del valore la politica degli investimenti e dei relativi ammortamenti, consente di evitare i problemi relativi alla determinazione del quadro di riferimento a regime dell'impresa¹⁰⁹.

Per definizione l'utilizzo dei multipli richiede la disponibilità di stime dei multipli medi di settore per società comparabili¹¹⁰ al periodo di fine previsione esplicita; nell'ambito di un piano di risanamento che comporti un cambiamento radicale dell'attività aziendale è evidente che il riferimento deve essere al nuovo settore in cui l'impresa opera, dopo aver accuratamente verificato se essa abbia tutti i requisiti per essere considerata all'interno della media di settore o viceversa possieda elementi migliorativi e peggiorativi in termini di *performance* o di posizionamento di mercato¹¹¹. Sulla base di queste considerazioni, il *terminal value* dell'impresa (TV_{AON}) può essere semplicemente calcolato moltiplicando il multiplo medio di settore di riferimento ($V/EBITDA$) con il valore assunto dall' $EBITDA$ nell'ultimo anno di previsione esplicita dei flussi contenuta nel piano ($EBITDA_n$):

$$TV_{AON} = \frac{V}{EBITDA} \cdot EBITDA_n$$

Per completezza è necessario accennare anche ad un'altra modalità operativa attraverso la quale è possibile procedere alla stima del *terminal value* delle attività operative nette, ampiamente adottata nella pratica della valutazione, consiste nel modello della crescita costante perpetua di Gordon, che ipotizza che al termine del piano (anno n) l'impresa risanata sia in grado di generare flussi di cassa operativi netti ($FCFF$) che crescono, a partire da $n+1$, ad un tasso di crescita costante definito g . Sulla base di queste assunzioni, il valore terminale delle attività operative nette, nell'ambito del modello della crescita costante perpetua, può essere definito nel modo seguente:

$$TV_{AON} = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC_n - g}$$

dove $WACC_n$ indica il costo medio ponderato del capitale nell'ultimo anno di previsione esplicita dei flussi, quando il processo di ristrutturazione finanziaria avrebbe dovuto manifestare i suoi effetti benefici in termini di riduzione del costo delle fonti di finanziamento. Una volta calcolato, indipendentemente dal metodo utilizzato, il valore terminale, occorrerà

¹⁰⁸ Si ricorda che con V si fa riferimento al valore complessivo delle attività d'impresa ($AON+LIQ$).

¹⁰⁹ Cfr. Santini R., (2007), p. 288.

¹¹⁰ Nell'ambito del modello si è ipotizzato, per semplicità, di fare riferimento, nella ricerca di imprese comparabili, a imprese appartenenti allo stesso settore, anche se in teoria la definizione di un'impresa comparabile non richiede che le imprese debbano necessariamente svolgere la stessa attività, ma che abbiano caratteristiche simili in termini di crescita, rischio e flussi di cassa rispetto all'impresa da valutare, e quindi non c'è un obbligo di limitarsi ad un settore specifico. La scelta di focalizzarsi su dati di settore è giustificata dalla maggiore disponibilità di dati cui fare riferimento nel momento in cui si deve determinare il *terminal value* per la valutazione di un'impresa appartenente ad un determinato settore.

¹¹¹ E' evidente infatti che aziende *leader* con un livello di crescita superiore alla media del settore dovrebbero mostrare, a parità di altri fattori, moltiplicatori più elevati; al contrario, aziende con crescita più bassa del settore e con posizionamento strategico più basso dovrebbero possedere moltiplicatori più contenuti.

riportare tale valore alla data di riferimento della valutazione, sulla base di un tasso di attualizzazione rappresentato dal costo medio ponderato del capitale dell'ultimo anno di previsione esplicita dei flussi ($WACC_n$); in questo modo, sommando tale valore al valore attuale dei flussi di cassa operativi netti ($FCFF$) stimati esplicitamente nel piano per gli n anni di previsione, è possibile ottenere il valore complessivo delle attività operative nette dell'impresa in caso di successo del piano di risanamento (AON):

$$AON = \sum_{t=0}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{TV_{AON}}{(1+WACC_n)^n}$$

4.3. Dal valore delle attività operative nette al valore dell'impresa: il ruolo della liquidità

Dopo aver stimato il valore di mercato delle attività operative nette secondo le modalità descritte nel § 4.2, il modello prende in considerazione la presenza di riserve di liquidità e titoli negoziabili: il valore di tale attività dovrebbe infatti essere aggiunto al valore delle attività operative nette per giungere alla determinazione del valore dell'impresa (V). La liquidità da prendere in considerazione ai fini della valutazione è naturalmente quella eventualmente esistente alla data di riferimento della valutazione; per semplicità si può ipotizzare di prendere come riferimento l'ammontare di liquidità segnalata nei libri contabili alla fine dell'esercizio precedente a quello in cui il piano comincia ad essere implementato ($t=-1$). Il problema principale relativo alla valorizzazione delle riserve di liquidità di un'impresa in crisi consiste principalmente nella scelta tra la valutazione a valore nominale o a un valore "rettificato" che tenga conto della specificità della situazione di crisi che l'impresa si trova ad affrontare; spesso, infatti, si ritiene che le risorse liquide detenute da un'impresa divenuta insolvente abbiano un valore effettivo inferiore rispetto a quello nominale, in considerazione del fatto che presumibilmente gran parte di tali risorse sarà destinata al rimborso dei creditori rimasti insoddisfatti e quindi non potrà essere impiegata in modo profittevole (ad esempio in progetti di investimento con VAN positivo, in grado di incrementare gli indici di redditività dell'impresa)¹¹². Nonostante questo tipo di considerazioni siano del tutto plausibili e giustificabili da un punto di vista teorico, è evidente che nell'ambito di un modello di valutazione come quello in oggetto diventa piuttosto arduo quantificare lo scostamento dal valore nominale; per evitare forzature o distorsioni, che comunque non sarebbero giustificate data l'intrinseca aleatorietà su cui si fonda ogni piano di risanamento, il modello ipotizza che la valorizzazione delle riserve di liquidità avvenga a valore nominale. In questa sede è comunque importante sottolineare come in linea teorica l'adozione di un'ipotesi semplicistica come quella appena introdotta non dovrebbe avere impatti significativi a livello quantitativo, se si considera che in generale le imprese in crisi detengono riserve liquide piuttosto esigue, la cui valorizzazione non incide in misura significativa nella determinazione del valore complessivo delle attività. Una volta segnalate queste note di carattere metodologico, presenti in letteratura, definendo semplicemente come LIQ l'ammontare della liquidità e dei titoli prontamente liquidabili detenuti dall'impresa al termine dell'esercizio $t-1$, il valore complessivo delle attività di impresa (V) può essere ottenuto semplicemente sommando tale ammontare al valore di mercato delle attività operative nette:

$$V = AON + LIQ = \sum_{t=0}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{TV_{AON}}{(1+WACC_n)^n} + LIQ$$

¹¹² Dittmar A., "Corporate cash policy and how to manage it with stock repurchases", 2008, Journal of Applied Corporate Finance, 20(3), pp. 22-34, p. 26.

Una volta determinato il valore totale dell'attivo, nell'ambito dell'approccio *sum of parts*, per ottenere il valore del capitale netto dell'impresa risanata è necessario concentrarsi sullo stato passivo per definire il valore di mercato del debito finanziario, secondo le modalità descritte analiticamente nel prossimo paragrafo.

4.4. La determinazione del valore di mercato del debito finanziario

Ogni piano finanziario, oltre ad evidenziare la proiezione dei flussi di cassa operativi sulla base delle assunzioni adottate, dovrebbe indicare anche l'evoluzione dei flussi che interesseranno i finanziatori qualora dovessero essere raggiunti gli obiettivi di *budget*. La centralità e l'importanza di questo aspetto è ancora più evidente nel caso di un piano di ristrutturazione avente l'obiettivo di ricomporre una situazione di crisi: in tal caso infatti una realistica previsione dei flussi di rimborsi o delle nuove erogazioni rappresenta per i creditori un fattore fondamentale alla base della decisione relativa all'approvazione o al rifiuto della proposta risanatoria presentata dai vertici dell'azienda debitrice. Un modello che intenda, da un lato, giungere ad una valutazione obiettiva di un piano di risanamento e, dall'altro, valutare i profili di convenienza del piano stesso per le diverse categorie di creditori, deve essere in grado di scomporre i flussi complessivi associati al debito e di determinarne l'evoluzione temporale coerentemente con le operazioni di *financial restructuring* contenute nel piano. Stimare il valore di mercato del capitale di debito non è un compito affatto semplice, poiché sono poche le imprese che presentano uno stato passivo rappresentato in larga parte da titoli negoziati su mercati regolamentati (tipicamente titoli obbligazionari), dei quali si possa agevolmente conoscere in modo diretto il valore di mercato; nella realtà delle imprese di piccole-medie dimensioni italiane, anzi, la maggioranza dei debiti finanziari è rappresentata da debiti *non-traded*, dei quali è immediatamente noto il valore contabile (*book value*) ma non il valore di mercato. Nell'ambito del modello di valutazione, il valore di mercato del debito finanziario (D), in termini generali, è calcolato come valore attuale dei flussi attesi sul debito (FCD) ad un tasso di sconto rappresentato dal costo del debito dell'impresa da valutare (k_D), che riflette il *rating* dell'impresa e quindi la rischiosità dei suoi debiti:

$$D = \sum_{t=0}^n \frac{FCD_t}{(1 + k_{Dt})^t} + \frac{TV_D}{(1 + k_{Dn})^n}$$

Adottando tale metodologia di stima, analoga a quella precedentemente impiegata per la valutazione delle attività operative nette, è possibile conferire al modello un buon grado di generalità e di coerenza logica. Per ottenere il duplice obiettivo menzionato in precedenza è necessario dapprima completare lo schema di rendiconto finanziario utilizzato per la stima dei flussi di cassa operativi attesi e presentato nel § 4.2.1, per poi disaggregare i flussi verso i creditori per tenere conto del ruolo esercitato da ogni categoria di creditori nel processo di risanamento e valutare la convenienza dell'opzione della continuità operativa.

4.4.1. La proiezione dei flussi di cassa verso i finanziatori

Come anticipato in precedenza, per calcolare il valore di mercato del debito finanziario è necessario innanzitutto proiettare negli esercizi compresi nel piano di risanamento i flussi attesi sul debito da attualizzare. Nel contesto del modello in oggetto, per fare ciò è sufficiente completare lo schema di rendiconto finanziario rettificando i flussi di cassa operativi netti ($FCFF$) attesi (che, come già detto, sono flussi *unlevered*) per tenere conto dell'esistenza, nel passivo patrimoniale, di una componente di debiti finanziari (che nelle imprese in crisi, di solito, è molto significativa). In questo modo è possibile inoltre stimare i flussi di cassa disponibili per i proprietari ($FCFE$ – *Free Cash Flow to Equity*) e, sulla base delle operazioni

previste sul capitale e sui dividendi, il flusso di cassa netto (*FCN*) per i diversi esercizi di previsione esplicita (che rappresenta la variazione di liquidità intervenuta nell'esercizio); come si può notare, per passare dai flussi di cassa operativi netti (*FCFF*) ai flussi di cassa netti è quindi necessario proiettare i flussi di cassa verso i finanziatori (creditori e proprietari) sulla base delle assunzioni e delle azioni di ristrutturazione previste. La seguente tabella, che rappresenta la naturale prosecuzione dello schema di rendiconto impiegato per la proiezione dei *FCFF*, evidenzia le singole voci che contribuiscono alla determinazione delle due tipologie di flussi appena menzionate:

<i>Anno (t)</i>		<i>0</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>...</i>	<i>n</i>
<i>FCFF (Free Cash Flow to the Firm)</i>						
<i>Flusso di cassa verso i creditori (FCD)</i>	+ Nuove erogazioni (<i>NE</i>)					
	- Rimborsi "lordi" (<i>R</i>)					
	+ Abbuoni / stralci (<i>ABB</i>)					
	- Interessi pagati (<i>INT</i>)					
	- Rimborsi <i>leasing</i>					
	+ Effetto fiscale oneri finanziari (<i>INT·T_C</i>)					
= <i>FCFE (Free Cash Flow to Equity)</i>						
<i>Flusso di cassa verso i proprietari</i>	+ Aumenti di capitale (<i>E_{NEW}</i>)					
	- Dividendi pagati (<i>DIV</i>)					
	- Prelievo soci (<i>P</i>)					
= <i>FCN (Flusso di cassa netto) = ALIQ</i>						

Tabella 18 Proiezione dei flussi di cassa verso i finanziatori

Come si può notare dalla tabella, i flussi di cassa verso i creditori sono rappresentati dai rimborsi delle quote capitale e dal pagamento degli interessi associati al debito, la cui eventuale deducibilità fiscale determina un beneficio pari al prodotto tra l'ammontare degli interessi stessi e l'aliquota di imposta sui redditi societari (T_C)¹¹³.

Il modello, facendo riferimento alla valutazione di un piano di risanamento, deve considerare anche i flussi specificamente legati alle operazioni di ristrutturazione finanziaria compresi nel piano: in questo senso si giustifica l'inserimento (con segno positivo per l'impresa) degli abbuoni o degli stralci di debito funzionali all'implementazione del piano, che i creditori intendono concedere all'impresa in vista di flussi dei flussi di rimborso futuri. Anche l'imputazione esplicita dei rimborsi alle società di *leasing* (che comunque rientrano tra i rimborsi "lordi") è giustificata dal fatto che, molto spesso, le imprese in crisi, per ridurre il fabbisogno finanziario da investimenti, procedono all'acquisizione di beni strumentali in locazione operativa: in tal modo viene infatti limitato l'impatto finanziario dell'acquisizione

¹¹³ A tal proposito è opportuno ricordare che la finanziaria 2008 ha previsto che per le società di capitali gli interessi passivi siano deducibili solo fino a concorrenza degli interessi attivi e che l'eventuale eccedenza sia deducibile nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (differenza tra valore e costi della produzione esclusi gli ammortamenti) e che l'eventuale ulteriore eccedenza sia deducibile negli esercizi successivi. A questo parziale ampliamento della base imponibile è stata affiancata, nel rispetto del principio dell'invarianza di gettito, la riduzione dell'aliquota IRES dal 33% al 27,5%.

dei beni necessari all'attività produttiva, che si limita agli esborsi rappresentati dai rimborsi. Dal punto di vista operativo, è evidente che, qualora il piano preveda un processo di ristrutturazione del debito esistente, i flussi verso i creditori in uscita per l'impresa (e quindi in entrata per i creditori) tenderanno a manifestarsi con minore intensità nei primi esercizi previsti dal piano e quindi a concentrarsi negli anni successivi: tali interventi di rinegoziazione del debito, infatti, hanno l'obiettivo di posticipare nel tempo gli esborsi e legarne l'entità alle prospettive di risanamento (si pensi ad esempio al *mezzanine finance*, nel quale è previsto il rimborso del capitale a scadenza e in via subordinata con una componente di costo legata all'andamento dei redditi e del valore dell'azienda). Indipendentemente da queste considerazioni di carattere strategico, che dipendono dalla specificità dei singoli casi e quindi sono difficilmente generalizzabili, a livello aggregato i flussi di cassa attesi sul debito in ogni esercizio di previsione esplicita (FCD_t) saranno semplicemente pari alla somma algebrica dei flussi in entrata ed in uscita, sulla base di quanto previsto dal piano di risanamento e, impiegando la simbologia utilizzata nella tabella e considerando i rimborsi accordati alle società di *leasing* nei rimborsi lordi (R), possono essere così definiti:

$$FCD_t = NE_t + ABB_t - R_t - [INT(1 - T_c)]_t$$

Anche i flussi di cassa verso i proprietari dovrebbero seguire la stessa dinamica temporale tipica dei flussi sul debito: è presumibile infatti che i flussi positivi per l'impresa (aumenti di capitale e rinuncia a prelievi o dividendi) tendano a manifestarsi in modo piuttosto immediato, mentre la restituzione di liquidità ai proprietari sarà possibile solamente nel momento in cui il piano comincia ad esplicare i suoi effetti benefici.

Una volta proiettati, per ogni anno, i flussi di cassa attesi sul debito, è necessario, per stimare il valore di mercato del debito finanziario, procedere alla loro attualizzazione, sulla base di un tasso di sconto pari al costo del debito (k_D); per quanto riguarda le modalità di stima di k_D è sufficiente rimandare al § 4.2.2 relativo alla determinazione del WACC mediante il quale attualizzare i flussi di cassa operativi netti: il costo del debito, infatti, contribuisce alla determinazione del costo medio ponderato del capitale, quindi il valore di k_D per i diversi esercizi di previsione esplicita dei flussi è ipotizzato come funzione dell'indice di copertura degli oneri finanziari dell'esercizio precedente ($EBIT/INT$), che determina il livello del *credit spread* da sommare al tasso *risk free* per ottenere, appunto, k_D ¹¹⁴. In questa sede è quindi sufficiente ricordare che, in linea teorica, il processo di ristrutturazione finanziaria dovrebbe progressivamente condurre l'impresa ad una tendenziale riduzione del costo del debito, in conseguenza dell'auspicato miglioramento delle *performance* economiche e della minore incidenza degli oneri finanziari: la combinazione di tali effetti dovrebbe infatti condurre ad un incremento del rapporto $EBIT/INT$ e, quindi, ad una riduzione del differenziale per il rischio (*credit spread*) e, a parità di r_f , del costo del debito. Il processo di risanamento, in sostanza, dovrebbe perseguire l'obiettivo di un graduale *upgrading* sul debito, nell'ottica del raggiungimento di un *target rating* considerato ottimale e realisticamente raggiungibile in funzione delle operazioni esplicitamente previste dal piano di risanamento¹¹⁵.

A questo punto, il modello consente di stimare la prima componente che incide sul calcolo del valore di mercato del debito, ossia il valore attuale dei flussi di cassa attesi sul debito per il periodo di previsione esplicita dei flussi ($t=0, \dots, n$). Analogamente a quanto visto con riferimento alla stima del valore di mercato delle attività operative nette, anche nel caso del

¹¹⁴ Almeida H., Philippon T., "Estimating risk-adjusted costs of financial distress", 2008, Journal of Applied Corporate Finance, 20(4), pp. 105-109.

¹¹⁵ La natura stessa della formulazione per il calcolo del costo del debito k_D ($k_D = r_f + \text{credit spread}$) implica che, nell'implementazione pratica del modello, il costo del debito possa rimanere stabile per qualche esercizio, in considerazione del fatto che il processo di *upgrading*, dipendendo non solo dalle politiche finanziarie ma anche dalle *performance* economico-reddituali, è graduale e richiede alcuni esercizi prima di manifestarsi (determinando il passaggio ad una classe di *rating* superiore e quindi una riduzione del *credit spread*).

debito finanziario è necessario procedere alla determinazione di un valore terminale (*terminal value*, TV_D) attraverso il quale considerare i flussi attesi sul debito per il periodo successivo a quello di previsione esplicita; proprio alle modalità di calcolo di TV_D è dedicato il prossimo paragrafo.

4.4.2. Calcolo del valore finale e stima del valore di mercato del debito

Se per calcolare il valore finale delle attività operative nette è possibile impiegare metodi di valutazione sintetica fondati sull'applicazione di multipli *forward* di mercato (§ 4.2.3), per stimare il *terminal value* del debito finanziario, nell'ambito di un modello di valutazione, è necessario introdurre delle ipotesi relative alla composizione per durata dei debiti all'inizio del piano di risanamento, attraverso le quali giungere, al termine del periodo di previsione esplicita, alla definizione della durata residua dei debiti al termine dell'anno n . In sostanza, il piano di risanamento prevede la durata associata ad ogni finanziamento a titolo di debito funzionale all'esecuzione del piano, e quindi, sulla base di questa ipotesi di fondo, al termine del piano è possibile identificare la durata residua del debito e calcolare il *terminal value* come valore attuale dei flussi associati ai debiti previsti per tale periodo residuo.

L'impossibilità (o comunque la manifesta difficoltà) di prevedere in modo puntuale, per gli anni a partire da $n+1$, l'ammontare dei flussi attesi sul debito, consiglia di introdurre un'ipotesi semplificatrice in merito al piano di rimborso dei debiti per la durata residua: in particolare, ai fini della determinazione del *terminal value*, conviene ipotizzare la presenza di un piano di rimborso molto semplice, caratterizzato da flussi costanti (finanziamenti a rata costante). Ipotizzando che al termine dell'anno n il debito presenti una durata residua di x anni (e quindi gli ultimi flussi sul debito si avranno in $t=n+x$) ed il piano di rimborso dei debiti residui possa essere considerato come un finanziamento a rate costanti ($FCD_{n+1}=FCD_{n+2}=\dots=FCD_{n+x}$), il valore terminale del debito finanziario (TV_D) può essere considerato come il valore attuale di una rendita temporanea periodica posticipata a rata costante secondo un tasso di sconto che rappresenti il costo del debito *target* per l'impresa grazie al raggiungimento del *target rating* (k_D^*); in simboli:

$$TV_D = FCD_{n+1} \cdot \frac{\left(1 - \frac{1}{(1+k_D^*)^{n+x}}\right)}{k_D^*}$$

Naturalmente l'ipotesi appena introdotta è molto stilizzata, ma è funzionale alla necessità di individuare, specularmente a quanto è stato fatto con le attività operative nette, un valore terminale da sommare al valore attuale dei flussi espliciti per la stima del valore di mercato del debito. Ciò consente di evitare quell'approccio ampiamente diffuso nei modelli di valutazione finanziaria che, considerando come valore del debito (da sottrarre al valore dell'attivo per ottenere il valore dell'*equity*) il valore contabile (*book value*) al momento della valutazione e non il valore di mercato, implicitamente affermano che il valore di un'impresa dipenda solo dal valore delle sue attività caratteristiche (espressione della redditività caratteristica), mentre è ormai noto che il valore di un'impresa dipende anche dalle scelte di finanziamento e quindi dal valore di mercato del debito.

Anche nel caso del valore terminale del debito, naturalmente, occorre riportare tale valore alla data di riferimento della valutazione; in questo modo è possibile giungere alla determinazione del valore di mercato del debito (D), che risulterà pari a:

$$D = \sum_{t=0}^n \frac{FCD_t}{(1+k_{D_t})^t} + \frac{TV_D}{(1+k_{D_n})^n}$$

Come si può notare, qualora il piano di risanamento abbia successo e l'impresa riesca a conseguire l'obiettivo di migliorare il *rating* associato al proprio debito (progressiva riduzione di k_D), il valore di mercato del debito, a parità di FCD , ne risentirà positivamente, aumentando.

4.5. Il valore del capitale netto in ipotesi di risanamento

Dopo aver presentato, nei paragrafi precedenti, la logica e il funzionamento del modello di valutazione, è ora necessario unificare l'analisi e vedere come, sulla base di quanto detto finora, sia possibile giungere alla determinazione del valore del capitale netto in ipotesi di continuità operativa (E_{RIS}), da confrontare, a livello aggregato, con il valore in caso di liquidazione (E_{LIQ}) calcolato secondo le modalità definite nel capitolo precedente, per comprendere la convenienza relativa tra risanamento e liquidazione di un'impresa in crisi. Come già accennato in precedenza, nell'ambito del presente modello di valutazione il valore del capitale netto in ipotesi di continuità operativa è definito come la media ponderata tra il valore di E in caso di successo del piano di risanamento e quello in caso di insuccesso del piano stesso, dove i coefficienti di ponderazione sono rappresentati, rispettivamente, dalla probabilità di successo (che sarà definita come φ) e insuccesso ($1-\varphi$) dell'intervento di ristrutturazione.

4.5.1. Il valore del capitale netto in caso di successo del piano di risanamento

Per calcolare il valore del capitale netto in caso di successo del piano di risanamento è sufficiente fare riferimento al modello presentato nei paragrafi precedenti, adottando l'approccio *sum of parts* su cui esso si fonda; in sostanza, determinando i flussi di cassa operativi netti ($FCFF$) e i flussi attesi sul debito (FCD) sulla base delle ipotesi e delle previsioni contenute nel piano di ristrutturazione, è possibile stimare, secondo le modalità viste in precedenza, il valore di mercato delle attività operative nette e quello dei debiti finanziari.

In tal modo il valore economico del capitale netto in caso di successo del piano (con probabilità di successo pari a φ) potrà essere ottenuto semplicemente sottraendo dal valore delle attività totali (attività operative nette e riserve di liquidità) quello dei debiti finanziari:

$$E_{RIS,\varphi} = AON + LIQ - D$$

Naturalmente il valore così ottenuto è strettamente legato alle assunzioni contenute nel piano di risanamento in merito all'evoluzione futura dei principali *driver* economici e finanziari, che contengono un'inevitabile componente di aleatorietà; proprio per questo il valore del capitale netto così ottenuto non può essere direttamente confrontato con quello in caso di liquidazione, poiché, nell'ambito di un modello binomiale come quello oggetto del presente capitolo, il successo del piano di risanamento rappresenta solamente uno dei due possibili stati del mondo (l'altro è rappresentato dall'insuccesso del piano e, come anticipato, dalla conseguente liquidazione fallimentare in $t=n$), e in quanto tale deve essere pesato per la relativa probabilità di accadimento per contribuire alla stima del valore complessivo del capitale netto in caso di continuità operativa. In questo senso, è quindi fondamentale introdurre ed esplicitare una variabile cruciale come la probabilità di successo del piano di risanamento (φ): è evidente infatti che il manifestarsi di eventi non prevedibili o una non corretta implementazione del

piano (nonché la mancanza di appoggio da parte di alcuni finanziatori fondamentali) potrebbero impedire all'impresa di raggiungere, in corrispondenza dell'anno n , la situazione di equilibrio prevista inizialmente dal piano di ristrutturazione; il modello deve essere in grado di cooptare nell'analisi tale eventualità attribuendo una determinata probabilità all'evento "successo del piano di risanamento". In linea generale è evidente che tale probabilità φ dipende da una molteplicità di fattori non sempre sotto il domino diretto dell'impresa e dei suoi finanziatori; nonostante questo, comunque, essa non può essere considerata come una variabile completamente esogena, perché risulta influenzata anche dal comportamento e dal sostegno attivo fornito dai finanziatori, ma non può nemmeno essere stimata analiticamente in termini rigorosi. Non è infatti possibile affermare in termini assoluti che la probabilità di successo sia esclusivamente funzione diretta dell'ammontare dei nuovi finanziamenti concessi dai finanziatori: il successo del piano dipende infatti anche dalle modalità di impiego di tali finanziamenti e dall'esistenza di un contesto esterno favorevole all'implementazione delle operazioni risanatorie previste dal piano.

Un altro aspetto importante da chiarire riguarda il reale significato da attribuire al termine "successo": è infatti palese che la fissazione di determinati obiettivi di *budget* relativi alle *performance* economiche debba essere inevitabilmente flessibile, ossia stabilisca un *range* di valori all'interno dei quali i risultati ottenuti possano essere considerati soddisfacenti o in linea con quanto espresso dal piano finanziario; in questo senso, come in ogni processo di *budgeting*, sarebbe opportuno rivedere periodicamente il piano per tenere conto dell'eventuale sopravvenienza di fattori esogeni che rendano impraticabile il raggiungimento degli obiettivi iniziali e quindi riconsiderare gli obiettivi e le fasce di "successo". In questo senso φ dovrà essere quindi determinata *ex-ante* sulla base degli interventi di ristrutturazione previsti dal *business plan* e di una valutazione realistica in merito alla capacità di tali interventi di ripristinare le condizioni di redditività ed economicità che garantiscano all'impresa oggetto di analisi la possibilità di proseguire l'attività operativa; nell'ambito di un modello di valutazione di tipo finanziario, come quello qui sviluppato, questo aspetto è ancora più importante, poiché il metodo finanziario è fortemente influenzabile anche dal più piccolo scostamento in termini di assunzioni, vuoi dal lato della costruzione dello scenario standard, vuoi dal lato della determinazione dei flussi e dei tassi di attualizzazione¹¹⁶. Questa estrema volatilità rende tale metodo molto sensibile al grado di capacità professionale del valutatore e impone di minimizzare il più possibile la soggettività delle stime.

4.5.2. Il valore del capitale netto in caso di insuccesso del piano di risanamento

Come già accennato, il modello ipotizza che in caso di insuccesso del piano di risanamento (con probabilità $1-\varphi$) la conseguenza automatica per l'impresa sia quella della liquidazione fallimentare al tempo n , ossia al termine del periodo di previsione esplicita dei flussi contenuto nel piano. Prescindendo dalle ragioni che possono condurre al mancato conseguimento degli obiettivi dichiarati, è importante in questa sede comprendere in che modo è possibile stimare il valore del capitale netto in caso di insuccesso del piano e quali sono i fattori di criticità da prendere in considerazione.

Innanzitutto, è evidente che per quanto riguarda la metodologia di calcolo del valore di liquidazione è sufficiente fare riferimento e rimandare a quanto ampiamente illustrato nel terzo capitolo, dedicato, appunto, alla stima del valore dell'*equity* in caso di fallimento (E_{LIQ}); nonostante questo, è importante sottolineare che il tentativo di ritornare alla creazione di valore attraverso un piano di ristrutturazione potrebbe, in caso di insuccesso, implicare conseguenze potenzialmente negative per i creditori in termini di *recovery rate* ottenibile in caso di liquidazione al tempo n rispetto a quanto essi sarebbero in grado di conseguire in ipotesi di liquidazione immediata (senza esperimento dell'opzione risanatoria). Come è stato

¹¹⁶ Cfr. Santini R., (2007), p. 362.

affermato nel § 3.2, in caso di liquidazione il valore del capitale netto può essere ottenuto, in termini molto generali, sottraendo allo stato attivo “allargato” (composto dal valore di liquidazione delle attività operative con revocatorie e dal valore di escussione delle garanzie di terzi e del patrimonio personale degli eventuali soci a responsabilità illimitata) l’ammontare complessivo degli impegni assunti dall’impresa nei confronti di terzi (debiti operativi e finanziari, spese preveducibili e garanzie rilasciate a favore di terzi).

Nel caso in cui il piano non abbia successo, nell’ambito del modello è quindi importante, ai fini della determinazione del valore di liquidazione al tempo n , stimare il valore dello **stato attivo “allargato”**, a partire dal valore delle attività operative in caso di liquidazione, che, come già detto nel terzo capitolo, coincide con la somma tra il valore di liquidazione della massa mobiliare e quello della massa immobiliare ($MM+MI$): il valore delle attività operative al termine dell’esercizio n risulterà così pari alla somma tra il valore della massa mobiliare e di quella immobiliare in $t=n$ (rispettivamente MM_n e MI_n)¹¹⁷. Nel caso in cui l’impresa intraprenda un percorso di risanamento sulla base di un piano di ristrutturazione, il valore della massa mobiliare e di quella immobiliare varieranno, rispetto al tempo $t=0$ (MM_0 e MI_0), a seguito delle operazioni esplicitamente previste dal piano; in particolare:

$$MM_n = MM_0 + (INV_{MM} - DISINV_{MM}) + (AOC_n - AOC_0)$$

$$MI_n = MI_0 + (INV_{MI} - DISINV_{MI})$$

Come si può notare, l’implementazione del piano di risanamento comporta delle variazioni nella massa mobiliare a seguito degli investimenti netti in beni mobili produttivi come macchinari e attrezzature ($INV_{MM} - DISINV_{MM}$) e della variazioni delle attività operative correnti (AOC), rappresentate da crediti verso clienti e magazzino. La massa immobiliare, invece, risente esclusivamente della politica degli investimenti e disinvestimenti in beni immobili funzionali all’esecuzione del piano ($INV_{MI} - DISINV_{MI}$).

A parità di garanzie reali e personali di terzi, per ottenere il valore dello stato attivo “allargato” al tempo n è sufficiente procedere alla stima del valore di escussione dei patrimoni personali degli f soci a responsabilità illimitata (cfr. § 3.3.6); ipotizzando che tra $t=0$ e $t=n$ la composizione della compagine societaria resti invariata e che il patrimonio personale di ogni singolo socio vari esclusivamente in funzione dei flussi che lo interessano nel rapporto con l’impresa, per ottenere il valore di escussione dei patrimoni personali degli eventuali soci illimitatamente responsabili al tempo n (PP_n) sarà sufficiente rettificare quello al tempo $t=0$ (PP_0)¹¹⁸ per tenere conto dei flussi che hanno interessato i soci nell’ambito dell’implementazione del piano di risanamento:

$$PP_n = PP_0 - E_{NEW} + DIV + P$$

dove, si ricorda, E_{NEW} indica l’insieme degli aumenti di capitale sottoscritti dai soci, DIV l’insieme dei dividendi corrisposti ai soci e P l’ammontare dei prelievi da essi effettuati tra $t=0$ e $t=n$.

¹¹⁷ L’ipotesi di fondo qui adottata è quella secondo la quale i valori di realizzo della massa immobiliare e di quella immobiliare coincidono con il loro valore contabile. Tale semplificazione, che appare molto forte e stilizzata, è in realtà accettabile se si considera l’impossibilità di determinare oggi il valore di realizzo degli *asset* tra n anni; si tratta inoltre di una valutazione prudentiale che consente di ottenere un valore di liquidazione realistico.

¹¹⁸ Si ricorda che il valore di escussione totale dei patrimoni personali degli f soci illimitatamente responsabili è pari alla sommatoria del patrimonio personale di ogni singolo socio, ossia: $PP = \sum_{i=1}^f PP_i$ (cfr. § 3.3.6).

A questo punto, dopo aver stimato il valore dello stato attivo “allargato” al tempo n , è necessario quantificare l'ammontare dello **stato passivo**, che, a parità di garanzie prestate a terzi, risulta pari all'insieme delle obbligazioni contratte dall'impresa nei confronti di terzi al tempo n (debiti dell'impresa al tempo n). Definendo D_0 l'insieme complessivo dei debiti dell'impresa al tempo $t=0$, per ottenere l'ammontare dei debiti al tempo $t=n$ (D_n) è necessario quantificare la variazione complessiva dei debiti in linea capitale tra $t=0$ e $t=n$ in conseguenza dell'esecuzione del piano di risanamento; impiegando gli stessi simboli utilizzati in precedenza per illustrare la determinazione dei *Free Cash Flow to Equity*:

$$D_n = D_0 + NE - R - ABB$$

dove NE indica le nuove erogazioni complessive, R l'insieme dei rimborsi e ABB l'ammontare degli abbuoni o degli stralci.

A questo punto, sulla base delle ipotesi introdotte¹¹⁹, è possibile formalizzare il valore del capitale netto in caso di liquidazione fallimentare al tempo n ($E_{LIQ,n}$), che, come detto, si suppone coincida con il valore del capitale netto in caso di insuccesso del piano di risanamento ($E_{RIS,1-\varphi}$), nel modo seguente:

$$E_{RIS,1-\varphi} = E_{LIQ,n} = (MM_n + MI_n) + PP_n - D_n$$

Come già noto, nella determinazione del valore del capitale netto in ipotesi di continuità operative (E_{RIS}), il valore così ottenuto va ponderato per la probabilità di insuccesso del piano di risanamento, che, nell'ambito del modello binomiale oggetto di analisi (che prevede due soli possibili stati del mondo, successo o insuccesso), risulta pari al complemento a uno della probabilità di successo φ .

4.5.3. Il valore del capitale netto in ipotesi di risanamento: una visione d'insieme

Una volta esplicitate le modalità di determinazione del valore del capitale netto nei due possibili esiti del processo di ristrutturazione (successo e insuccesso), è possibile procedere alla stima del valore del capitale netto in ipotesi di continuità operativa (E_{RIS}) come media ponderata dei due valori con coefficienti di ponderazione rappresentati dalle relative probabilità; in simboli:

$$E_{RIS} = E_{RIS,\varphi} \cdot \varphi + E_{RIS,1-\varphi} \cdot (1 - \varphi)$$

Sviluppando i rapporti e isolando la probabilità di successo del piano φ , è possibile esprimere E_{RIS} con la seguente formulazione alternativa:

$$E_{RIS} = E_{RIS,1-\varphi} + \varphi(E_{RIS,\varphi} - E_{RIS,1-\varphi})$$

¹¹⁹ Le principali ipotesi adottate, si ricorda, sono le seguenti: valore di liquidazione delle attività pari al valore contabile, invarianza dell'ammontare delle garanzie ricevute e rilasciate ed esclusiva sensibilità del patrimonio personale dei soci illimitatamente responsabili ai flussi da e verso l'impresa.

Come si può notare, il valore del capitale netto in ipotesi di continuità operativa può essere espresso come una funzione lineare che, partendo dal valore in caso di insuccesso del piano ($E_{RIS,1-\varphi}$), dipende positivamente dalla differenza (positiva) tra il valore in caso di successo e quello in caso di insuccesso ($E_{RIS,\varphi} - E_{RIS,1-\varphi}$), con un'intensità dipendente dalla probabilità di successo del piano (φ). In sostanza, E_{RIS} è tanto più alto quanto maggiore è la probabilità di successo del piano e quanto più ampio è il *gap* tra il valore del capitale netto in caso di successo e quello in caso di insuccesso (che dipende, in sostanza, dalla bontà del piano di risanamento). Il valore del capitale netto così ottenuto può essere confrontato con quello conseguente alla liquidazione immediata degli *asset* aziendali (E_{LIQ}), per valutare *ex-ante* la convenienza relativa tra risanamento e liquidazione a livello aggregato, fornendo quindi un importante punto di riferimento per impostare un primo processo decisionale in merito all'individuazione del percorso migliore di uscita dalla crisi.

Naturalmente l'analisi condotta finora considera l'impresa nel suo complesso, e mira a valutare l'opportunità di risanamento a livello *corporate*, senza prendere in considerazione i profili di convenienza per le singole categorie di *stakeholder*: non è infatti automatico che l'esistenza di ottime prospettive di risanamento per l'impresa (alta probabilità di successo φ e valore elevato del *gap* tra $E_{RIS,\varphi}$ e $E_{RIS,1-\varphi}$) renda per determinate categorie di creditori l'opzione risanatoria più appetibile di quella liquidatoria, in considerazione della specificità delle singole posizioni vantate dai vari gruppi di portatori d'interessi nei confronti dell'impresa. Per questo l'ultima parte del capitolo sarà dedicata all'analisi delle modalità attraverso le quali comprendere i profili ottimali di scelta per i vari finanziatori dell'impresa: il consenso dei creditori, d'altra parte, rappresenta spesso un requisito fondamentale per l'approvazione di un piano nei vari strumenti di gestione delle crisi con finalità di risanamento previsti dal legislatore¹²⁰, e quindi verificare se la convenienza della ristrutturazione a livello aggregato è confermata anche a livello di una quota significativa di creditori significa comprendere la disponibilità dei creditori stessi a sostenere attivamente il piano e quindi la possibilità che esso venga approvato e successivamente implementato.

4.6. Definizione dei profili di convenienza del risanamento per i diversi *stakeholder*

Per conseguire l'obiettivo della definizione dei profili di convenienza dell'azione risanatoria per le singole categorie di creditori è sufficiente disaggregare i flussi verso i finanziatori (creditori e proprietari) presentati nel § 4.4.1 tra le diverse tipologie di soggetti che sono interessati da tali flussi. In linea generale, infatti, il valore della proprietà o di un credito verso l'impresa dipende dal valore attuale dei flussi ottenibili rispettivamente dal proprietario e dal creditore nei diversi stati possibili (successo e insuccesso del piano di risanamento); i valori nei diversi stati inoltre devono essere pesati per le rispettive probabilità di accadimento (probabilità di successo φ e probabilità di insuccesso $1-\varphi$). Nell'ambito del modello sviluppato in questo capitolo, il processo di scelta da parte dei diversi portatori di interessi è simile, da un punto di vista logico, alla procedura che le imprese adottano per determinare la convenienza dell'intrapresa di un determinato progetto di investimento; la realizzazione di un piano di risanamento, infatti, comporta per i vari *stakeholder* esborsi monetari o comunque sacrifici o rinunce iniziali (paragonabili alla spesa iniziale tipica dei progetti di investimento), nella prospettiva del graduale ritorno dell'"investimento" nella forma di flussi di cassa positivi,

¹²⁰ Nel secondo capitolo è già stato evidenziato come nel caso dei piani attestati di risanamento l'approvazione da parte dei creditori sia necessaria solo qualora il piano preveda il pagamento non regolare dei creditori; negli accordi di ristrutturazione dei debiti invece il legislatore prevede il consenso da parte dei creditori che rappresentino almeno il 60% dei crediti. Nel caso del concordato preventivo con finalità di risanamento, invece, il trattamento è differenziato a seconda che si tratti di concordato monoclasse o pluriclasse: nel primo caso il concordato si intende approvato quando è raggiunta la maggioranza dei crediti ammessi al voto, mentre nel secondo caso è necessario raggiungere una doppia maggioranza (maggioranza delle classi e maggioranza dei crediti ammessi al voto).

grazie alla capacità del piano di ripristinare le condizioni di equilibrio economico e finanziario dell'impresa.

A livello di ogni singolo *stakeholder*, quindi, per valutare gli esiti del piano di risanamento sarà necessario procedere al calcolo di una sorta di valore attuale netto derivante dall'attualizzazione dei flussi che lo riguardano nell'orizzonte temporale esplicitamente previsto nel piano, sulla base di opportuni tassi di sconto che riflettano la rischiosità dei flussi stessi. A differenza di quanto accade nei progetti di risanamento, però, non è sufficiente che tale valore sia maggiore di zero per giustificare l'approvazione del piano, poiché è necessario ricordare che il singolo attore, nell'ambito di una crisi d'impresa, deve sempre considerare l'alternativa al risanamento, rappresentata dalla liquidazione fallimentare, che potrebbe garantire esiti migliori e più immediati (anche se la durata delle procedure fallimentari pone delle riserve in merito).

Il processo di scelta dei vari attori coinvolti nella crisi, quindi, presenta tutti i caratteri di incertezza e di rischio tipici dei progetti di investimento, poiché ai flussi negativi iniziali certi fanno seguito flussi positivi incerti, dipendenti dalla bontà del piano di risanamento ma anche dall'esistenza di condizioni esterne (in larga parte esogene) favorevoli; in sostanza ogni *stakeholder* è chiamato a "scommettere" sulla capacità del piano di ripristinare le condizioni di equilibrio e quindi sulla sua probabilità di successo (φ), che, come accennato in precedenza, dipende in parte dall'intervento diretto delle varie categorie di soggetti interessati al destino dell'impresa (e in questo senso può quindi essere considerata come variabile parzialmente endogena).

Sulla base di quanto già detto in termini generali nel § 3.5, verranno presentati dapprima i flussi che interessano i proprietari e successivamente quelli che coinvolgono i creditori, sulla base della specificità del credito vantato nei confronti dell'impresa in funzione della presenza di eventuali garanzie o altri tipi di privilegi.

4.6.1.I flussi di cassa verso i proprietari e i valori ottenibili in caso di risanamento

Come già sottolineato nel corso del § 4.4.1, nell'ambito di un progetto di ristrutturazione il ruolo attivo dei proprietari è fondamentale, anche a livello di comunicazione con l'esterno, perché manifesta la volontà dei primi portatori di interesse di porre rimedio alla situazione di crisi intervenendo in prima persona.

Le principali modalità attraverso le quali il singolo proprietario può intervenire nel processo di risanamento consistono nella sottoscrizione di aumenti di capitale (E_{NEW}), che rivestono un ruolo strategico che va oltre il primo effetto immediato rappresentato dall'immediato afflusso di risorse finanziarie: l'apporto di mezzi propri, oltre a contribuire alla progressiva riduzione del rapporto di indebitamento, rappresenta per i creditori una sorta di garanzia in merito alla volontà dei proprietari di perseguire l'obiettivo di ritorno al valore.

Naturalmente, se per l'impresa l'apporto di nuovi capitali va imputato con segno positivo, per i proprietari esso rappresenta un esborso monetario e quindi va considerato con segno negativo; allo stesso modo, gli eventuali prelievi effettuati (P) o i dividendi percepiti (DIV) grazie alla continuazione dell'attività operativa, che per l'impresa assorbono liquidità, nel "bilancio" del singolo proprietario confluiscono con segno positivo, come si può chiaramente evincere dalla seguente tabella:

	<i>Anno (t = 1,2,...,n)</i>
<i>Soci Controllo</i> (i=1,2,...,p)	$- E_{NEW,SCi,t} + DIV_{SCi,t} + P_{SCi,t} = F_{SCi,t}$
<i>Totale annuo Soci Controllo</i> (t = 1,2,...,n)	$\sum_{i=1}^p F_{SCi,t}$
<i>Soci Minoranza</i> (i=1,2,...,q)	$- E_{NEW,SMi,t} + DIV_{SMi,t} + P_{SMi,t} = F_{SMi,t}$
<i>Totale annuo Soci Minoranza</i> (t = 1,2,...,n)	$\sum_{i=1}^q F_{SMi,t}$

Tabella 19 Flussi di cassa che interessano i proprietari in un processo di risanamento

Come si può notare, a livello operativo è opportuno suddividere i soci tra p soci di controllo e q soci di minoranza, che, ovviamente, hanno interessi diversi e soprattutto dovrebbero perseguire obiettivi divergenti nell'ambito di un processo di gestione della crisi. Grazie alla tabella è possibile ottenere per ogni esercizio e per ogni singolo socio il flusso di cassa che lo interessa ($F_{SCi,t}$ nel caso dei soci di controllo e $F_{SMi,t}$ in quello dei soci di minoranza); grazie a questi flussi è quindi possibile, per ogni socio, procedere all'attualizzazione dei singoli flussi previsti in funzione di quanto disposto dal piano di risanamento e ottenere il valore che il singolo socio può ottenere attraverso l'implementazione del piano.

Dal momento che si tratta di flussi che interessano il capitale netto e che il tasso di attualizzazione impiegato deve riflettere la rischiosità di tali flussi, il tasso di sconto più adeguato a tal proposito è certamente il costo del capitale netto k_E , stimato secondo le modalità ricordate nel § 4.2.2; in questo senso, considerando, ad esempio, il caso di un socio di controllo, il valore da esso ottenibile in caso di successo del piano di risanamento ($E_{SCi,\varphi}$) può essere così ottenuto:

$$\forall SC_i, (i = 1, \dots, p) \quad E_{SCi,\varphi} = \sum_{t=0}^n \frac{F_{SCi,t}}{(1 + k_{E,t})^t}$$

Naturalmente lo stesso vale per i soci di minoranza attualizzando i flussi che li vedono coinvolti. Come già detto in precedenza, è presumibile che nei primi anni di esecuzione del piano i flussi che interessano i soci siano negativi, a causa degli ingenti aumenti di capitale che spesso si rendono necessari per riequilibrare, almeno parzialmente, la struttura finanziaria e per inviare al mercato dei forti segnali in merito alla volontà dei proprietari di ritornare a creare valore. I flussi iniziali saranno negativi anche a causa dell'assenza o addirittura della rinuncia da parte dei soci a percepire dividendi e ad effettuare prelievi, nella prospettiva di consentire il reinvestimento dei flussi positivi eventualmente generati dalla gestione operativa e la creazione di un circolo virtuoso potenzialmente in grado di garantire, negli esercizi più lontani, la restituzione di liquidità ai proprietari. Ovviamente i flussi così ottenuti fanno riferimento all'ipotesi in cui il piano di risanamento abbia successo, sulla base della probabilità di successo φ ; analogamente a quanto accade a livello aggregato, anche nel caso dei flussi che interessano una singola categoria di *stakeholder* (come quella dei proprietari) è necessario contemplare la possibilità che il piano non abbia successo e quindi è opportuno

stimare il valore per i proprietari in caso di insuccesso e quindi in caso di liquidazione fallimentare al tempo n .

Facendo riferimento a quanto è stato detto nel § 3.5.1, il valore ottenibile dal singolo proprietario i (indipendentemente dal fatto che si tratti di socio di controllo o di minoranza) in caso di insuccesso del piano ($E_{SCi,1-\varphi}$ nel caso di socio di controllo) risulterà pari, qualora il socio sia illimitatamente responsabile, al valore attuale (secondo un tasso di sconto pari a $k_{E,n}$) della differenza tra il valore del capitale netto in ipotesi di liquidazione al tempo n ($E_{LQ,n}$) e il valore di escussione del patrimonio personale del socio (PP_i), ossia:

$$\forall SC_i, (i = 1, \dots, p) \quad E_{SCi,1-\varphi} = \frac{E_{LQ,n} - PP_i}{(1 + k_{E,n})^n}$$

Il valore così ottenuto dovrà essere quindi ponderato per la probabilità di insuccesso del piano ($1-\varphi$), per calcolare il valore ottenibile dal proprietario in ipotesi di continuità operativa; nel caso del socio di controllo (ma la formulazione è analoga nel caso dei soci di minoranza) tale valore (E_{SCi}) potrà essere così definito:

$$\forall SC_i, (i = 1, \dots, p) \quad E_{SCi} = E_{SCi,\varphi} \cdot \varphi + E_{SCi,1-\varphi} \cdot (1 - \varphi)$$

Una volta definita la modalità di determinazione del valore in caso di continuità operativa per i proprietari, a livello strategico è importante evidenziare come i soci di controllo e quelli di minoranza abbiano preferenze diverse riguardo le modalità di gestione; a tal proposito è evidente che nel caso in cui il piano di ristrutturazione preveda l'ingresso nella compagine societaria di nuovi soci, l'atteggiamento dei soci di minoranza sarà sicuramente diverso da quello dei soci di controllo, che potrebbero essere preoccupati per l'effetto di diluizione provocato dall'incremento del capitale netto e dalla riduzione della quota di partecipazione.

Quindi nella valutazione dei profili di convenienza dell'azione risanatoria per i soci è necessario affiancare ad un'analisi oggettiva ed analitica come quella presentata in questo capitolo un'attenta valutazione di questi aspetti di carattere strategico, che potrebbero essere decisivi ai fini della decisione dei proprietari tra risanamento e liquidazione.

4.6.2.I flussi di cassa verso i creditori e i valori ottenibili in caso di risanamento

Accanto ai proprietari, i principali *stakeholder* che sono chiamati ad intervenire attivamente in un eventuale piano di risanamento sono i creditori, che nell'ambito di una situazione di crisi acquisiscono, come già detto, un potere notevole, rappresentando, di fatto, i reali *residual claimant*. Anche in questo caso è necessario partire dallo schema di rendiconto finanziario presentato nel § 4.4.1, e, disaggregando i flussi di cassa verso i creditori, rappresentare per le differenti categorie di creditori i flussi di cassa previsti nell'orizzonte temporale del piano di risanamento. In questa sede, per semplicità, i creditori vengono suddivisi in due categorie, sulla base della presenza di garanzie reali associate ai crediti: creditori garantiti e creditori non garantiti.

Analogamente al caso dei proprietari, anche in quello dei creditori i flussi positivi per l'impresa (come le nuove erogazioni *NE* o gli abbuoni/stralci *ABB*) rappresentano flussi negativi per i creditori, e viceversa (i flussi negativi per l'impresa, rimborsi *R*) e interessi (*INT*), rappresentano per i creditori flussi positivi).

La tabella seguente evidenzia i flussi che interessano le due categorie di creditori in un eventuale piano di risanamento (ipotizzando che esitano r creditori garantiti e s creditori non garantiti):

	<i>Anno ($t = 1, 2, \dots, n$)</i>
Creditori Garantiti <i>($i=1, 2, \dots, r$)</i>	$- NE_{CGi,t} - ABB_{CGi,t} + R_{CGi,t} + INT_{CGi,t} = F_{CGi,t}$
Totale Annuo Creditori Garantiti <i>($t = 1, 2, \dots, n$)</i>	$\sum_{i=1}^r F_{CGi,t}$
Creditori Non Garantiti <i>($i=1, 2, \dots, s$)</i>	$- NE_{CNGi,t} - ABB_{CNGi,t} + R_{CNGi,t} + INT_{CNGi,t} = F_{CNGi,t}$
Totale Annuo Creditori Non Garantiti <i>($t = 1, 2, \dots, n$)</i>	$\sum_{i=1}^s F_{CNGi,t}$

Tabella 20 Flussi di cassa che interessano i creditori in un processo di risanamento

Come si può notare dalla tabella, attraverso questo meccanismo di scomposizione dei flussi a livello aggregato è possibile stimare per ogni creditore garantito o non garantito i flussi di cassa in ciascun anno di previsione ($F_{CGi,t}$ nel caso dei creditori garantiti e $F_{CNGi,t}$ in quello dei creditori non garantiti), da utilizzare per procedere alla determinazione del valore per i creditori in ipotesi di continuità operativa e in caso di successo del piano di risanamento.

Per stimare il valore ottenibile dai creditori nel caso di successo del risanamento è necessario sommare all'attualizzazione dei flussi sopra riportati il credito residuo (che per l'impresa rappresenta un debito residuo) al tempo n , ossia al termine del periodo previsto dal piano di risanamento; facendo riferimento al caso del creditore non garantito (ma lo stesso vale anche per il creditore garantito), il debito residuo che l'impresa presenta al termine dell'anno n nei confronti del creditore non garantito CNG_i ($D_{residuo,CNGi}$) può essere definito considerando la somma algebrica delle nuove erogazioni, dei rimborsi e degli abbuoni nel corso degli esercizi previsti dal piano¹²¹; in simboli:

$$\forall CNG_i, (i = 1, \dots, s) \quad D_{residuo,CNGi} = \sum_{t=0}^n (NE_{CNGi,t} - R_{CNGi,t} - ABB_{CNGi,t})$$

A questo punto, sempre adottando l'esempio del creditore non garantito, è possibile definire il valore ottenibile dai creditori nel caso di successo del piano di risanamento ($CNG_{i,\phi}$) nel modo seguente:

¹²¹ In sostanza per ottenere il debito residuo è sufficiente considerare la sommatoria dei flussi così come calcolati nella tabella al netto degli interessi, che, non implicando variazione del debito in linea capitale, non incidono sul debito residuo.

$$CNG_{i,\varphi} = \sum_{t=0}^n \frac{F_{CNGi,t}}{(1+k_{D,t})^t} + \frac{D_{residuo,CNGi}}{(1+k_{D,n})^n}$$

Come si può notare, il tasso di sconto impiegato per attualizzare i flussi verso i creditori è rappresentato dal costo del debito k_D , che riflette la rischiosità dei flussi sul debito. A questo proposito è necessario sottolineare come il costo del debito nel caso dei creditori garantiti dovrebbe essere inferiore rispetto a quello impiegato per scontare i flussi che interessano i creditori non garantiti, poiché la presenza della garanzia associata al credito migliora il *recovery rate* in caso di insolvenza¹²² e quindi il *rating*, con effetti benefici in termini di riduzione del *credit spread* utilizzato per il calcolo di k_D . Anche nel caso dei creditori, naturalmente, è necessario stimare il valore che essi potrebbero trarre dal processo di risanamento qualora il piano non abbia successo (con probabilità $1-\varphi$) e quindi si proceda alla liquidazione fallimentare al tempo n . In caso di liquidazione delle attività dell'impresa al tempo n , il valore ottenibile dalle diverse categorie di creditori dipende, naturalmente, dal livello del *recovery rate* conseguibile nel processo di liquidazione fallimentare; è necessario, in sostanza, fare riferimento a quanto è stato illustrato nel § 3.6, nel quale sono state evidenziate le formule per il calcolo della *loss given default (LGD)* e quindi del *recovery rate* ($RR=1-LGD$) che interessano i creditori garantiti e quelli non garantiti in ipotesi di liquidazione.

Considerando gli interessi divergenti che caratterizzano le due categorie di creditori in un processo di liquidazione, è opportuno tenere separata la trattazione che riguarda i creditori garantiti da quella relativa ai creditori non garantiti.

Per quanto riguarda i creditori garantiti (per semplicità si considera solo il caso dei creditori che beneficiano del diritto reale di ipoteca), è evidente che il loro principale interesse nell'eventualità di una liquidazione al tempo n riguarda l'esistenza e l'integrità del bene immobile oggetto di garanzia (definito, analogamente a quanto fatto nel § 3.6, $I_{i,n}$), dal momento che essi godono della possibilità di trattenere, fino a concorrenza del credito residuo al tempo n (definito, generalmente, $C_{j=10,i,n}$ e dipendente dai flussi accordati o richiesti ai creditori garantiti prima dell'esercizio $t=n$) il ricavato dalla vendita dell'immobile aziendale al netto di quanto destinato alla soddisfazione dei crediti assistiti da privilegi speciali anteriori all'ipoteca ($I_{i,n}^{10}$); per la stima del *recovery rate* è però necessario considerare anche l'ammontare eventualmente recuperato dai creditori garantiti (*secured*) nel riparto del residuo disponibile per i creditori *unsecured* al tempo n dopo la soddisfazione dei crediti con numero di privilegio mobiliare $j < 18$ [(*MIR+MM*)_{18,n}].

Sulla base di queste considerazioni, il livello del *recovery rate* al tempo n per i creditori garantiti (sempre limitandosi al caso del creditore ipotecario) può essere definita come il complemento a uno della *LGD*, e quindi:

$$RR_{j=10,n} = 1 - LGD_{j=10,n} = 1 - \frac{C_{j=10,i,n} - I_{i,n}^{10} - (MIR + MM)_{18,n}}{C_{j=10,i,n}} = \frac{I_{i,n}^{10} + (MIR + MM)_{18,n}}{C_{j=10,i,n}}$$

Naturalmente al tempo n l'ammontare effettivamente recuperato dal creditore ipotecario risulterà pari al prodotto tra il tasso di recupero ($RR_{j=10,n}$) e l'ammontare del credito residuo in n ($C_{j=10,i,n}$); per calcolare il valore ottenibile dal creditore garantito in caso di liquidazione al tempo n (conseguente all'insuccesso del piano di risanamento) tale ammontare dovrà essere,

¹²² A questo proposito si rimanda al § 3.6, nel quale è stato affrontato proprio il tema della relazione tra *recovery rate* e *rating* ed è stato evidenziato come il *borrower rating* riferito al debito dell'impresa nel suo complesso debba essere rettificato in base al livello del *recovery rate* atteso per ottenere il *rating* riferito alla singola operazione di finanziamento (*facility rating*).

come di consueto, attualizzato sulla base di un tasso di attualizzazione che, in prima approssimazione, può essere identificato, come già ipotizzato per lo sconto del debito residuo in caso di successo del piano, nel costo del debito al tempo n ($k_{D,n}$).

In termini analitici, quindi, il valore ottenibile dal creditore garantito (ipotecario) in caso di insuccesso del piano di risanamento ($CG_{i,1-\varphi}$) può essere definito come:

$$\forall CG_i, (i = 1, \dots, r) \quad CG_{i,1-\varphi} = \frac{C_{j=10, i, n} \cdot RR_{j=10, n}}{(1 + k_{D, n})^n}$$

Una volta definiti i valori ottenibili dai creditori garantiti nei due stati possibili (successo e insuccesso), è possibile stimare il valore da essi ottenibile in ipotesi di continuità operativa ($CG_{i,RIS}$) come media ponderata tra i due valori¹²³ sulla base di pesi rappresentati dalle relative probabilità (probabilità di successo φ e di insuccesso $1-\varphi$):

$$\forall CG_i, (i = 1, \dots, r) \quad CG_{i,RIS} = CG_{i,\varphi} \cdot \varphi + CG_{i,1-\varphi} \cdot (1 - \varphi)$$

Passando all'analisi del caso dei creditori non garantiti, sempre facendo riferimento a quanto detto nel § 3.6, è possibile adottare lo stesso approccio impiegato per i creditori garantiti, adeguando la formulazione della *LGD* per tenere conto dell'impossibilità per i creditori *unsecured* di fare affidamento sul ricavato dalla vendita di un bene specifico dell'impresa.

Nel caso dei creditori non garantiti, come già noto, il livello della *LGD* e del *recovery rate* dipende dalla *seniority* del credito (grado di prelazione) nella struttura finanziaria del debitore; utilizzando la stessa simbologia adottata nel § 3.6 e definendo genericamente come $C_{j,n}$ l'ammontare dei crediti *unsecured* associati al numero di privilegio immobiliare j al tempo n (determinato dai flussi negli anni precedenti a n , cioè dalle nuove erogazioni accordate o dai rimborsi ricevuti in conseguenza del tentativo di implementare il piano di risanamento), il livello del tasso di recupero (complemento a uno della *LGD* riferita a quella categoria di crediti non garantiti, $LGD_{j,n}$) può essere definito come:

$$\forall j, (j = 12, \dots, 19) \quad RR_{j,n} = 1 - LGD_{j,n} = 1 - \frac{C_{j,n} - (MIR + MM)_{j,n}}{C_{j,n}} = \frac{(MIR + MM)_{j,n}}{C_{j,n}}$$

Come nel caso dei creditori non garantiti, l'ammontare recuperato al tempo n sarà pari al prodotto tra il *recovery rate* ($RR_{j,n}$) e i crediti residui in n appartenenti ad una determinata classe di *seniority*; attualizzando tale ammontare al costo del debito¹²⁴ al tempo n ($k_{D,n}$), è possibile ottenere il valore ottenibile dal creditore non garantito con numero di privilegio j in caso di insuccesso del piano di risanamento ($CNG_{i,1-\varphi}$):

$$\forall CNG_i, (i = 1, \dots, s) \quad CNG_{i,1-\varphi} = \frac{C_{j,n} \cdot RR_{j,n}}{(1 + k_{D,n})^n}$$

¹²³ Anche se in precedenza il valore in caso di successo del piano è stato evidenziato solo con riferimento al caso dei creditori non garantiti, per ottenere il valore per i creditori garantiti ($CG_{i,\varphi}$) è sufficiente sostituire i flussi, impiegando quelli che interessano, appunto, i creditori garantiti.

¹²⁴ Anche in questo caso, ovviamente, il costo del debito impiegato per scontare i flussi relativi ai creditori garantiti dovrebbe essere inferiore rispetto a quello utilizzato nel caso dei creditori non garantiti, per riflettere il miglior *rating* determinato dalla presenza di una garanzia reale associata al credito.

Anche in questo caso il valore complessivamente ottenibile dal creditore non garantito in ipotesi di continuità operativa ($CNG_{i,RIS}$) può essere stimato calcolando la media ponderata tra il valore in caso di successo e quello in caso di insuccesso (con coefficienti di ponderazione pari, rispettivamente, a φ e $1-\varphi$):

$$\forall CNG_i, (i = 1, \dots, s) \quad CNG_{i,RIS} = CNG_{i,\varphi} \cdot \varphi + CNG_{i,1-\varphi} \cdot (1 - \varphi)$$

Per quanto riguarda i creditori non garantiti, è necessario sottolineare come, a seconda dello strumento utilizzato per tentare un risanamento dell'impresa, essi potrebbero subire conseguenze negative dalla liquidazione al tempo n rispetto a quanto ottenibile in caso di liquidazione immediata, a seguito dell'eventuale preveducibilità della nuova finanza, che, sottraendo ai creditori non garantiti una quota del valore di liquidazione delle attività potrebbe, *coeteris paribus*, determinare una riduzione del tasso di recupero e quindi del valore ottenibile in caso di insuccesso del piano di risanamento. Se questo problema non si pone nel caso dei piani attestati di risanamento e degli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182 bis* della legge fallimentare, che non prevedono la preveducibilità della nuova finanza, un potenziale danno a carico dei creditori *unsecured* si potrebbe verificare nel caso del concordato preventivo con finalità di risanamento, nel quale l'erogazione di un finanziamento in esecuzione di un piano di risanamento conferisce al credito la preveducibilità in caso di successivo fallimento e quindi lo sottrae all'ammontare dei crediti concorrenti, che avranno così al tempo n un ammontare di massa fallimentare residua inferiore su cui fare affidamento¹²⁵ (senza considerare che eventuali cessioni consistenti di *asset* in esecuzione del piano potrebbero determinare una riduzione significativa delle masse immobiliari e di quella mobiliare, con ulteriori conseguenze negative per i creditori, ed in particolare per quelli non garantiti).

4.6.3. Potenziali ambiti di applicazione del modello nei processi decisionali degli *stakeholder*

I valori ottenuti per entrambe le categorie di creditori in caso di continuità operativa ($CG_{i,RIS}$ e $CNG_{i,RIS}$) dovrebbero essere confrontati con i valori ottenibili in caso di liquidazione fallimentare al momento della valutazione ($CG_{i,LIQ}$ e $CNG_{i,LIQ}$, ottenuti sulla base della metodologia descritta, rispettivamente, nel § 3.5.2 e nel § 3.5.3), per stabilire *ex-ante* la convenienza relativa tra l'opzione liquidatoria e quella risanatoria in termini di valore. Come si può notare, combinando il modello sviluppato per l'ipotesi di liquidazione (Capitolo 3) con quello presentato in questo capitolo, relativo all'ipotesi di continuità operativa, è possibile fornire alle diverse categorie di *stakeholder* un importante strumento a supporto dei processi decisionali da essi posti in essere per stabilire il miglior esito nella gestione della crisi dell'impresa della quale sono portatori d'interessi.

La rilevanza a livello applicativo dei modelli sviluppati si può cogliere tanto nel caso dei proprietari quanto in quello dei creditori.

Nel primo caso, l'obiettivo principale dei soci (principalmente di quelli di controllo), che è costituito dalla massimizzazione del valore dell'impresa in ipotesi di continuità operativa, potrebbe essere perseguito in modo più consapevole qualora i soci stessi si possano avvalere di un supporto consulenziale qualificato per la gestione del processo di risanamento e di negoziazione con i creditori, che faccia uso della modellistica sviluppata nel presente lavoro.

¹²⁵ Per ovviare a queste possibili conseguenze negative, il legislatore ha previsto che il finanziamento dovrebbe essere preveducibile solo se riguarda il capitale circolante e qualora sia stato autorizzato dal giudice delegato (in quanto atto eccedente l'ordinaria amministrazione).

Nella prospettiva dei creditori, ed in particolare dei creditori deboli, i modelli potrebbero costituire uno strumento importante per un eventuale servizio di *advisory* a supporto del processo di negoziazione con l'impresa e di valutazione della convenienza delle diverse proposte di composizione concordata; a questo proposito il servizio dovrebbe favorire il coordinamento tra i creditori al fine di favorire una gestione concertata delle azioni esecutive individuali attraverso soluzioni stragiudiziali (*workout*) che producano effetti di allocazione delle perdite sulle diverse classi di creditori e di liberazione del debitore analoghi a quelli ottenibili con le procedure concorsuali.

In sostanza, i modelli sviluppati in questo capitolo e in quello precedente forniscono un quadro di riferimento utile per supportare il disegno di un modello di scelta dei percorsi ottimali finalizzati all'uscita dalla crisi; tali modelli, basandosi sul confronto tra i valori di recupero che i diversi soggetti coinvolti nella crisi otterrebbero sotto diverse ipotesi di scenario, sono infatti in grado di definire i meccanismi di quantificazione e di ripartizione delle perdite tra i diversi *stakeholder* e quindi possono essere molto utili per la costruzione di modelli decisionali fondati su basi solide ed oggettive, di carattere quantitativo.

5. L'applicazione del modello in ipotesi di liquidazione: analisi di due casi reali

Dopo aver presentato, nei capitoli precedenti, un modello di valutazione nell'ambito delle crisi d'impresa nelle due ipotesi alternative della liquidazione e della continuità operativa, è ora possibile dimostrare come il modello in caso di liquidazione possa essere applicato a casi reali di imprese per valutare la convenienza relativa dell'ipotesi liquidatoria rispetto a quella di altri strumenti di composizione negoziale della crisi (tanto giudiziali quanto stragiudiziali). La scelta di approfondire in termini applicativi solamente il modello in caso di liquidazione deriva dal fatto che il modello in ipotesi di continuità operativa richiede di procedere a stime di valutazione relative, ad esempio, a dismissioni di cespiti, difficilmente quantificabili a priori, in assenza di specifiche perizie; nell'ambito del modello in caso di liquidazione, invece, i dati relativi alla dimensione e alla composizione dell'attivo e del passivo dell'impresa in crisi possono essere assunti come esogeni e quindi essere direttamente impiegati per l'implementazione pratica del modello.

In questo capitolo saranno analizzati i casi relativi a due imprese in crisi che hanno presentato domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo nel corso del 2007; la scelta di illustrare i risultati ottenuti mediante l'applicazione del modello a due casi distinti deriva dal fatto che le due imprese oggetto di analisi presentano forme giuridiche differenti (s.r.l. e s.n.c.), che consentono di evidenziare la duttilità e l'universalità del modello in ipotesi di liquidazione¹²⁶. Come si potrà notare, l'implementazione del modello consentirà di valutare la convenienza dell'opzione concordataria scelta dalla due società rispetto alla principale alternativa, rappresentata dalla liquidazione fallimentare, prendendo in considerazione la posizione di ogni singolo creditore; in questo modo sarà possibile non solo esprimere i profili di convenienza a livello aggregato, ma anche approfondire la valutazione per valutare la probabilità che il piano di concordato venga approvato dal ceto creditorio.

¹²⁶ I nomi di persone e società menzionati nel corso del presente capitolo sono nomi di fantasia, quindi ogni riferimento a persone o società realmente esistenti è puramente casuale e non ha alcuna attinenza con la realtà.

5.1. Il modello nelle società di capitali: il caso della Global Crane s.r.l.

Il primo dei due casi analizzato fa riferimento alla Global Crane s.r.l., società modenese operante fin dagli anni Ottanta nel settore oleodinamico; così come sarà fatto in seguito con il secondo caso, la trattazione che segue prevede innanzitutto una presentazione dell'impresa e delle cause che l'hanno portata alla situazione di crisi (§ 5.1.1), seguita da un'interpretazione quantitativa della crisi fondata sull'analisi degli ultimi bilanci (§ 5.1.2) e da una descrizione analitica del contenuto e delle finalità del piano di concordato preventivo depositato (§ 5.1.3); al termine di questa fase preliminare sarà quindi possibile evidenziare i risultati ottenuti mediante l'applicazione del modello in caso di liquidazione e procedere ad una loro interpretazione a livello aggregato ma anche a livello di singolo creditore (§ 5.1.4), poiché, come noto, l'elaborazione di un buon modello decisionale per la gestione delle crisi impone di considerare quale variabile chiave l'esistenza del consenso da parte dei creditori riguardo le modalità di composizione della crisi.

5.1.1. Global Crane s.r.l.: presentazione dell'azienda e cause della crisi

La Global Crane s.r.l. è stata costituita nel 1985, con sede legale a Modena, con l'obiettivo esplicito di operare nella progettazione, costruzione e commercializzazione di macchine oleodinamiche, nella commercializzazione di veicoli di e da trasporto, di macchine agricole e movimento terra, nella trasformazione di veicoli industriali, nel noleggio di detti beni nonché nella produzione e il commercio di pezzi di ricambio in genere. Fin dall'inizio della sua attività, l'impresa neocostituita si è trovata ad operare in un contesto molto problematico, caratterizzato da una parte dalla crisi del settore degli anni Ottanta e Novanta, e dall'altra dalla necessità di adottare a livello *corporate* un piano strategico basato sulla ricerca di una *leadership* di costo, per conquistare una posizione di nicchia sul territorio nazionale; ciò derivava dall'elevato tasso di concorrenzialità che caratterizzava il settore dell'oleodinamica, che inevitabilmente imponeva la massima ricerca di efficienza nel processo produttivo e l'applicazione ai prodotti venduti di margini (peraltro già molto esigui) in linea con quelli degli altri operatori del settore. Si può facilmente comprendere come ciò abbia rappresentato per l'impresa un problema rilevante, poiché ha comportato fin dall'inizio la realizzazione di margini di contribuzione molto ridotti che, nonostante l'incremento esponenziale delle vendite, hanno generato un alto livello di fabbisogno finanziario, coperto mediante finanziamenti e versamenti soci in conto capitale, aumenti di capitale sociale (il primo deliberato nel 1990) e finanziamenti strutturali a medio-lungo termine. Nello stesso tempo l'impresa ha cercato di ampliare il proprio orizzonte di operatività mediante l'acquisizione di quote di partecipazione al capitale di due importanti operatori del settore (Lapo Servizi s.r.l. e Flash Service s.r.l.), che rappresentavano le principali officine con cui la Global Crane s.r.l. operava, con l'obiettivo duplice di consolidare i rapporti con esse e di sfruttare i loro buoni margini di redditività. Nonostante questo l'impresa continuava a presentare problemi di equilibrio finanziario, che si manifestavano nell'incapacità di generare, attraverso la gestione caratteristica, flussi di cassa operativi in grado di fare fronte agli obblighi finanziari assunti, connessi all'approvvigionamento di finanziamenti; tali problemi di liquidità derivavano, tra l'altro, dall'andamento incerto delle vendite del settore (che nel 1990 e nel 1991 hanno registrato una contrazione significativa), che rendeva necessari continui interventi di riequilibrio finanziario. Negli anni successivi l'impresa ha conosciuto profondi stravolgimenti dell'assetto proprietario, nel corso dei quali si è registrata anche l'entrata nel capitale sociale di soggetti (persone giuridiche) esterni. Accanto a queste vicende di carattere istituzionale, a livello strettamente operativo l'impresa continuava a ricercare l'ottimizzazione della struttura dei costi, cercando di ridurre il grado di leva operativa attraverso il ridimensionamento dei costi fissi, che avrebbe avuto effetti benefici tanto a livello di *break even analysis* (riduzione del fatturato di pareggio a parità di margine di contribuzione unitario) quanto a livello di flessibilità operativa; in questo senso deve essere interpretato lo spostamento, nel 1993, della

sede sociale nei locali di proprietà dell'officina con la quale l'impresa intratteneva i maggiori rapporti commerciali, operazione con la quale la Global Crane s.r.l. tentava di ridurre i costi fissi connessi alla logistica. I continui sforzi dell'impresa nella ricerca di livelli sempre più alti di efficienza ed efficacia operativa non sembravano però sufficienti per fare fronte ai continui segni di flessione manifestati dal mercato di riferimento, che avevano ripercussioni sul volume dei ricavi e sui margini di profitto, con il conseguente raggiungimento di utili di esercizio sempre più ridotti. Recentemente si è assistito a nuovi mutamenti della compagine sociale, al termine dei quali la struttura proprietaria si è cristallizzata, presentando un capitale sociale interamente detenuto da due società: la Universal Group s.a.s., facente capo ad uno dei soci fondatori della Global Crane s.r.l., e la Lapo Servizi s.r.l., una delle principali officine con cui l'impresa operava fin dalla sua costituzione, con quote di partecipazione pari rispettivamente al 70% e al 30%.

Nonostante questo le problematiche operative e gestionali sono perdurate, e tanto le politiche di riduzione dei costi di struttura quanto la ricerca di nuovi sbocchi di mercato (attraverso l'offerta di nuove combinazioni produttive) non hanno permesso all'impresa di risollevarsi dalla crisi economico-finanziaria; naturale conseguenza è stato il progressivo deterioramento delle condizioni di equilibrio economico, manifestato da perdite di esercizio molto ingenti, che nel 2006 sono risultate addirittura superiori all'entità del capitale sociale. A seguito del venir meno dell'appoggio e della fiducia del sistema bancario e degli altri potenziali finanziatori (naturale conseguenza del progressivo deterioramento dell'equilibrio finanziario e delle condizioni contrattuali inevitabilmente onerose a causa dell'elevato rischio di insolvenza), l'impresa, nell'impossibilità di svolgere direttamente l'attività d'impresa, dapprima è stata concessa in affitto¹²⁷ alla Tecno Salamon s.r.l., una *new-co* facente capo a Lapis s.p.a., importante operatore del settore, e in seguito, nel maggio 2007, l'assemblea straordinaria dei soci non ha potuto che deliberare lo scioglimento anticipato e la messa in liquidazione della società. Da questa descrizione dei principali avvenimenti che hanno interessato l'azienda fin dalla sua costituzione, è facile comprendere come le cause della situazione di crisi in cui essa attualmente versa siano in larga parte esogene, ossia non riconducibili strettamente ad errori strategici di fondo da parte del *management*, bensì a dinamiche di mercato particolarmente sfavorevoli, che sono di fatto coincise, dal punto di vista cronologico, con la nascita stessa dell'impresa. Questo non significa naturalmente, come si vedrà a breve, che non siano ravvisabili situazioni critiche derivanti da condotte discutibili da parte dell'azienda, in parte conseguenti all'incapacità della stessa di adattarsi alla congiuntura negativa del settore di appartenenza, attraverso l'identificazione di nuovi modelli di *business* in grado di garantire vantaggi competitivi solidi e duraturi sui principali *competitor*: in un mercato caratterizzato da crisi strutturale, come quello dell'oleodinamica negli anni Ottanta e Novanta, l'inazione conduce inevitabilmente al manifestarsi di disequilibri economici e finanziari difficilmente rimediabili. Dall'analisi del piano di concordato preventivo e dalla conseguente relazione del professionista ex art. 161, terzo comma, della legge fallimentare, si evince chiaramente come la situazione aziendale della Global Crane s.r.l. sia degenerata a decorrere dalla fine dell'esercizio 2002, periodo coincidente, peraltro, con l'uscita dalla compagine societaria di uno dei soci fondatori, che da sempre aveva avuto un ruolo strategico in ambito amministrativo e commerciale, e grazie alla sua personalità fortemente carismatica era stato in grado di garantire rapporti commerciali positivi e continuativi con numerosi clienti e aveva garantito l'accesso preferenziale ai mercati di approvvigionamento e di sbocco. A questo si è aggiunta, nel corso del 2004, la rottura dei rapporti commerciali con il gruppo Alfa Group s.p.a. che ha di certo costituito un altro fattore determinante della crisi, essendo quest'ultimo il principale fornitore di mezzi attrezzati con gru; tale interruzione dei rapporti, infatti, oltre a precludere alla società la possibilità di evadere secondo la tempistica prestabilita ordini già raccolti, ha comportato l'innestarsi di una forte concorrenza diretta da parte del gruppo Alfa, fattore che ha spinto la società, da un lato, a contrarre ulteriormente i margini di redditività per

¹²⁷ Tale scelta strategica rappresenta, come si vedrà a breve, la prima operazione indicata in modo esplicito nel piano di concordato preventivo presentato dalla società, i cui contenuti verranno approfonditi in seguito.

conservare la propria quota di mercato e, dall'altro, a ricercare nuovi fornitori. A questo proposito, *ex-post* è possibile imputare al *management* l'adozione di una politica di approvvigionamento eccessivamente focalizzata sul gruppo sopra menzionato, senza perseguire una strategia di diversificazione delle fonti di fornitura che avrebbe avuto effetti benefici nella riduzione significativa del rischio di rotture di scorta e di *stockout*, che invece si sono manifestate nel momento in cui l'impresa si è trovata nell'impossibilità di eseguire nei tempi previsti gli ordini.

5.1.2. La crisi in termini quantitativi: l'analisi di bilancio (2003-2006)

Se nel paragrafo precedente sono state presentate le principali cause della crisi della Global Crane s.r.l. dal punto di vista competitivo e strategico, è ora necessario comprendere la portata e la rilevanza quantitativa della situazione di difficoltà che la società attraversa, mediante l'analisi degli ultimi bilanci di esercizio e la presentazione dei principali indici. Ai fini del presente lavoro sono stati presi in considerazione i bilanci della Global Crane s.r.l. relativi agli esercizi compresi tra il 2003 e il 2006; la scelta di tale orizzonte temporale deriva dalla necessità di contemperare una duplice finalità: la prima consiste nel garantire la significatività dei dati, che sarebbe compromessa nel momento in cui si procedesse ad un'analisi dei rendiconti relativi ad esercizi troppo remoti¹²⁸, mentre la seconda fa riferimento alla completezza di analisi, che richiede di prendere in considerazione un numero di esercizi sufficiente per consentire l'individuazione di un *trend* di fondo nelle dinamiche economiche e patrimoniali. Attraverso la riclassificazione dei bilanci della Global Crane s.r.l. è stato possibile effettuare un'analisi di bilancio "classica", che prende in considerazione gli indici relativi ai tre elementi di fondo che consentono di capire la situazione di un'azienda, sia nel presente che in chiave prospettica, ossia la solidità (capacità dell'impresa di perdurare nel tempo), la liquidità (capacità di fare fronte tempestivamente ed economicamente agli impegni finanziari) e la redditività (capacità di remunerare tutti i fattori di produzione). I principali indici di bilancio sono raccolti nella seguente tabella, grazie alla quale è possibile apprezzarne anche la procedura di calcolo e l'evoluzione temporale tra il 2003 e il 2006:

Indice	Formula	2003	2004	2005	2006
Elasticità dell'attivo	$\frac{\text{Attività correnti}}{\text{Attività totali}}$	0,99	0,99	0,99	0,98
Elasticità del passivo	$\frac{\text{Passività correnti}}{\text{Passività totali}}$	0,97	0,99	0,99	0,87
Indipendenza da terzi	$\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Pass.Consolidate} + \text{Pass.Correnti}}$	0,17	0,15	0,17	- 0,67
Liquidità primaria	$\frac{\text{Liq.imm.} + \text{Liq.diff.}}{\text{Passività correnti}}$	0,73	0,66	0,43	0,27
Durata media crediti comm. (gg.)	$\frac{\text{Crediti commerciali}}{\text{Vendite}} \times 360$	247	214	169	92
Durata media debiti comm. (gg.)	$\frac{\text{Debiti commerciali}}{\text{Acquisti}} \times 360$	244	187	229	184
Capitale Circ. Netto (€)	$\text{Att. Correnti} - \text{Pass.Correnti}$	625.057	595.595	579.508	-1.692.000

CCON (€)	<i>Att. Operative Correnti – Pass. Operative correnti</i>	2.292.944	2.729.904	2.302.365	-196.809
ROE	$\frac{\text{Risultato Netto}}{\text{PN medio}}$	-	3,75%	- 4,75%	PN<0
ROI	$\frac{\text{Risultato Operativo}}{\text{AON medie}}$	-	5,79%	9,49%	AON<0
ROS	$\frac{\text{Risultato Operativo}}{\text{Vendite}}$	4,32%	5,63%	5,94%	- 89,32%
ROD	$\frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Capitale di terzi oneroso}}$	11,48%	13,85%	16,18%	14,54%

Tabella 21 Principali indici di bilancio della Global Crane s.r.l. (2003-2006)

Per comprendere meglio la rilevanza dei dati presentati nella tabella, è opportuno analizzare le singole categorie di indici (indici di solidità, liquidità e redditività) e comprendere le interrelazioni esistenti tra di esse.

Per quanto riguarda gli **indici di solidità** (primi tre indici della tabella), si può notare come, per ognuno di essi, sia possibile notare come ad un andamento sostanzialmente stabile dal 2003 al 2005 si affianchi un brusco cambiamento in corrispondenza del 2006, anno in cui la crisi si manifesta in tutta la sua gravità. Così come l'elasticità dell'attivo, che rimane stabile (e molto elevata), anche quella del passivo resta sostanzialmente stabile (ed elevatissima), ad eccezione di una piccola riduzione nell'ultimo esercizio considerato, a testimonianza della parziale (ma certamente tardiva) riduzione dei debiti a breve; i valori assunti dall'indice evidenziano un'esposizione debitoria a breve termine eccessiva che, unita al valore negativo assunto dal patrimonio netto nel 2006, determina un rischio finanziario notevole derivante dall'ingente rischio di richieste di rimborso delle fonti di finanziamento (che, appunto, sono per la quasi totalità a breve termine). Lo stesso discorso vale con riferimento al grado di indipendenza da finanziamenti di terzi, che risulta molto ridotto già a partire dal 2003 e nel 2006 è negativo, dato il patrimonio netto negativo: ciò significa che l'impresa presenta una struttura del passivo eccessivamente orientata ai mezzi di terzi e indica un rapporto di indebitamento troppo elevato, che ha ripercussioni negative non solo in termini di oneri finanziari ma anche sotto il profilo della flessibilità finanziaria, ossia della possibilità di accedere a nuovi finanziamenti per alimentare nuovi investimenti; non a caso in precedenza è stato segnalato come, alla base della scelta di porre l'azienda in liquidazione, un fattore fondamentale sia stata la mancanza dell'appoggio del sistema bancario e degli altri finanziatori istituzionali, evidentemente preoccupati dalla struttura finanziaria assolutamente squilibrata dell'impresa.

Per quanto concerne invece i principali **marginii e indici di liquidità**, attraverso l'analisi dei quali è possibile giudicare se l'azienda sia in grado di coprire i propri debiti con le attività a sua disposizione, è possibile notare come l'indice di liquidità primaria confermi la situazione di tensione finanziaria che caratterizza l'impresa, infatti risulta sempre inferiore all'unità (come dimostrato anche da valori sempre negativi del margine di tesoreria) e assume un *trend* chiaramente decrescente, che testimonia un progressivo deterioramento della capacità di fare fronte ai debiti correnti con attività prontamente liquidabili¹²⁹; considerando l'ingente

¹²⁹ L'indice non comprende le rimanenze, che rappresentano, come noto, la posta meno liquida del capitale circolante lordo; la trasformazione in liquidità del magazzino, infatti, non è così immediata, in quanto l'attività di vendita potrebbe presentare difficoltà non previste o non prevedibili.

esposizione debitoria a breve presentata in precedenza, è facile comprendere come i valori dell'indice siano molto preoccupanti e giustifichino la scelta dell'impresa di procedere a un tentativo di ricomposizione negoziale della crisi, nella forma del concordato preventivo. L'indice di liquidità primaria deve essere interpretato parallelamente al margine di tesoreria: come già detto, tale margine (che non compare nella tabella), che è un testimone più solido del progressivo deterioramento finanziario, risulta negativo in tutti gli esercizi considerati, e tra l'altro è andato nel tempo sempre più appesantendosi, divenendo chiaramente insostenibile in relazione alla realtà e dimensione aziendale della Global Crane s.r.l. (come si capirà meglio attraverso l'analisi degli indici di redditività).

Per interpretare correttamente i dati relativi all'andamento del capitale circolante netto, che, apparentemente, sembra piuttosto regolare e stabile tra il 2003 e il 2005, è necessario evidenziare come un'analisi più approfondita e puntuale dei bilanci a disposizione dimostri in realtà come l'apparente equilibrio del circolante netto sia un equilibrio "di superficie", assicurato da un livello abnorme e anomalo delle rimanenze finali (si pensi che l'impresa teneva a magazzino beni sufficienti ad alimentare le vendite per 8 mesi nel 2003 e nel 2004, e addirittura per oltre 15 mesi nel 2005)¹³⁰. Di questo è necessario tenere conto nel momento in cui si analizzano gli indici relativi alla politica commerciale adottata dall'impresa (giorni credito e giorni debito), che apparentemente sembra favorevole (riduzione progressiva dei giorni credito, che nel 2005 e 2006 sono inferiori ai giorni debito); ecco quindi che per comprendere meglio l'effettiva dinamica della politica commerciale della Global Crane s.r.l. è necessario fare affidamento al capitale circolante operativo netto, inteso come differenza tra attività operative correnti (magazzino e crediti verso clienti) e passività operative correnti (debiti verso fornitori). Anche l'andamento del circolante operativo netto conferma, come si può notare, come i dati siano profondamente influenzati dal livello assolutamente sproporzionato di rimanenze finali, infatti ad un *trend* sostanzialmente stabile dal 2003 al 2005 fa seguito, nel 2006, un calo considerevole, legato proprio alla riduzione radicale delle rimanenze, che non trova però riscontro nei dati relativi al fatturato e agli acquisti: non si può infatti non segnalare come nel 2006 le rimanenze finali passino dall'importo di 2,5 milioni di euro circa ad inizio anno a 275 mila euro a fine esercizio, pur in presenza di acquisti (quasi 2 milioni di euro) teoricamente sufficienti ad alimentare le vendite realizzate in corso d'anno (2,7 milioni di euro).

Un altro indice che, pur non segnalato esplicitamente nella tabella, merita di essere approfondito separatamente, considerando la sua rilevanza (soprattutto per analizzare una situazione di tensione finanziaria), è certamente l'indice di copertura degli oneri finanziari (*interest coverage ratio*), rappresentato dal rapporto tra il risultato operativo e gli oneri finanziari. La scelta di questo indice ai fini dell'analisi della capacità di rimborso della Global Crane s.r.l. deriva principalmente dalla considerazione che non solo esso è utilizzato dalle principali agenzie di *rating*, ma soprattutto varia al variare della struttura finanziaria di un'impresa (diminuendo all'aumentare dell'indice di indebitamento)¹³¹, e quindi consente di legare la capacità di rientro dai debiti alla tipologia di struttura del passivo adottata.

L'analisi dei bilanci della Global Crane s.r.l. evidenzia come tale indice si riduca progressivamente nel corso degli esercizi e risulti addirittura negativo nel 2006, quando la società evidenzia l'incapacità di generare valore attraverso la gestione operativa; è importante sottolineare comunque come, anche negli esercizi precedenti, l'indice sia piuttosto ridotto e sempre inferiore all'unità, a testimonianza di una struttura finanziaria eccessivamente indebitata e non in linea con la redditività operativa manifestata (che sarà esplicitata mediante l'analisi del ROI). Anche l'analisi di questo indice quindi contribuisce a giustificare e a spiegare il venir meno dell'appoggio del sistema bancario e di altri finanziatori esterni: è

¹³⁰ Questo può porre, legittimamente, dei dubbi in merito alla corrispondenza effettiva alla realtà dei dati relativi alle rimanenze, che potrebbero derivare da apposite politiche di bilancio volte alla riduzione del costo del venduto per sostenere artatamente margini industriali particolarmente ridotti.

¹³¹ Damodaran A., "Finanza Aziendale", Seconda Edizione, 2006, Apogeo, p.363.

evidente infatti che in una situazione come quella descritta attraverso l'analisi degli indici di liquidità, la probabilità di insolvenza dell'impresa è molto elevata e quindi il rischio associato alla concessione di eventuali finanziamenti sconsiglia la concessione stessa o impone l'applicazione di *spread* creditizi consistenti, non sostenibili per l'impresa.

Per concludere questa breve analisi dei bilanci della società e fornire quindi una visione quantitativa e più approfondita della situazione di crisi da essa affrontata, è fondamentale fare riferimento ai principali **indici di redditività**, per comprendere in che misura la Global Crane s.r.l. è ed è stata in grado remunerare il capitale investito (inteso come somma del capitale di rischio e del capitale di debito). Dalla tabella si può comprendere come i dati relativi all'ultimo esercizio siano assolutamente anomali e facciano riferimento a problemi di calcolo degli indici che derivano dal valore assunto da variabili che in situazioni di normale operatività dovrebbero risultare positivi (ad esempio nel 2006 le attività operative nette sono negative e quindi influiscono pesantemente nel calcolo del ROI, comportando una riduzione del denominatore e quindi, *coeteris paribus*, un incremento dell'indice, che sembrerebbe comunicare un apparente aumento della redditività degli investimenti). Considerando due esercizi "a regime" come il 2004 e il 2005 è possibile notare come il ROI, che misura la redditività della gestione caratteristica, risulti superiore al ROE, che invece è un indice di redditività complessiva, nonostante entrambi si attestino su livelli molto contenuti: ciò deriva dall'incidenza negativa esercitata da una gestione finanziaria assolutamente non in linea con i profili reddituali della gestione operativa, che comporta un costo reale dell'indebitamento (misurato dal ROD) costantemente superiore al ROI, e quindi incide negativamente sulla redditività complessiva, deprimendo il già basso livello di redditività della gestione caratteristica¹³².

Risulta evidente infatti che la Global Crane s.r.l., in una situazione caratterizzata da una redditività degli investimenti inferiore al costo dei finanziamenti accesi per sostenerli ($ROI < ROD$), non trae alcun beneficio mediante un incremento del rapporto di indebitamento (come quello di cui si è resa protagonista negli ultimi esercizi), poiché non è in grado di sfruttare i benefici della leva finanziaria, che si manifestano solamente nel momento in cui gli investimenti finanziati garantiscono un ritorno superiore al costo dei finanziamenti stessi. La redditività particolarmente ridotta della Global Crane s.r.l. è quindi riconducibile certamente ad una gestione operativa poco remunerativa, a conferma della necessità di operare sulla base di margini di contribuzione piuttosto esigui (data l'intensità della concorrenza), ma certamente è ulteriormente depressa da politiche finanziarie poco oculate (evidenziate nell'analisi degli indici precedenti), che di fatto hanno determinato le tensioni finanziarie illustrate in precedenza e quindi hanno obbligato l'impresa alla messa in liquidazione, non esistendo più la possibilità di accedere a nuovi finanziamenti per alimentare progetti caratterizzati da redditività così ridotta. Si può inoltre apprezzare come la redditività delle vendite sia sostanzialmente in crescita dal 2003 al 2005, ma si attesti su livelli piuttosto modesti, che derivano certamente dalla natura del settore di appartenenza (margini molto ridotti) ma implicano anche una struttura di costi troppo pesante rispetto alla dimensione del fatturato; in questo senso devono essere interpretati i tentativi del *management*, descritti in sede di presentazione dell'azienda, di procedere ad un ridimensionamento dei costi di struttura (ad esempio con lo spostamento della sede sociale), all'interno di un piano di razionalizzazione dei costi reso necessario proprio dalla constatazione di una redditività operativa insufficiente. Il ROD invece assume negli anni un andamento sostanzialmente crescente, che riflette il costante incremento del rapporto di indebitamento (quasi esclusivamente rappresentato da debiti a breve termine, particolarmente onerosi) reso necessario non tanto dall'esigenza di sostenere nuovi investimenti quanto piuttosto dalla necessità di coprire il fabbisogno finanziario generato dalla gestione aziendale.

¹³² A questo proposito è opportuno ricordare la formula additiva del ROE, attraverso la quale è possibile valutare

$$\text{l'effetto di leva finanziaria: } ROE = \left[ROI + (ROI - ROD) \frac{CT}{PN} \right] \frac{RN}{RO - OF}$$

Da questa analisi dei bilanci della Global Crane s.r.l. dovrebbe ora risultare chiara l'origine e la rilevanza della situazione di crisi in cui essa si trova ad operare, e nello stesso tempo si possono comprendere le ragioni alla base della scelta della società di ricercare una composizione negoziata della stessa attraverso la predisposizione di un piano di concordato preventivo. Un'interpretazione combinata dei diversi indici dimostra, in sostanza, come la crisi che ha colpito la Global Crane s.r.l. abbia un'origine prevalentemente industriale, derivante dalla necessità di implementare una rigida strategia di costo, tipica del settore di appartenenza, caratterizzata dalla costante riduzione dei margini di contribuzione unitari, a cui non ha fatto seguito un sufficiente incremento delle vendite; questa crisi di carattere economico-industriale, evidenziata dall'andamento e dal livello degli indici di redditività (soprattutto dal ROS, che assume valori molto ridotti già dal 2003), ha inevitabilmente generato nel tempo una progressiva riduzione del livello di autofinanziamento e un parallelo incremento del fabbisogno finanziario (tanto da investimenti che da capitale circolante).

L'incapacità di generare, attraverso la gestione caratteristica, flussi di cassa sufficienti per fare fronte agli impegni finanziari, unita all'andamento irregolare delle vendite del settore, nel tempo ha determinato la necessità di coprire i fabbisogni facendo affidamento a finanziamenti di terzi (ciò è testimoniato dal livello molto esiguo dell'indice di indipendenza da terzi e dall'andamento dell'indice di copertura degli oneri finanziari). L'andamento erratico delle vendite, inoltre, ha imposto all'impresa di ricorrere in misura massiccia ai debiti a breve termine, flessibili ma certamente molto onerosi, che hanno condotto ad un progressivo peggioramento del *rating* dell'impresa e quindi ad una contrazione dell'accesso ai finanziamenti esterni. La crisi settoriale e l'incapacità dell'impresa di rispondere in modo efficace alle difficoltà del mercato hanno quindi generato il circolo vizioso appena descritto, che ha condotto i vertici aziendali alla presa di coscienza della parziale irreversibilità della crisi e alla ricerca di una soluzione giudiziale della stessa, nella forma del concordato preventivo, i cui contenuti sono descritti in modo approfondito nel prossimo paragrafo.

5.1.3. Il contenuto del piano di concordato preventivo della Global Crane s.r.l.

Prima di procedere all'applicazione del modello di simulazione in caso di liquidazione presentato nel capitolo 3, è necessario illustrare brevemente il percorso effettivamente intrapreso dalla società, che nel luglio del 2007 ha deliberato una proposta di ammissione alla procedura di concordato preventivo, con l'obiettivo di organizzare il consenso di una maggioranza qualificata di creditori su una specifica proposta di risanamento, i cui contenuti verranno tra breve presentati. Attraverso la presentazione di questo ricorso per l'ammissione alla procedura, l'impresa dimostra la volontà di evitare il fallimento, attraverso l'individuazione di una serie di operazioni che garantiscano gli obiettivi di soddisfacimento delle pretese dei creditori impliciti nel piano stesso e consentano, nello stesso tempo, di proteggersi da una procedura di espropriazione collettiva (il fallimento), con la quale, di fatto, si concederebbe a soggetti diversi dal fallito di assumere iniziative dispositive sul patrimonio aziendale.

La proposta concordataria presentata dalla Global Crane s.r.l. ai propri creditori prevede il **pagamento integrale dei creditori privilegiati**, dei **crediti prededucibili** e delle **spese di giustizia**, mentre riserva ai **creditori chirografari** un pagamento nella percentuale ricompresa in una forbice oscillante **tra l'8% ed il 15%**, con la precisazione della messa a disposizione dell'intero ceto creditorio anche delle somme residuali eventualmente esistenti dopo il pagamento di tutti i creditori nelle percentuali appena presentate¹³³. Le modalità attraverso le quali, ai sensi del novellato art. 160 della legge fallimentare, la società intende concretizzare

¹³³ Tale puntualizzazione, che appare scontata, in realtà è necessaria in quanto, alla luce della nuova riforma organica delle procedure concorsuali, non pare più automatica l'attribuzione al ceto creditorio di eventuali eccedenze.

questa proposta concordataria possono essere schematizzate sulla base dei seguenti sette punti cardine:

1) Affitto dell'intera azienda in capo alla Tecno Salamon s.r.l. (con decorrenza 12 aprile 2007 e scadenza 30 giugno 2008), in base al quale l'affittuaria si obbliga a corrispondere alla Global Crane s.r.l. un canone annuo di locazione pari a 30.000 euro. A detta degli amministratori della società, il primo risultato utile del suddetto affitto d'azienda è costituito dal salvataggio dell'impresa e dal conseguente mantenimento dei valori insiti nel complesso aziendale, con evidenti ripercussioni in termini di convenienza per il ceto creditorio¹³⁴.

2) Cessione delle giacenze di magazzino alla stessa Tecno Salamon s.r.l., che ha presentato proposta irrevocabile d'acquisto ad un prezzo di 172.852,39 euro, condizionatamente al passaggio in giudicato del decreto di omologa del concordato preventivo della società. A garanzia di tale proposta la Lapis s.p.a., che detiene il 99% del capitale sociale della Tecno Salamon s.r.l., ha rilasciato, per conto e nell'interesse della controllata, fideiussione personale a favore della Global Crane s.r.l., al fine di garantire il pagamento della somma negoziata per l'acquisto del magazzino.

3) Cessione dell'azienda a Tecno Salamon s.r.l. sulla base di un prezzo pari a 210.000 euro, condizionatamente al passaggio in giudicato del decreto di omologa del concordato preventivo della società. Anche in questo caso la Lapis s.p.a. ha provveduto a rilasciare, nell'interesse della controllata, fideiussione personale a favore della Global Crane s.r.l. al fine di garantire il pagamento dei 210.000 euro.

4) Incasso certo di crediti verso clienti ed altri debitori, rispettivamente per 90.100,29 e 21.409,30 euro, l'utilizzo in compensazione tributaria del credito IVA pari a 4.515,99 euro, dei crediti IRES e IRAP rispettivamente pari a 1.379,88 e a 7.260,28 euro, nonché il realizzo stimato di una percentuale pari a circa il 24% dei crediti oggetto di integrale svalutazione (questi ultimi pari, complessivamente, a 325.240,65 euro).

5) Finanziamento infruttifero della controllante Universal Group s.a.s. (che, come già detto, detiene il 70% del capitale sociale della Global Crane s.r.l.), che si è dichiarata disponibile ad effettuare, previa alienazione di un immobile di proprietà alla Tecno Salamon s.r.l., un finanziamento infruttifero soci in favore della partecipata, pari a 187.000 euro, con contestuale rinuncia alla restituzione. L'acquisto dell'immobile di cui sopra da parte di Tecno Salamon s.r.l. per una somma pari a 1.400.000 euro risulta sospensivamente condizionato al passaggio in giudicato di entrambi i provvedimenti di omologa dei concordati preventivi delle società Global Crane s.r.l. e Lapo Servizi s.r.l. (che detiene il 30% del capitale sociale della Global Crane s.r.l. stessa)¹³⁵. Tecnicamente il finanziamento è concesso mediante delegazione di pagamento con il quale il delegato (Tecno Salamon s.r.l.) si impegna a pagare direttamente il delegatario (Global Crane s.r.l.); anche in questo caso la Lapis s.p.a., società controllante al 99% la promissaria acquirente dell'immobile (Tecno Salamon s.r.l.), ha provveduto a rilasciare alla Universal Group s.a.s. una fideiussione per garantire il pagamento dell'intero corrispettivo della cessione del capannone industriale oggetto della negoziazione.

¹³⁴ Nel piano di ristrutturazione dei debiti alla base della proposta di concordato preventivo gli amministratori della società evidenziano esplicitamente che *“la continuazione dell'azienda renderà più agevole l'alienazione dell'intero complesso, che difficilmente si potrebbe realizzare in caso di cessazione dell'attività e che spingerebbe il curatore fallimentare a cedere i singoli beni e non anche l'azienda, ricavando corrispettivi inferiori rispetto a quelli prospettati nel suddetto concordato”*.

¹³⁵ Questo pone, come si vedrà a breve, delle problematiche legate all'appartenenza della Global Crane s.r.l. ad un gruppo, che implica la necessità di considerare il piano di concordato preventivo della società parallelamente a quello della controllante Lapo Servizi s.r.l., anch'essa in stato di crisi.

6) Rinuncia da parte di un socio della Universal Group s.a.s. e della moglie alle rispettive ragioni di credito pari a 6.584,56 e 181.750 euro, condizionatamente al passaggio in giudicato del decreto di omologazione del concordato preventivo della Global Crane s.r.l..

7) Rinuncia da parte di Universal Group s.a.s. all'esercizio dell'azione di regresso nei confronti di Global Crane s.r.l. (controllata al 70%), associata all'ipoteca volontaria costituita a favore di Banca Alfa s.p.a a fronte del finanziamento di 450.000 euro che lo stesso istituto di credito ha erogato alla Global Crane s.r.l.; tale rinuncia, come tutte le azioni precedenti, è naturalmente condizionata sospensivamente all'omologa del concordato preventivo della società.

Sulla base di queste sette operazioni i vertici della Global Crane s.r.l. fondano quindi un piano di concordato preventivo che presenta finalità prettamente liquidatorie, infatti non contempla interventi volti alla conservazione dell'attività d'impresa, se non nell'ambito del suo trasferimento a terzi¹³⁶; questo alla luce della grave crisi economica e finanziaria in cui l'azienda si trova ad operare, che determina, a detta degli stessi amministratori, l'”*impossibilità di procedere ad una vera e propria riorganizzazione aziendale diretta a rinnovare i processi produttivi e le strategie di comunicazione capace di consentire alla società di riconquistare quote di mercato ormai irrimediabilmente perse a vantaggio dei diretti concorrenti*”.

Inoltre, come è già stato possibile intuire attraverso la disamina delle singole azioni da intraprendere per concretizzare la proposta concordataria, l'appartenenza della Global Crane s.r.l. ad un gruppo implica la necessità di interpretare il piano di concordato preventivo della stessa parallelamente a quello della Lapo Servizi s.r.l., che, come è già stato sottolineato, è socia al 30% della Global Crane s.r.l. (a conferma di questa necessità, i ricorsi per l'ammissione alla procedura sono stati depositati unitamente). L'assenza nella legge fallimentare di una disciplina unitaria del *concordato di gruppo* ha imposto infatti di uniformarsi all'indirizzo della prevalente giurisprudenza di merito, che ha ritenuto non proponibile un'unica domanda di ammissione per le diverse società appartenenti al gruppo (non ritenendo possibile confondere le diverse masse attive e passive delle diverse società appartenenti al gruppo), nonostante l'esistenza di connessioni e interdipendenze economico-finanziarie forti e numerose, nonché di una gestione amministrativa e di direzione il più delle volte unitaria¹³⁷ (al fine di sottolineare come ogni impresa sia portatrice di un interesse singolo e distinto).

Un approccio manageriale alla base della ricerca delle soluzioni migliori di risoluzione della crisi, che costituisce di fatto l'obiettivo del presente lavoro, impone però di adottare un'impostazione diversa, che si fondi sul principio cardine della prevalenza della sostanza sulla forma, e quindi consideri in modo sostanzialmente unitario le differenti dinamiche che coinvolgono le società all'interno del gruppo.

Per comprendere meglio la questione, è utile fare riferimento alla seguente figura, nella quale non solo viene presentata la struttura del gruppo a livello proprietario, ma sono riepilogate le principali azioni ricomprese nei piani di concordato preventivo della Global Crane s.r.l. e della Lapo Servizi s.r.l.:

¹³⁶ Questa notazione è molto importante perché implica la possibilità che la nuova gestione possa intraprendere un percorso di risanamento potenzialmente in grado di rilanciare le quotazioni dell'impresa sui mercati di riferimento; di questo sarà necessario tenere conto nel momento in cui si procederà alla costruzione di un possibile *business plan* alla base di un progetto di risanamento e ristrutturazione.

¹³⁷ A questo proposito si veda, ad esempio, Trib. Perugia 3 marzo 1995, in *Foro Italiano*, 1995, I, 1952.

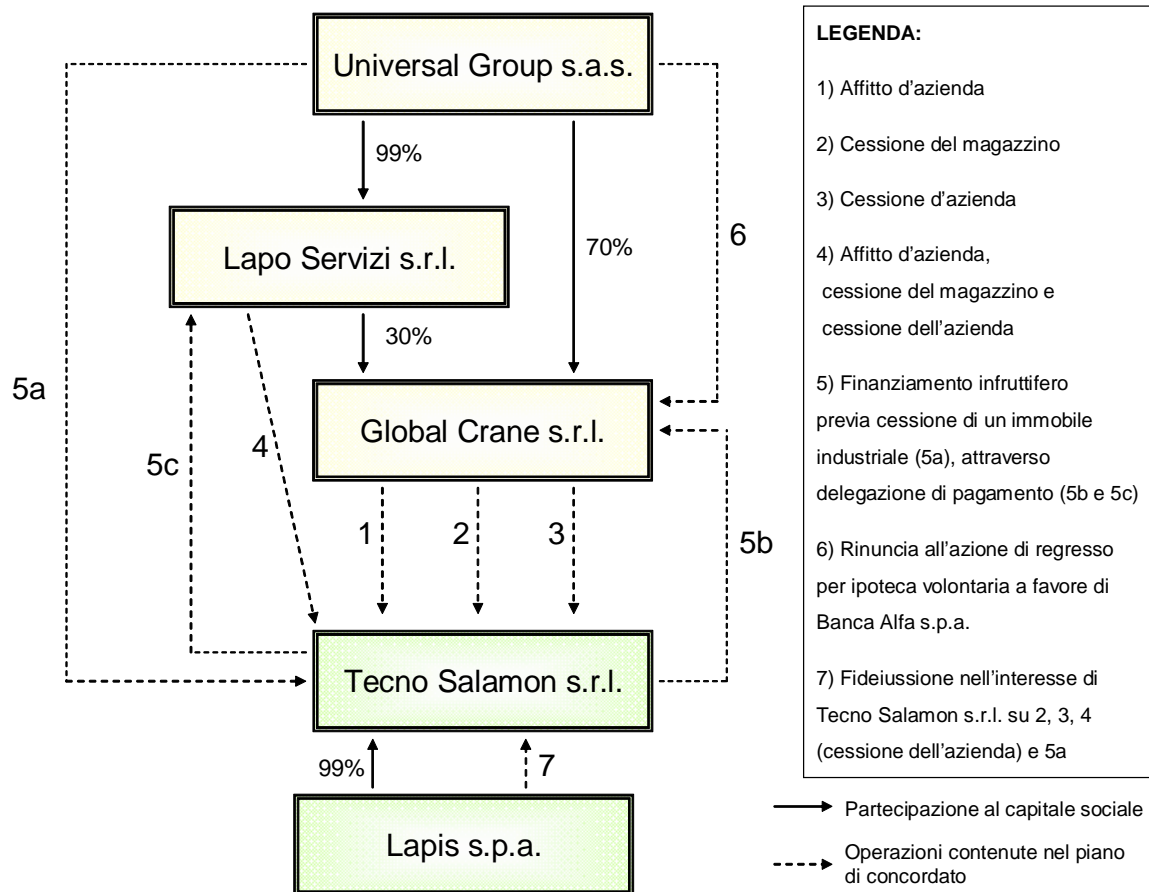


Figura 6 Struttura del gruppo e indicazione delle operazioni contenute nei piani di concordato

Dalla figura è possibile notare come il contenuto del concordato preventivo della Lapo Servizi s.r.l. ricalchi esattamente lo schema descritto in precedenza con riferimento alla Global Crane s.r.l., se si esclude la rinuncia all'esercizio dell'azione di regresso da parte della capogruppo Universal Group s.a.s. (operazione 6 nella figura), che riguarda specificamente un'operazione che, come descritto nei dettagli in precedenza, coinvolge in via esclusiva la stessa *holding* e la Global Crane s.r.l. Il fatto che i due piani di concordato preventivo presentino una struttura sostanzialmente identica conferma la necessità di adottare, almeno a livello strategico¹³⁸, un'ottica *di gruppo*, in grado di cogliere le interdipendenze esistenti tra le diverse società. A questo proposito è importante sottolineare come tale necessità trovi legittimazione anche in dottrina¹³⁹, nella quale è possibile rintracciare degli espedienti di ordine meramente processuale, idonei a superare e colmare le lacune causate dalla mancanza di una trattazione specifica del concordato di gruppo; questi espedienti in sostanza prevedono la riunione di più procedimenti di concordato preventivo, riguardanti società appartenenti al medesimo gruppo

¹³⁸ A livello strettamente operativo, infatti, è necessario mantenere separate le diverse società; ciò sarà molto evidente nel momento in cui si illustrerà il modello utilizzato per simulare un processo di liquidazione fallimentare, che comprende le masse attive e passive appartenenti alla singola società e non al gruppo considerato nel suo complesso.

¹³⁹ In questo senso uno degli spunti più interessanti si trova sicuramente in Fabiani M., "Il gruppo di imprese nella sentenza di omologazione del concordato preventivo", *Il Fallimento*, 1998, pp. 292 e ss..

d'impresa e aventi sede nella stessa circoscrizione del Tribunale adito, qualora siano ravvisabili evidenti interdipendenze economico-finanziarie tra le diverse società ed esista una medesima finalità liquidatoria¹⁴⁰.

Quindi, ferma restando la necessità di procedere ad una separazione delle diverse masse attive e passive delle due procedure, l'esito del concordato della Global Crane s.r.l. non può non tenere in considerazione i risultati raggiunti dalla collegata procedura concorsuale di Lapo Servizi s.r.l., con l'evidente conseguenza che la mancata omologazione del ricorso di quest'ultima potrebbe inficiare pesantemente la piena fattibilità del piano di ristrutturazione dei debiti presentato dalla Global Crane s.r.l.. Numerose infatti sono le operazioni *intercompany* comprese nel piano di concordato preventivo di quest'ultima che non possono prescindere dal passaggio in giudicato del decreto di omologazione del concordato di Lapo Servizi s.r.l.; questo è molto evidente osservando la figura riportata in precedenza: il caso più evidente è certamente quello relativo al finanziamento infruttifero soci concesso dalla capogruppo Universal Group s.a.s., che risulta per ognuna delle due società strettamente dipendente dal passaggio in giudicato del decreto di omologazione del concordato dell'altra società, condizione necessaria per l'acquisto da parte di Tecno Salamon s.r.l. dell'immobile di proprietà di Universal Group s.a.s. e quindi per la disponibilità delle risorse liquide da destinare a titolo di finanziamento soci alle due controllate.

5.1.4. Applicazione del modello in ipotesi di liquidazione e interpretazione dei risultati

Una volta presentata la struttura e gli obiettivi (in termini di tassi di recupero garantiti alle diverse categorie di creditori) del piano di concordato preventivo depositato in Tribunale dalla società, è possibile applicare il modello in caso di liquidazione illustrato nel terzo capitolo, per apprezzare quali sarebbero per i creditori gli esiti di una procedura di liquidazione fallimentare e quindi comprendere, per ogni singola classe di creditori, la convenienza relativa dell'opzione concordataria rispetto a quella fallimentare tradizionale (anche se, come detto, il tasso di recupero non è l'unico fattore rilevante all'interno dei modelli decisionali adottati dagli attori coinvolti direttamente nella crisi).

In primo luogo, il modello richiede di determinare la situazione di partenza, ossia di evidenziare la situazione patrimoniale, economica e finanziaria ad una data considerata rilevante (nel caso della Global Crane s.r.l. il 15 maggio 2007), mediante la presentazione della composizione e del valore di realizzo delle attività, nonché della struttura e della rilevanza dello stato passivo, con indicazione dei crediti vantati dalle diverse categorie di creditori e la presenza di eventuali crediti assistiti da garanzia reale su beni aziendali (beni mobili e beni immobili).

Nel caso della Global Crane s.r.l., l'analisi dello stato attivo dimostra come le attività dell'impresa, soprattutto a causa dell'assenza di beni immobili (e quindi di masse immobiliari), siano piuttosto esigue, e facciano riferimento per la maggior parte ad attività correnti come le rimanenze e i crediti verso clienti; dal punto di vista operativo, in assenza di specifiche perizie di stima in merito, si è deciso di far coincidere il valore di realizzo di tali attività con il valore contabile, adottando quindi un approccio prudenziale coerente con l'obiettivo di non sovrastimare il ricavato dalla vendita delle varie attività (e quindi di sovrastimare, *coeteris paribus*, i tassi di recupero ottenibili dalle diverse categorie di creditori coinvolti nel riparto delle masse attive, con ovvie conseguenze negative nel momento in cui il modello venisse impiegato dai creditori per valutare la propria posizione in un eventuale piano per la ristrutturazione dell'impresa debitrice).

¹⁴⁰ Questa medesima finalità liquidatoria è palese nel caso della Global Crane s.r.l. e della Lapo Servizi s.r.l., a fronte di un'offerta globale di acquisto delle imprese da parte di un terzo soggetto economico (in questo caso la Tecno Salamon s.r.l.).

La seguente tabella riassume in termini analitici la composizione delle attività dell'impresa e l'indicazione del relativo valore di realizzo, nonché l'eventuale esistenza di attività dell'impresa che costituiscono oggetto di garanzia (tanto per crediti propri quanto per crediti di terzi):

		Valore contabile	Presunto valore di realizzo	a garanzia per crediti propri	a garanzia per crediti di terzi
Attivo Circolante	crediti	131.628,22	131.628,22	-	-
	magazzino	143.304,51	143.304,51	-	-
	Totale Attivo Circolante	274.932,73	274.932,73	-	-
	impianti	726,20	726,20	-	-
	costruzioni leggere	233,92	233,92	-	-
	macchine ufficio elettroniche	3.810,93	3.810,93	-	-
	mobili e arredi	3.335,90	3.335,90	-	-
	macchine e attrezzi	2.393,98	2.393,98	-	-
	Totale Attività		285.433,66		
	Totale Attività a copertura di proprie passività		285.433,66		

Tabella 22 Composizione sintetica dello stato attivo della Global Crane s.r.l.

Come si può notare, la tabella indica chiaramente che non esistono beni di proprietà dell'impresa concessi in garanzia per crediti propri o di terzi, e di conseguenza il valore complessivo delle attività a copertura di passività dell'impresa coincide con il valore complessivo delle attività, che saranno così completamente a disposizione dei creditori aziendali.

L'ammontare relativamente ridotto della massa attiva fallimentare deriva anche dal fatto che i cespiti iscritti nell'attivo patrimoniale sono abbastanza obsoleti, a testimonianza della difficoltà dell'impresa di rinnovare negli ultimi anni la composizione quali-quantitativa dei beni strumentali all'attività operativa (e quindi, parallelamente, di adottare processi di produttivi in grado di garantire la possibilità di competere con i *player* più forti a livello tecnologico).

Una volta definito l'ammontare e la composizione dello stato attivo, il modello impone di concentrarsi sullo stato passivo, per comprendere la rilevanza e la struttura dei debiti dell'impresa; in particolare è fondamentale classificare i debiti sulla base dell'esistenza di cause legittime di prelazione e della natura del creditore (la distinzione fondamentale è quella tra fornitori e banche).

Nel caso dello stato passivo è opportuno specificare per ogni singola categoria di creditori l'esistenza di eventuali garanzie reali o personali a supporto del credito vantato nei confronti dell'impresa; nel caso della Global Crane s.r.l., come si può notare dalla tabella sottostante, lo stato passivo è dominato dai crediti chirografari, soprattutto verso banche ed istituti finanziari, che rappresentano oltre il 65% dei crediti complessivi:

Categoria Credito	Tipo Creditore	Debito residuo linea capitale	Garanzie reali				Garanzie personali			Composizione stato passivo di cui: Debito secured			
			beni di propr.	beni di terzi	beni soci resp illim	beni soci resp lim	terzi	soci resp illim	soci resp lim	Stato passivo totale	con beni di propr.	con beni esterni	Totale debito secured
privilegiato	Banche e Finanziarie								0,00%				
	Fornitori	171.738	-	-	-	-	-	-	4,04%				
	Totale	435.018	-	-	-	-	-	-	10,23%				
	Dipendenti	25.165	-	-	-	-	-	-	0,59%				
	Soci								0,00%				
	Erario ed Enti previdenziali	88.115	-	-	-	-	-	-	2,07%				
Creditori diversi	150.000	-	-	-	-	-	-	3,53%					
chirografario	Banche e Finanziarie	2.787.516	-	-	-	426.316	-	-	65,55%				
	Fornitori	848.281	-	-	-	-	-	-	19,95%				
	Totale	3.817.547	-	-	-	426.316	-	-	89,77%		10,02%	10,02%	
	Dipendenti								0,00%				
	Soci	181.750	-	-	-	-	-	-	4,27%				
	Erario ed Enti previdenziali								0,00%				
Creditori diversi								0,00%					
Totale creditori	Banche e Finanziarie	2.787.516	-	-	-	426.316	-	-	65,55%		10,02%	10,02%	
	Fornitori	1.020.019	-	-	-	-	-	-	23,99%				
	Totale	4.252.565	-	-	-	426.316	-	-	100,00%		10,02%	10,02%	
	Dipendenti	25.165	-	-	-	-	-	-	0,59%				
	Soci	181.750	-	-	-	-	-	-	4,27%				
	Erario ed Enti previdenziali	88.115	-	-	-	-	-	-	2,07%				
Creditori diversi	150.000	-	-	-	-	-	-	3,53%					

Tabella 23 Composizione dello stato passivo della Global Crane s.r.l.

L'unica garanzia reale evidenziata nella tabella fa riferimento al credito vantato da Banca Alfa s.p.a. (che al 15 maggio 2007 ammonta a 426.316 €), che nel dicembre del 2005 ha concesso all'impresa un finanziamento di 450.000 € garantito quale terzo datore di ipoteca, dalla società Universal Group s.a.s. (come noto titolare del 70% del capitale sociale della Global Crane s.r.l.), iscrivendo ipoteca su un immobile di proprietà. Nella descrizione del piano di concordato preventivo è già stato sottolineato infatti come una delle azioni concordatarie consista proprio nella rinuncia da parte della controllante Universal Group s.a.s. all'esercizio dell'azione di regresso nei confronti della Global Crane s.r.l. per aver prestato garanzia sul debito nei confronti di Banca Alfa s.p.a..

Come si può notare, tale credito è stato iscritto tra i chirografari, per uniformarsi all'indirizzo consigliato dalla costante giurisprudenza, secondo la quale il creditore garantito da beni di terzi (in questo caso da beni di un socio a responsabilità limitata) può far valere la garanzia solo nei confronti del garante (terzo datore di ipoteca) ma non nei confronti del debitore, verso il quale può vantare esclusivamente una pretesa chirografaria.

Nonostante questo sia corretto da un punto di vista formale e procedurale, è evidente che a livello sostanziale (come già sottolineato nel corso del terzo capitolo) tale garanzia associata al credito di Banca Alfa s.p.a. va ad incrementare lo stato attivo sostanzialmente a disposizione dei creditori, ossia quello che nel capitolo 3 è stato definito patrimonio "allargato".

Questo risulta sicuramente più chiaro presentando la procedura per il calcolo del valore del capitale netto in ipotesi di liquidazione (E_{LIQ}) così come definito nel § 3.2., al quale è dedicata la seguente tabella:

STATO ATTIVO (€)		STATO PASSIVO (€)	
Valore di liquidazione delle attività	285.434	Spese prededucibili	150.000
Valore di escussione del patrimonio dei soci illimitatamente responsabili	0	Valore dei debiti e degli altri <i>claim</i> finanziari e operativi	4.102.565
Valore di escussione delle garanzie reali e personali di terzi	426.316	Valore delle garanzie personali e reali prestate dall'impresa a terzi	0
Stato Attivo "allargato" (1)	711.750	Stato Passivo con spese prededucibili (2)	4.252.565
$E_{LIQ} = (1) - (2) = 711.750 - 4.252.565 = -3.540.815 \text{ € (LGD in valore)}$			

Tabella 24 Stima del valore del capitale netto in ipotesi di liquidazione (Global Crane s.r.l.)

Come si può notare, il valore del capitale netto in ipotesi di liquidazione risulta negativo per oltre tre milioni e mezzo di euro, a testimonianza dell'ammontare esiguo delle attività e delle garanzie escutibili che vanno a formare il patrimonio "allargato" rispetto a quello dei debiti e degli altri *claim* finanziari; già a questo primo grado di approfondimento è quindi possibile notare come la situazione della Global Crane s.r.l. sia piuttosto grave e non lasci presagire per i creditori tassi di recupero rilevanti in sede di liquidazione fallimentare.

Come indicato dalla tabella, l'ammontare negativo del capitale netto rappresenta la *loss given default* in valore a carico dell'insieme dei creditori dell'impresa; a questo punto, per comprendere come tale *LGD* si ripartisca tra i diversi *claimholder* è necessario procedere alla simulazione del processo di riparto fallimentare, nel rispetto delle cause di prelazione previste dal legislatore, partendo dal riparto della massa mobiliare, che è rappresentato nella seguente tabella:

Numero Privilegio Mobiliare	Gradi Privilegio Mobiliare	Causa di prelazione	Categoria Creditori	Valore massa mobiliare	Ammontare dovuto per ordine di privilegio	Riparto			LGD	Collocazione sussidiaria su beni immobili	
						Ammontare pagato	Valore residuo massa mobiliare	Debito residuo per ordine di privilegio			
0	0	prededucibili massa mobiliare	spese di procedura	285.434	150.000	150.000	135.434	-	0%		
1	1	privilegio speciale ex art. 2775 C.C.	spese di giustizia per atti conservativi	135.434	-	-	135.434	-			
2	2	privilegio speciale ex art. 2781 e 2777 u.c. C.C.	privilegio speciale da preferire per legge al pegno	135.434	-	-	135.434	-			
3	3	privilegio speciale ex art. 2784 C.C.	crediti garantiti da pegno	135.434	-	-	135.434	-			
4	4	privilegio speciale ex art. 548,552,565,1023 1024 Codice Navigazione	crediti diversi con privilegio speciale ex Codice della Navigazione	135.434	-	-	135.434	-			
5	5	privilegio generale ex art. 2751 bis c.1) C.C.	retribuzioni di lavoro subordinato	135.434	25.165	25.165	110.269	-	0%	11	
6	6	privilegio generale ex art. 2751 bis c.2) C.C.	retribuzioni dei professionisti	110.269	150.758	110.269	-	40.489	27%	14	
7	6	privilegio generale ex art. 2751 bis c.3) C.C.	provvigioni dell'agente	-	-	-	-	-		15	
8	7	privilegio generale ex art. 2751 bis c.4) C.C.	crediti del coltivatore diretto	-	-	-	-	-		15	
9	7	privilegio generale ex art. 2751 bis c.5) C.C.	crediti dell'impresa artigiana e delle società od enti cooperativi di produzione e lavoro	-	20.980	-	-	20.980	100%	15	
10	8	privilegio generale ex art. 2751 bis c.5 bis) C.C.	crediti delle società cooperative agricole	-	-	-	-	-			
11	9	privilegio generale ex art. 2751 bis c.5 ter) C.C.	crediti delle imprese fornitrici di lavoro temporaneo	-	-	-	-	-			
Privilegi che le leggi speciali dichiarano preferiti ad ogni altro credito	12	10	privilegio ex art. 15 L.46/82	crediti per finanziamenti agevolati alle piccole e medie imprese per progetti tecnologici	-	-	-	-			
	13	10	privilegio ex art.2782	crediti da finanziamento alle imprese industriali	-	-	-	-			
	14	10	privilegio ex art. 2782	imposte ipotecarie	-	-	-	-			
	15	11	privilegio generale ex art. 2753 C.C.	crediti per mancato versamento di contributi obbligatori	-	32.359	-	-	32.359	100%	16
	16	12	privilegio speciale ex art. 2771 C.C.	credito dello Stato per imposte IRPEF e IRES su redditi immobiliari	-	-	-	-	-		
	17	13	privilegio speciale ex art. 2766 C.C.	crediti degli istituti di credito agrario	-	-	-	-	-		
	18	14	privilegio speciale ex art. 2756 C.C.	crediti per prestazioni e spese di conservazione e miglioramento di beni mobili	-	-	-	-	-		
	19	15	privilegio speciale ex art. 2757 C.C.	crediti per le merci dovuti ai lavoratori agricoli	-	-	-	-	-		
	20	16	privilegio speciale ex art. 2757 C.C.	crediti per sementi, materie fertilizzanti e antiparassitarie	-	-	-	-	-		
	21	17	privilegio speciale ex art. 2758 1.c C.C.	crediti dello Stato per tributi indiretti	-	-	-	-	-		
	22	17	privilegio speciale ex art. 2758 2.c C.C.	crediti di rivalsa IVA	-	-	-	-	-		
	23	17	privilegio speciale ex art. 2759 C.C.	crediti dello Stato per IRPEF, IRES, IRAP afferenti il reddito di impresa	-	243	-	-	243	100%	
	24	18	privilegio generale ex art. 2754 C.C.	crediti per altri contributi previdenziali	-	-	-	-	-		16
	25	18	privilegio ex art. 2753 e 2754 C.C.	crediti per gli accessori dei contributi al n. 24	-	-	-	-	-		
	26	19	privilegio speciale ex art. 2776 C.C.	crediti per gli Istituti di credito agrario di miglioramento	-	-	-	-	-		
	27	20	privilegio speciale ex art. 2768 C.C.	crediti dipendenti da reato	-	-	-	-	-		
	28	20	privilegio ex art. 2810 C.C.	crediti garantiti da ipoteche sugli autoveicoli	-	-	-	-	-		
	29	21	privilegio ex art. 2767 C.C.	crediti per risarcimento danni contro l'assicurato	-	-	-	-	-		
	30	22	privilegio speciale ex art. 2760 C.C.	crediti dell'albergatore	-	-	-	-	-		
	31	23	privilegio speciale ex art. 2761 C.C.	crediti del vettore, del mandatario, del depositario e del sequestratario	-	-	-	-	-		
32	24	privilegio speciale ex art. 2762 C.C.	crediti del venditore di macchine	-	-	-	-	-			
33	25	privilegio speciale ex art. 2763 C.C.	crediti per canoni enfiteutici	-	-	-	-	-			
34	26	privilegio speciale ex art. 2764 e 2765 C.C.	crediti del locatore di immobili	-	-	-	-	-			
Privilegi speciali senza grado di preferenza	35	27	privilegio generale ex art. 2751 C.C.	crediti per spese funebri, d'infermità, alimenti	-	-	-	-			
	36	28	privilegio generale ex art. 2752 1,2 c. C.C.	crediti dello Stato per i tributi diretti su redditi non immobiliari	-	40.800	-	-	40.800	100%	
	37	29	privilegio generale ex art. 2752 3 c. C.C.	crediti dello Stato per imposta IVA	-	14.713	-	-	14.713	100%	17
	38	30	privilegio generale ex art. 2752 C.C.	crediti dello Stato per imposte, tasse e tributi locali	-	-	-	-	-		
	39	31	chirografari + privilegiati incapienti + creditori di regresso diversi dai soci	chirografari + privilegiati incapienti + creditori di regresso diversi dai soci	-	3.391.231	-	-	3.391.231	100%	18
	40	32	crediti postergati e crediti di regresso dei soci	crediti vantati da soci	-	426.316	-	-	426.316	100%	19

Tabella 25 Simulazione del riparto della massa mobiliare della Global Crane s.r.l.

Il fatto che l'impresa non presenti tra le sue attività beni immobili e sia una società di capitali a responsabilità limitata (non si configura il regresso sui soci illimitatamente responsabili) implica che il processo di riparto si risolva semplicemente nel riparto della massa mobiliare appena presentato, il cui valore iniziale, come si può notare, coincide, in assenza di garanzie reali (pegni) iscritte su beni mobili di proprietà, con il valore di realizzo del totale delle attività (285.434 €).

Osservando la tabella risulta evidente come la presenza delle spese prededucibili legate alle spese di giustizia (150.000 €) assorba più della metà delle risorse ottenute mediante l'alienazione dei beni mobili, con ovvie conseguenze negative per i creditori concorrenti.

La tabella dimostra che l'unica categoria di creditori che non subirebbe perdite a seguito del processo di liquidazione fallimentare ($LGD=0\%$) sarebbe quella dei lavoratori dipendenti (che godono del *privilegio generale ex art. 2751 bis c.1*), mentre l'insieme dei creditori rappresentati dai professionisti (*privilegio generale ex art. 2751 bis c.2*) subirebbe una perdita pari al 27%, configurandosi quindi come quella che nel terzo capitolo è stata definita come classe $x=k$, ossia la classe di creditori associata al numero di privilegio mobiliare $x=k$, dopo il quale il valore residuo della massa mobiliare risulta nullo.

Il fatto che in corrispondenza del soddisfacimento dei crediti vantati dai professionisti la massa mobiliare si esaurisca implica, per la totalità dei creditori aventi un numero di privilegio mobiliare successivo ($x>k$), una *loss given default* pari al 100%; l'ammontare piuttosto esiguo della massa fallimentare comporta, quindi, perdite integrali in capo anche a creditori con privilegi importanti sulla massa mobiliare (si pensi, ad esempio, ai creditori artigiani che godono del *privilegio generale ex art. 2751 bis c.5*), che tra l'altro, in assenza di masse immobiliari residue, non possono nemmeno beneficiare della collocazione sussidiaria sugli immobili; l'assenza di soci a responsabilità illimitata, inoltre, nega anche loro la possibilità di esercitare il regresso sui relativi patrimoni personali per recuperare una quota dei relativi crediti.

In sostanza, le perdite finali a seguito del processo di riparto coincidono, nel caso della Global Crane s.r.l., con quelle successive al riparto della massa mobiliare; a questo punto quindi è possibile evidenziare la *loss given default* che subirebbe ogni singola categoria di creditori in caso di liquidazione fallimentare attraverso una tabella riassuntiva all'interno della quale è possibile cogliere anche la perdita di ogni singolo creditore (che può differire da quella che caratterizza la categoria di appartenenza per la presenza di garanzie reali o personali associate al credito, che possono incrementare il tasso di recupero).

In primo luogo è opportuno presentare la tabella relativa ai fornitori, suddivisi sulla base della presenza di eventuali privilegi derivanti dalla specifica attività svolta:

		Debito iniziale	Debito residuo post escussione garanzie personali	LGD post riparto massa mobiliare	Debito residuo post escussione massa mobiliare	LGD post riparto massa immob.	Debito residuo post riparto massa mobiliare	LGD pre regresso su soci illimitatam. resp.	Debito residuo post regresso su soci	LGD post escussione soci	
Fornitori	credito ordinario	Fornitore 1	10.000	10.000	100%	10.000	100%	10.000	100%	10.000	100%
		Fornitore 2	4.818	4.818	100%	4.818	100%	4.818	100%	4.818	100%
		Fornitore 3	15.000	15.000	100%	15.000	100%	15.000	100%	15.000	100%
		Fornitore 4	1.512	1.512	100%	1.512	100%	1.512	100%	1.512	100%
		Fornitore 5	624	624	100%	624	100%	624	100%	624	100%
		Fornitore 6	58	58	100%	58	100%	58	100%	58	100%
		Fornitore 7	3.088	3.088	100%	3.088	100%	3.088	100%	3.088	100%
		Fornitore 8	240	240	100%	240	100%	240	100%	240	100%
		Fornitore 9	30	30	100%	30	100%	30	100%	30	100%
		Fornitore 10	603	603	100%	603	100%	603	100%	603	100%
		Fornitore 11	34.303	34.303	100%	34.303	100%	34.303	100%	34.303	100%
		Fornitore 12	6.149	6.149	100%	6.149	100%	6.149	100%	6.149	100%
		Fornitore 13	1.962	1.962	100%	1.962	100%	1.962	100%	1.962	100%
		Fornitore 14	4.800	4.800	100%	4.800	100%	4.800	100%	4.800	100%
		Fornitore 15	7.092	7.092	100%	7.092	100%	7.092	100%	7.092	100%
		Fornitore 16	12.360	12.360	100%	12.360	100%	12.360	100%	12.360	100%
		Fornitore 17	5.789	5.789	100%	5.789	100%	5.789	100%	5.789	100%
		Fornitore 18	1.846	1.846	100%	1.846	100%	1.846	100%	1.846	100%
		Fornitore 19	356	356	100%	356	100%	356	100%	356	100%
		Fornitore 20	107	107	100%	107	100%	107	100%	107	100%
		Fornitore 21	8.338	8.338	100%	8.338	100%	8.338	100%	8.338	100%
		Fornitore 22	5.976	5.976	100%	5.976	100%	5.976	100%	5.976	100%
		Fornitore 23	64.545	64.545	100%	64.545	100%	64.545	100%	64.545	100%
		Fornitore 24	457	457	100%	457	100%	457	100%	457	100%
		Fornitore 25	600	600	100%	600	100%	600	100%	600	100%
		Fornitore 26	26.100	26.100	100%	26.100	100%	26.100	100%	26.100	100%
		Fornitore 27	31.308	31.308	100%	31.308	100%	31.308	100%	31.308	100%
		Fornitore 28	360	360	100%	360	100%	360	100%	360	100%
		Fornitore 29	117	117	100%	117	100%	117	100%	117	100%
		Fornitore 30	4.065	4.065	100%	4.065	100%	4.065	100%	4.065	100%
		Fornitore 31	3.979	3.979	100%	3.979	100%	3.979	100%	3.979	100%
		Fornitore 32	22.390	22.390	100%	22.390	100%	22.390	100%	22.390	100%
		Fornitore 33	18	18	100%	18	100%	18	100%	18	100%
		Fornitore 34	248	248	100%	248	100%	248	100%	248	100%
		Fornitore 35	986	986	100%	986	100%	986	100%	986	100%
		Fornitore 36	168	168	100%	168	100%	168	100%	168	100%
		Fornitore 37	109.471	109.471	100%	109.471	100%	109.471	100%	109.471	100%
		Fornitore 38	84	84	100%	84	100%	84	100%	84	100%
		Fornitore 39	8.431	8.431	100%	8.431	100%	8.431	100%	8.431	100%
		Fornitore 40	306.158	306.158	100%	306.158	100%	306.158	100%	306.158	100%
		Fornitore 41	51.500	51.500	100%	51.500	100%	51.500	100%	51.500	100%
		Fornitore 42	1.440	1.440	100%	1.440	100%	1.440	100%	1.440	100%
		Fornitore 43	4.465	4.465	100%	4.465	100%	4.465	100%	4.465	100%
		Fornitore 44	436	436	100%	436	100%	436	100%	436	100%
		Fornitore 45	110	110	100%	110	100%	110	100%	110	100%
		Fornitore 46	4.230	4.230	100%	4.230	100%	4.230	100%	4.230	100%
		Fornitore 47	20.024	20.024	100%	20.024	100%	20.024	100%	20.024	100%
		Fornitore 48	1.925	1.925	100%	1.925	100%	1.925	100%	1.925	100%
		Fornitore 49	885	885	100%	885	100%	885	100%	885	100%
		Fornitore 50	667	667	100%	667	100%	667	100%	667	100%
		Fornitore 51	683	683	100%	683	100%	683	100%	683	100%
		Fornitore 52	13.753	13.753	100%	13.753	100%	13.753	100%	13.753	100%
		Fornitore 53	223	223	100%	223	100%	223	100%	223	100%
		Fornitore 54	2.625	2.625	100%	2.625	100%	2.625	100%	2.625	100%
		Fornitore 55	3.408	3.408	100%	3.408	100%	3.408	100%	3.408	100%
		Fornitore 56	1.229	1.229	100%	1.229	100%	1.229	100%	1.229	100%
		Fornitore 57	8.200	8.200	100%	8.200	100%	8.200	100%	8.200	100%
		Fornitore 58	10.000	10.000	100%	10.000	100%	10.000	100%	10.000	100%
		Fornitore 59	2.000	2.000	100%	2.000	100%	2.000	100%	2.000	100%
		Fornitore 60	6.585	6.585	100%	6.585	100%	6.585	100%	6.585	100%
		Fornitore 61	4.578	4.578	100%	4.578	100%	4.578	100%	4.578	100%
		Fornitore 62	4.780	4.780	100%	4.780	100%	4.780	100%	4.780	100%
credito artigiano	Artigiano A	787	787	100%	787	100%	787	100%	787	100%	
	Artigiano B	1.094	1.094	100%	1.094	100%	1.094	100%	1.094	100%	
	Artigiano C	86	86	100%	86	100%	86	100%	86	100%	
	Artigiano D	1.315	1.315	100%	1.315	100%	1.315	100%	1.315	100%	
	Artigiano E	12.612	12.612	100%	12.612	100%	12.612	100%	12.612	100%	
	Artigiano F	972	972	100%	972	100%	972	100%	972	100%	
	Artigiano G	126	126	100%	126	100%	126	100%	126	100%	
	Artigiano H	3.264	3.264	100%	3.264	100%	3.264	100%	3.264	100%	
credito cooperativa	Cooperativa Zeta	723	723	100%	723	100%	723	100%	723	100%	
credito professionista	Rag. Rossi	3.057	3.057	27%	821	100%	821	27%	821	27%	
	Dott. Bianchi	31.200	31.200	27%	8.379	100%	8.379	27%	8.379	27%	
	Dott. Verdi	41.600	41.600	27%	11.173	100%	11.173	27%	11.173	27%	
	Geom. Bianco	636	636	27%	171	100%	171	27%	171	27%	
	Avv. Neri	59.523	59.523	27%	15.986	100%	15.986	27%	15.986	27%	
	Studio comm. e legale Russo et altri	10.214	10.214	27%	2.743	100%	2.743	27%	2.743	27%	
	Studio Legale Alfa	594	594	27%	160	100%	160	27%	160	27%	
	Studio Notarile Beta	1.041	1.041	27%	280	100%	280	27%	280	27%	
Paola Rosso	1.446	1.446	27%	388	100%	388	27%	388	27%		
Francesco Califfo	1.446	1.446	27%	388	100%	388	27%	388	27%		

Tabella 26 Processo di riparto e LGD per i fornitori della Global Crane s.r.l.

A questo punto è possibile presentare una tabella simile riguardante gli altri creditori dell'impresa (banche e finanziarie, dipendenti, soci, Erario, enti previdenziali e crediti prededucibili):

		Debito iniziale	Debito residuo post escussione garanzie personali	LGD post riparto massa mobiliare	Debito residuo post riparto massa mobiliare	LGD post riparto massa immob.	Debito residuo post riparto massa mobiliare	LGD pre regresso su soci illimitatam. resp.	Debito residuo post regresso su soci	LGD post escussione soci	
Banche e Finanziarie	c/c ordinario	Banca Beta s.p.a.	90.072	90.072	100%	90.072	100%	90.072	100%	90.072	100%
		Banca Alfa s.p.a.	10.388	10.388	100%	10.388	100%	10.388	100%	10.388	100%
		Banca Y s.p.a.	7.581	7.581	100%	7.581	100%	7.581	100%	7.581	100%
		Banca Delta s.p.a.	12.050	12.050	100%	12.050	100%	12.050	100%	12.050	100%
		Banca Z s.p.a.	196.171	196.171	100%	196.171	100%	196.171	100%	196.171	100%
		Banca Epsilon s.p.a.	104.474	104.474	100%	104.474	100%	104.474	100%	104.474	100%
	anticipo fatture	Banca Omega s.p.a.	61.846	61.846	100%	61.846	100%	61.846	100%	61.846	100%
		Banca Beta s.p.a.	63.769	63.769	100%	63.769	100%	63.769	100%	63.769	100%
		Banca Alfa s.p.a.	112.490	112.490	100%	112.490	100%	112.490	100%	112.490	100%
		Banca H s.p.a.	64.984	64.984	100%	64.984	100%	64.984	100%	64.984	100%
	anticipo sbf	Banca Omega s.p.a.	131.494	131.494	100%	131.494	100%	131.494	100%	131.494	100%
		Banca Beta s.p.a.	571	571	100%	571	100%	571	100%	571	100%
		Banca Alfa s.p.a.	12.000	12.000	100%	12.000	100%	12.000	100%	12.000	100%
	mutuo ipotecario esposizioni in conto sofferenza	Banca X (regresso)	1.201.952	1.201.952	100%	1.201.952	100%	1.201.952	100%	1.201.952	100%
Banca Alfa s.p.a.		426.316	0		0		0		0	0%	
Banca Gamma s.c.a.r.l.		256.731	256.731	100%	256.731	100%	256.731	100%	256.731	100%	
Dipendenti	insoluti	Banca X (insoluti)	34.627	34.627	100%	34.627	100%	34.627	100%	34.627	100%
	retribuzioni lavoro subordinato	Dipendente A	3.751	3.751	0%	0	0%	0	0%	0	0%
		Dipendente B	176	176	0%	0	0%	0	0%	0	0%
		Dipendente C	3.462	3.462	0%	0	0%	0	0%	0	0%
TFR	Dipendente D	17.776	17.776	0%	0	0%	0	0%	0	0%	
Soci	finanziamento soci	Socio A	181.750	181.750	100%	181.750	100%	181.750	100%	181.750	100%
		INAIL	924	924	100%	924	100%	924	100%	924	100%
Erario ed Enti previdenziali	contributi previdenziali INPS-INAIL-ENASARCO	INPS	29.426	29.426	100%	29.426	100%	29.426	100%	29.426	100%
		ENASARCO	2.009	2.009	100%	2.009	100%	2.009	100%	2.009	100%
		Erario c/ritenute IVA da versare	Erario-Agenzia delle entrate	40.717	40.717	100%	40.717	100%	40.717	100%	40.717
	IRAP da versare	Erario-Agenzia delle entrate	14.713	14.713	100%	14.713	100%	14.713	100%	14.713	100%
		Erario-Agenzia delle entrate	243	243	100%	243	100%	243	100%	243	100%
	Erario c/imposte sostitutive	Erario-Agenzia delle entrate	83	83	100%	83	100%	83	100%	83	100%
Creditori diversi	crediti prededucibili per spese di giustizia	Spese di giustizia	150.000	150.000	0%	0	0%	0	0%	0	0%

Tabella 27 Processo di riparto e LGD per le altre categorie di creditori della Global Crane s.r.l.

Come si può notare dalle due tabelle, il processo fallimentare ordinario avrebbe conseguenze profondamente negative per la quasi totalità dei creditori: solamente i crediti prededucibili (relativi alle spese di giustizia) e quelli vantati dai dipendenti sarebbero infatti rimborsati per intero ($LGD=0\%$), mentre i crediti dei professionisti per le prestazioni fornite, nonostante abbiano un numero di privilegio mobiliare importante, subirebbero una perdita pari al 27%. Tutte le altre categorie di creditori (privilegiati con privilegio mobiliare x successivo a quello che caratterizza i crediti dei professionisti ($x=k$) e chirografari) sarebbero destinate a subire perdite integrali ($LGD=100\%$); l'unica eccezione è rappresentata dal credito (evidenziato nella Tabella 26) vantato da Banca Alfa s.p.a. di cui si è parlato in precedenza, che, godendo del diritto di ipoteca su un immobile della Universal Group s.a.s. (controllante della Global Crane s.r.l.), riesce a recuperare l'intero credito attraverso l'escussione della garanzia reale.

Come detto nel corso della descrizione formale del modello nel terzo capitolo, il fatto che Universal Group s.a.s., in qualità di terzo datore di ipoteca, abbia prestato garanzia a favore dell'impresa, determinerebbe la nascita di un credito di regresso nei confronti della Global Crane s.r.l., che, come si può notare dalla tabella relativa al riparto della massa mobiliare, si collocherebbe (trattandosi di credito di regresso da parte di un socio) al numero di privilegio mobiliare $x=40$, insieme ai crediti postergati; il fatto che a tale categoria di crediti sia associata una LGD pari al 100% implicherebbe per Universal Group s.a.s. l'impossibilità di recuperare

il credito di regresso, a cui d'altra parte sarebbe disposta a rinunciare nell'ottica dell'esecuzione del piano di concordato preventivo presentato nel paragrafo precedente.

A questo punto è possibile evidenziare la convenienza relativa dell'opzione concordataria rispetto alla principale alternativa, rappresentata appunto dalla liquidazione fallimentare, sulla base del livello delle perdite (e quindi del tasso di recupero) subite dalle diverse categorie nei due scenari; a tal proposito è opportuno fare riferimento alla seguente tabella, nella quale sono evidenziati la *LGD* e il *recovery rate* ($RR=1-LGD$) associati alle diverse classi di creditori in ipotesi di fallimento e in ipotesi di esecuzione del piano di concordato preventivo descritto in precedenza:

Categoria Crediti	Causa di prelazione	Fallimento		Concordato Preventivo	
		<i>LGD</i>	<i>RR</i>	<i>LGD</i>	<i>RR</i>
Prededucibili	Prededucibili	0%	100%	0%	100%
Privilegiati	Crediti dipendenti	0%	100%	0%	100%
	Crediti professionisti	27%	73%	0%	100%
	Crediti artigiani	100%	0%	0%	100%
	Crediti degli enti di previdenza	100%	0%	0%	100%
	Crediti dell'Erario	100%	0%	0%	100%
Chirografari e postergati	-	100%	0%	85% - 92%	8% - 15%

Tabella 28 *LGD* e *recovery rate* in ipotesi di fallimento e concordato preventivo della Global Crane s.r.l.

Come si può notare dalla tabella, il piano di concordato preventivo produce gli stessi effetti (in termini di tassi di recupero) della procedura fallimentare solo per i crediti prededucibili e per quelli vantati dai dipendenti dell'impresa; tutte le altre categorie di crediti, invece, dovrebbero preferire l'opzione concordataria, che garantisce ai privilegiati il pagamento integrale (mentre in caso di fallimento il *recovery rate* risulterebbe nullo, ad eccezione dei professionisti, che comunque sarebbero destinati a subire delle perdite nella misura del 27% del credito), e ai chirografari un pagamento compreso in una forbice compresa tra l'8% e il 15%, a fronte di un rimborso nullo ($RR=0\%$) in caso di liquidazione fallimentare.

Attraverso l'implementazione del modello, quindi, appare evidente che il concordato preventivo, in termini generali, sia assolutamente preferibile rispetto al fallimento: ogni categoria di creditori, infatti, consegue in caso di concordato un *payoff* (rappresentato dal tasso di recupero) maggiore o uguale a quello conseguibile in caso di fallimento; il modello, in sostanza, potrebbe contribuire all'adozione da parte dei creditori di scelte più razionali e consapevoli in sede di votazione (e in questo caso di approvazione) della proposta di concordato. Come detto più volte, però, il fatto che a livello aggregato un'opzione di risoluzione di una crisi appaia più conveniente di un'altra non implica che essa sia preferibile per ogni singolo creditore dell'impresa; in questo caso è necessario segnalare ancora una volta ed approfondire la posizione di Banca Alfa s.p.a., che, per i motivi già citati, è stata classificata tra i chirografari, ma gode di ipoteca iscritta su un bene immobile di Universal

Group s.a.s. e proprio grazie all'escussione di tale garanzie riuscirebbe a recuperare integralmente il credito in caso di fallimento. Ciò implica evidentemente che per Banca Alfa s.p.a. l'opzione fallimentare risulta preferibile a quella concordataria, che le garantirebbe una percentuale di rimborso compresa tra l'8% e il 15%; nel caso dei creditori garantiti, come sottolineato più volte nel corso del presente lavoro, l'interesse principale è rivolto all'esistenza e alla solidità della garanzia associata al loro credito: in questo caso, il fatto che la garanzia prestata da Universal Group s.a.s. sul finanziamento (mutuo ipotecario) concesso da Banca Alfa s.p.a. alla Global Crane s.r.l. risulti "capiente" (ossia in grado di garantire il rimborso integrale del credito) implica per la banca stessa la convenienza del fallimento rispetto al concordato preventivo.

Come detto in chiusura del terzo capitolo, l'adozione del modello consente anche di affiancare l'autorità giudiziaria nel processo di omologazione di una procedura di concordato preventivo; i risultati ottenuti evidenziano chiaramente che qualora il piano di concordato avesse previsto il pagamento non integrale dei creditori privilegiati¹⁴¹, il Tribunale sarebbe stato legittimato ad applicare la regola del *cram down*, dal momento che, con l'eccezione dei dipendenti e dei professionisti, la principale procedura alternativa, ossia il fallimento, non garantirebbe alcun rimborso.

Se l'implementazione del modello può risultare particolarmente utile per l'autorità giudiziaria *ex post* (una volta che il piano di concordato è stato redatto e viene sottoposto al giudizio di omologazione), è altrettanto chiaro che una sua adozione potrebbe rivelarsi decisiva anche per i vertici aziendali *ex ante*, ossia potrebbe costituire un riferimento fondamentale per stabilire i contenuti della proposta concordataria in termini di percentuali di rimborso accordate alle diverse categorie di creditori: conoscendo con ottima approssimazione il *recovery rate* ottenibile da ogni classe di creditori, infatti, la proprietà dell'impresa avrebbe potuto formulare una proposta di concordato che prevedeva il pagamento parziale dei privilegiati, nell'ottica di una maggiore soddisfazione dei creditori chirografari che, come si può notare analizzando lo stato passivo dell'impresa, costituiscono la quota di creditori più rilevante e numerosa.

In conclusione, quindi, è possibile affermare che, alla luce dell'applicazione del modello in caso di liquidazione, la proposta concordataria presentata dalla Global Crane s.r.l. ai propri creditori appare globalmente adeguata e conveniente rispetto alla procedura fallimentare ordinaria. La convenienza relativa del concordato preventivo rispetto alla liquidazione fallimentare è determinata principalmente dal fatto che il venir meno degli impegni assunti da Tecno Salamon s.r.l. circa l'acquisizione dell'azienda e delle rimanenze, nonché dell'immobile di proprietà di Universal Group s.a.s. (cui è legato l'incasso del promesso finanziamento soci e il recupero dei crediti verso la stessa Universal Group s.a.s.) determinerebbe rilevanti ripercussioni negative sull'entità dell'attivo; anche sul fronte del passivo si avrebbero ripercussioni negative, confermate dall'applicazione del modello, causa il venir meno delle prospettate remissioni di debito e postergazioni, anch'esse condizionate all'omologazione del concordato preventivo.

5.2. Il modello nelle società di persone: il caso della Antonio Neri & C. s.n.c.

Se il caso appena analizzato è relativamente semplice a causa dell'assenza di masse immobiliari e di un sistema di garanzie complesso, il caso che verrà ora presentato, relativo alla Antonio Neri & C. s.n.c., è molto più articolato e consente di evidenziare meglio le potenzialità applicative del modello in caso di liquidazione, che, tra l'altro, è anche in grado di simulare l'impatto per i creditori della presenza di soci a responsabilità illimitata all'interno

¹⁴¹ Alla luce dell'implementazione del modello si può quindi concludere che sarebbe esistito lo spazio per una transazione fiscale *ex art. 182-ter*, ossia per il pagamento parziale dei crediti vantati dall'Amministrazione Finanziaria (che in caso di fallimento subirebbe una perdita integrale).

della compagine sociale. Attraverso l'analisi di questo caso, quindi, sarà possibile comprendere meglio, in termini operativi, la struttura logica del modello presentata in termini formali nel terzo capitolo.

5.2.1. Antonio Neri & C. s.n.c.: presentazione dell'azienda e cause della crisi

La Antonio Neri & C. s.n.c., fondata più di quarant'anni fa con sede in provincia di Modena, da Antonio Neri, affiancato nella gestione dalla moglie Carla Rossi (attualmente, come si vedrà, unica socia illimitatamente responsabile) e dai figli, ha rappresentato negli ultimi quattro decenni una società di assoluta rilevanza nel campo del commercio di prodotti ortofrutticoli. Fino a qualche anno fa la società si è contraddistinta per essere l'unica struttura imprenditoriale modenese di così ampie dimensioni (oltre 8 milioni di euro di fatturato nel 2003) con assetto proprietario di tipo privato. Dal punto di vista della struttura proprietaria del capitale sociale, l'impresa si è sempre caratterizzata per aver mantenuto un assetto proprietario di carattere familiare, nonostante il raggiungimento dei volumi d'affari notevoli appena accennati; la compagine societaria, dopo il decesso del socio fondatore Antonio Neri nel mese di novembre 2006, è attualmente costituita unicamente dalla signora Carla Rossi, socio e liquidatore della società in conseguenza alla decisione di scioglimento e messa in liquidazione assunta nel febbraio 2007, determinata dalla crisi le cui cause saranno ora approfondite.

Dal punto di vista economico e imprenditoriale, se il mercato europeo e quello d'Oltreoceano hanno sempre rappresentato i principali bacini dell'attività di commercializzazione dell'impresa, la grande distribuzione è sempre stata la primaria tipologia di cliente. Nel marzo del 2004, tuttavia, all'attività più tradizionale di compravendita di prodotti ortofrutticoli la direzione ha deciso di sostituire l'attività di logistica, stoccaggio e frigoconservazione per le grandi multinazionali del settore agroalimentare, impresa svolta, a decorrere dall'agosto 2004, in affitto d'azienda da parte della *new-co*, appositamente costituita per dare corso al piano di rilancio del gruppo, denominata XYZ s.r.l., società le cui quote di partecipazione sono oggi di proprietà della società Immobiliare AB s.r.l.. L'impresa si è sempre caratterizzata, quanto al ramo del commercio di prodotti ortofrutticoli, per un andamento ciclico dei ricavi, contraddistinto da una fase naturale di accentuata contrazione dei volumi delle vendite nei mesi da marzo a maggio e da un successivo marcato incremento delle stesse nei mesi da giugno a novembre; in conseguenza di ciò la società ha sempre risentito, per evidenti ragioni oggettive di struttura, di frequenti e considerevoli oscillazioni nei flussi di cassa, che hanno determinato situazioni temporanee di illiquidità. Negli ultimi anni, tuttavia, il concomitante sopraggiungere di alcuni fattori scatenanti (che saranno descritti tra poco) ha contribuito ad accentuare, quanto alla frequenza ed alla intensità, le fisiologiche fasi di illiquidità a tal punto che la società si è trovata a dover affrontare uno stato di crisi senza precedenti. In particolare, attraverso un'analisi dell'evoluzione dei bilanci dell'impresa e del piano di ristrutturazione dei debiti allegato al ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, si evince chiaramente come la crisi della Antonio Neri & C. s.n.c. sia riconducibile a tre punti di debolezza della politica industriale e finanziaria che ha contraddistinto in passato la società, che saranno ora analizzati puntualmente.

a) *Realizzo di ingenti investimenti di struttura solo in parte finanziati mediante il ricorso all'indebitamento a medio e lungo termine.*

Sotto il profilo patrimoniale, appare evidente la presenza di una realtà aziendale di consistenti dimensioni, caratterizzata sia da una crescita esponenziale degli investimenti nell'ambito di un mercato quale quello dell'ortofrutta che ha diversamente registrato, in tempi recenti, una delle peggiori fasi di recessione degli ultimi decenni, sia da un eccessivo indebitamento a breve nei confronti del sistema bancario. A partire dal 1998, infatti, l'impresa ha sostenuto ingenti spese in conto capitale connesse all'acquisto di unità immobiliari di carattere agro-industriale funzionali all'attività di refrigerazione, che, se da un lato hanno creato occupazione ed indotto,

dall'altro hanno comportato un forte drenaggio della liquidità aziendale: immediate infatti sono state le ripercussioni negative sui margini di profitto della società, soprattutto in conseguenza dell'alta incidenza degli oneri finanziari derivanti dalla gestione relativa ai debiti bancari a breve termine. Il realizzo dei notevoli investimenti di struttura è stato infatti solo parzialmente (nella misura del 40%) finanziato mediante il corretto ricorso all'indebitamento a lungo termine: da ciò ne è conseguito un forzato ricorso all'indebitamento a medio e a breve termine, che ha determinato un incremento dell'incidenza degli oneri finanziari e quindi una progressiva erosione dei margini operativi. Tutto ciò ha condotto la società ad una situazione di costante esborso finanziario e di elevata imprevedibilità dei flussi di cassa (determinata dall'incremento della volatilità degli utili netti generato dall'aumento del rapporto di indebitamento), che a sua volta ha spinto gli istituti di credito ad aumentare i tassi d'interesse sugli affidamenti concessi. L'appesantimento degli oneri bancari, aggravando ulteriormente la già precaria situazione della Antonio Neri & C. s.n.c., non ha fatto altro che innescare una reazione a catena che ha condotto la società, nell'ambito di una spirale vorticoso, alla situazione di estrema difficoltà finanziaria ed economica che ha spinto i vertici aziendali a chiedere l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, dopo avere già tentato, nel 2004, di giungere con il ceto creditorio ad un concordato stragiudiziale, che però non ha trovato il consenso della totalità dei creditori (in particolare di alcuni istituti di credito e di alcuni importanti fornitori) ed è quindi naufragato.

b) Mancato sviluppo in termini di fatturato e fattori climatici negativi.

Alla base dello stato di crisi che ha colpito la società è necessario segnalare anche il mancato sviluppo aziendale in termini di fatturato, se rapportato agli ingenti investimenti a cui si è appena fatto riferimento, in un mercato in forte contrazione caratterizzato da un'indiscussa aleatorietà del fattore climatico, che negli ultimi anni dell'attività di commercializzazione di prodotti ortofrutticoli ha inciso in modo molto significativo anche e soprattutto sulla determinazione dei prezzi di acquisto e di vendita dei prodotti stessi; a tal proposito le annate del 2002 e del 2003 hanno manifestato un andamento fortemente condizionato da fattori climatici sfavorevoli, che saranno ricordati tra i peggiori della storia nelle statistiche meteorologiche. Le gelate primaverili e le ondate di freddo intenso, unite alle violente e frequenti grandinate abbattutesi nel modenese, hanno infatti determinato una drastica riduzione delle potenzialità produttive dei fruttiferi, soprattutto nei principali bacini di raccolta del prodotto di punta per l'impresa, ossia le pere; le pessime condizioni atmosferiche hanno inoltre determinato difficoltà nella conservazione di tutte le varietà di pere, che hanno reso estremamente difficoltoso il collocamento di un prodotto che per la Antonio Neri & C. s.n.c. ha sempre assunto il carattere di prodotto speculativo. La situazione di crisi delle pesche e delle nettarine ha inoltre spinto la direzione commerciale della Neri s.n.c. a scegliere di non affrontare nel corso del 2004 la campagna acquisti dei suddetti prodotti, che si è dimostrata estremamente negativa per la maggioranza degli operatori del settore. La difficoltà nel reperimento del prodotto con le caratteristiche qualitative richieste dal *target* di clientela abitualmente servita ha pertanto determinato un repentino calo delle quantità commercializzate, con evidente riduzione del fatturato, nonostante gli ingenti investimenti sostenuti dall'impresa e menzionati nel punto a).

c) Acquisto di prodotti a prezzi superiori rispetto alla concorrenza.

La terza principale causa della crisi è certamente riconducibile agli acquisti di merce avvenuti negli ultimi anni a prezzi più alti rispetto alla concorrenza, stante la carenza di liquidità già menzionata in precedenza che ha costretto la società, in sede di approvvigionamento del prodotto, a formulare nei confronti dei fornitori richieste di lunghe dilazioni di pagamento, le quali hanno finito per incidere pesantemente sul prezzo di acquisto stesso, riducendo evidentemente la forbice di redditività della commercializzazione (nonostante gli effetti potenzialmente benefici in termini di variazione del circolante). Non disponendo delle risorse

finanziarie necessarie per l'acquisto di prodotti ortofrutticoli attraverso congrui pagamenti in acconto sulle consegne future, la società è stata, infatti, costretta, negli ultimi anni, a chiedere ai fornitori pagamenti a 90-120 giorni data consegna, con la conseguenza che la società stessa non ha potuto più godere degli sconti tipici del settore (15-20% del prezzo di acquisto) che i produttori concedono in caso di pagamento di acconti sulla fornitura (nella misura variabile tra il 20% e il 40% del prezzo complessivo della merce). L'impossibilità di garantire ai fornitori gli acconti "prenotando" la frutta fin dall'origine ha inoltre imposto alla Antonio Neri & C. s.n.c. di ricorrere agli acquisti della stessa dalle cooperative e da altri concorrenti, e pertanto a prezzi notevolmente più alti rispetto ai produttori. L'impresa, in considerazione della forte concorrenza dettata dai grandi produttori mondiali, non ha inoltre potuto ribaltare quest'incremento dei prezzi di acquisto sui prezzi di vendita, con ovvie ripercussioni negative sui margini di contribuzione unitari. A tutto questo, nell'ultimo decennio, si è affiancata la sempre più difficile coesistenza, nel settore di riferimento, delle imprese private lucrative (come appunto la Antonio Neri & C. s.n.c.) e delle società cooperative, che, avendo la facoltà di trasferire sul produttore gran parte del rischio delle oscillazioni del mercato ("tecnica del conferimento del prodotto"): tutto ciò, ovviamente, non ha fatto altro che rendere ancora più difficoltosa la competizione dell'impresa con i concorrenti e quindi la permanenza della stessa sul mercato.

La combinazione di questi tre principali punti di debolezza nella politica industriale e finanziaria dell'impresa ha determinato una palese inadeguatezza del ciclo produttivo-commerciale a creare ricchezza e reddito, che nel corso degli anni ha condotto ad una contrazione dei margini di profitto, portando ad una perdita d'esercizio sia nel biennio 2003-2004 sia nei primi mesi del 2005, generando una forte crisi di liquidità senza precedenti nella storia della società.

Tale crisi ha generato nel *management* la consapevolezza della necessità di un deciso processo di riconversione produttiva, che si è concretizzato, come già accennato, nell'abbandono di quella parte di commercializzazione di tipo speculativo altamente rischiosa e non più redditizia e nello sviluppo di una nuova e diversa attività caratterizzata da flussi finanziari certi e programmabili, quale quella della refrigerazione e della logistica nel settore dei prodotti ortofrutticoli e di quelli più in generale dell'agroalimentare.

5.2.2. La crisi in termini quantitativi: l'analisi di bilancio (2004-2006)

Il fatto che la Antonio Neri & C. s.n.c. come già detto, a partire dal 2004 abbia deciso di abbandonare il *core business* tradizionale, rappresentato dalla commercializzazione di prodotti ortofrutticoli, per intraprendere una nuova attività consistente nello stoccaggio e nella frigoconservazione di prodotti alimentari in genere, rende di fatto scarsamente significativo (se non addirittura inutile) presentare l'evoluzione degli indici di bilancio degli ultimi esercizi; ciò è evidente, a maggior ragione, se si considera che il piano di concordato, come si vedrà nel prossimo paragrafo, prevede che la nuova attività venga svolta attraverso l'affitto d'azienda da parte della XYZ s.r.l. per un periodo di cinque anni. Per questi motivi i dati compresi negli ultimi bilanci della Antonio Neri & C. s.n.c. devono essere attentamente interpretati alla luce di queste considerazioni di fondo, per evitare di trarre conclusioni affrettate e non contestualizzate. Dal momento in cui i vertici aziendali hanno optato per la riconversione produttiva sopra menzionata, l'impresa ha progressivamente abbandonato l'attività di commercializzazione, ed infatti, al momento della presentazione della domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo (approvata dalla riunione dei soci tenutasi nel marzo 2007), non svolgeva direttamente alcuna attività commerciale, limitandosi a percepire gli affitti derivanti dal contratto di affitto d'azienda e quelli relativi agli immobili concessi in locazione alla stessa affittuaria XYZ s.r.l.. A partire dalla fine del 2004, quindi, l'attività gestoria è stata sostanzialmente limitata alla conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale, essendo già venuta meno, di fatto, la prospettiva della continuazione dell'attività d'impresa in capo alla società. In questo senso è possibile comprendere

l'evoluzione del fatturato, che dal 2004 al 2005 passa da oltre due milioni di euro a 400.000 euro, proprio a seguito dell'abbandono dell'attività di commercializzazione, confermato dall'assenza, a partire dal bilancio 2005 di acquisto di merci.

Per questi motivi non ha senso prendere in considerazione gli indici di redditività (come il ROI o il ROE) dell'impresa, che tra l'altro risultano pesantemente negativi già a partire dai primi anni del nuovo secolo, a conferma della crisi del settore di appartenenza e dell'ormai palese incapacità dell'impresa di competere sul mercato in modo efficace. In questa sede, invece, può essere interessante presentare alcuni indici di solidità e di liquidità, che, consentendo di cogliere in termini quantitativi l'evoluzione della struttura finanziaria e patrimoniale dell'impresa, evidenziano in termini numerici da una parte il progressivo abbandono dell'attività d'impresa e, dall'altra, alcune tra le criticità che hanno portato i vertici aziendali a chiedere l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, nel tentativo di evitare la liquidazione fallimentare e garantire ai creditori tassi di recupero più alti ed anche la possibilità in futuro di intrattenere, in caso di sopravvivenza dell'impresa, contatti commerciali con la stessa.

La tabella seguente raccoglie tali indici, che fanno riferimento al periodo compreso tra il 2004, anno in cui si manifesta l'abbandono dell'attività tradizionale, e il 2006, ultimo bilancio a disposizione:

Indice	Formula	2004	2005	2006
Elasticità dell'attivo	$\frac{\text{Attività correnti}}{\text{Attività totali}}$	0,32	0,12	0,13
Elasticità del passivo	$\frac{\text{Passività correnti}}{\text{Passività totali}}$	0,55	0,51	0,60
Indipendenza da terzi	$\frac{\text{Patrimonio netto}}{\text{Pass.Consolidate} + \text{Pass.Correnti}}$	- 0,48	- 0,60	- 0,62
Liquidità primaria	$\frac{\text{Liq.imm.} + \text{Liq.diff.}}{\text{Passività correnti}}$	0,28	0,09	0,08
ROD	$\frac{\text{Oneri finanziari}}{\text{Capitale di terzi oneroso}}$	7,85%	5,03%	5,81%

Tabella 29 Principali indici di bilancio della Antonio Neri & C. s.n.c.

Come si può notare, l'indice di elasticità dell'attivo risultava già molto ridotto nel 2004, in conseguenza degli ingenti investimenti immobiliari sostenuti in passato dall'impresa già menzionati in precedenza (e definiti come una delle cause principali della crisi); l'ulteriore riduzione dell'indice che si registra nei due esercizi successivi deriva dalla drastica riduzione delle rimanenze finali e dei crediti verso clienti, ovvia conseguenza dell'abbandono dell'attività di commercializzazione.

L'indice di elasticità del passivo, invece, assume valori intermedi, che evidenziano una scelta ponderata delle modalità di finanziamento esterno da parte dell'impresa, ma scarsamente in linea con la struttura dell'attivo appena analizzata; a fronte di un attivo molto rigido, composto in larga parte da immobilizzazioni materiali, l'impresa avrebbe infatti dovuto optare per una struttura del passivo più rigida. Anche in questo caso i dati confermano che una delle cause della crisi è sicuramente riconducibile al fatto che gli ingenti investimenti immobiliari effettuati a partire dal 1998 sono stato finanziati in misura insufficiente attraverso debiti a medio e lungo termine, ossia ad una mancanza di coerenza tra tipologia di investimento e

modalità di finanziamento: a fronte di un indice di elasticità dell'attivo così ridotto ci si sarebbe aspettati, infatti, un indice di elasticità del passivo altrettanto ridotto, che invece non traspare dall'analisi degli ultimi bilanci.

A livello di struttura finanziaria, è sufficiente prendere in considerazione l'indice di indipendenza da terzi per comprendere come l'impresa sia stata già a partire dal 2004 assolutamente dipendente dai finanziamenti esterni, essendo il patrimonio netto negativo già a partire dai primi anni del nuovo millennio, a causa delle pesanti perdite d'esercizio subite (anche a causa delle condizioni climatiche sfavorevoli già menzionate in precedenza). La difficoltà di fare fronte alle obbligazioni correnti è confermata anche dal valore e dalla dinamica dell'indice di liquidità primaria, che tra l'altro si riduce ulteriormente dal 2004 al 2005 (a causa della riduzione drastica dei crediti commerciali); valori così contenuti dell'indice evidenziano la sostanziale incapacità dell'impresa di fare fronte ai debiti correnti con attività prontamente liquidabili e quindi confermano una crisi di liquidità palese, che inevitabilmente ha condotto all'insolvenza.

Un ultimo indice molto interessante da analizzare è rappresentato dal ROD, che esprime il costo reale dell'indebitamento per l'impresa; come si può notare, l'indice non assume valori eccessivamente elevati (anzi si riduce con l'abbandono dell'attività di commercializzazione), che confermano come la crisi abbia un'origine prevalentemente economica e industriale e non derivi da un costo del debito eccessivo derivante dalle scelte finanziarie dell'impresa (che, comunque, non sono del tutto coerenti dal punto di vista della composizione, come già detto in sede di commento dell'indice di elasticità del passivo).

5.2.3. Il contenuto del piano di concordato preventivo della Antonio Neri & C. s.n.c.

Analogamente a quanto fatto nel caso della Global Crane s.r.l., prima di procedere all'applicazione del modello di valutazione in caso di liquidazione, per valutare l'effettiva convenienza dell'opzione concordataria rispetto alla principale alternativa (rappresentata appunto dal fallimento) è necessario descrivere brevemente i contenuti e gli obiettivi del piano di concordato preventivo presentato dai vertici aziendali in termini di soddisfacimento del ceto creditorio. Prima di evidenziare puntualmente il contenuto della proposta concordataria in termini di azioni da intraprendere, è opportuno innanzitutto evidenziare la proposta formulata ai creditori, che, in estrema sintesi, può essere così schematizzata:

- a) **Pagamento integrale dei creditori privilegiati, dei crediti prededucibili e delle spese di giustizia.**
- b) **Pagamento** nella percentuale del **40%** dei **creditori privilegiati "incapienti"** muniti di privilegio "inefficace" (creditori ipotecari muniti di ipoteca inefficace e di privilegio mobiliare incapiente su beni inesistenti).
- c) **Pagamento** nella percentuale ricompresa in una forbice oscillante **tra il 15% ed il 25%** dei **creditori chirografari.**
- d) **Pagamento** nella percentuale del **2%** dei **fideiussori eseguiti.**
- e) **Pagamento** nella percentuale dell'**1%** dei **fideiussori escussi e postergati.**
- f) Distribuzione a favore dei creditori delle somme eventualmente residuanti dopo il pagamento delle percentuali sopra prospettate con riguardo alle classi di cui alle lettere b), d) ed e) e della percentuale del 25% in relazione alla classe c).

Come si può notare, la proposta passa attraverso la formazione di classi distinte di creditori e prevede (ai sensi dell'art. 160 lett. d della legge fallimentare) trattamenti differenziati tra

creditori appartenenti a classi diverse, che, a detta dei redattori del piano di concordato, consentono “*un più equo trattamento per tutti i creditori impedendo situazioni di macroscopica iniquità a favore di alcuni di questi (i privilegiati definiti “incapienti” e quelli muniti di una causa legittima di prelazione “inefficace”) ed a danno dei creditori privilegiati*”. Le modalità attraverso le quali la società intende concretizzare la proposta concordataria appena presentata possono essere sintetizzate sulla base dei seguenti cinque punti cardine:

1) Liquidazione dell'intero patrimonio immobiliare (in linea con l'obiettivo più generale del ridimensionamento degli investimenti immobiliari) da attuare mediante la vendita di tutti i cespiti immobiliari, ed in particolare attraverso la dismissione dei due immobili di proprietà, ad un corrispettivo non inferiore, rispettivamente, a 2,3 e 11,7 milioni di euro. L'obiettivo di tale liquidazione immobiliare è il progressivo spostamento dell'intera attività di stoccaggio e refrigerazione in un modernissimo stabilimento, ubicato in posizione centrale rispetto ai grandi centri di consumo.

2) Abbandono dell'attività più tradizionale di commercializzazione di prodotti ortofrutticoli in considerazione delle difficoltà insorte nel mercato di questi prodotti (ampiamente descritte nella descrizione delle cause della crisi) e l'esercizio esclusivo, da svolgere attraverso l'affitto d'azienda per un periodo di cinque anni da parte della società XYZ s.r.l., le cui quote appartengono al socio unico Immobiliare AB s.r.l., dell'attività di stoccaggio, frigoconservazione e logistica di prodotti alimentari in genere. Al riguardo occorre evidenziare che, come già evidenziato in precedenza, in data 26 ottobre 2005 la Antonio Neri & C. s.n.c. ha sottoscritto con la XYZ s.r.l. un contratto di affitto d'azienda in base al quale l'affittuaria si è obbligata a corrispondere alla Antonio Neri un canone annuo di 50.000 € (analogamente la Antonio Neri ha anche stipulato con la XYZ s.r.l. due distinti contratti di locazione commerciale aventi ad oggetto le due consistenze immobiliari agroalimentari di cui sopra).

3) Cessione dell'azienda alla XYZ s.r.l. al termine dell'affitto (che, come detto, ha durata quinquennale), sulla base della proposta irrevocabile di acquisto già fatta pervenire alla Antonio Neri & C. s.n.c., da effettuarsi entro la fine del 2011. Tale proposta irrevocabile, naturalmente, è sospensivamente condizionata al passaggio in giudicato della sentenza di omologazione del concordato preventivo (oltre che alla vigenza ed operatività dei sopraindicati contratti di locazione commerciale). La proposta di acquisto prevede il pagamento di un corrispettivo di 300.000 € da corrispondersi per la metà entro e non oltre dieci giorni dal provvedimento di ammissione della società alla procedura di concordato preventivo, e per la metà residua contestualmente all'atto di trasferimento definitivo dell'azienda.

4) Cessione dei beni aziendali non ricompresi nell'affitto d'azienda e non più funzionali allo svolgimento del nuovo *core business* aziendale (attività di stoccaggio e refrigerazione), da realizzarsi entro la fine del 2007, dalla quale si prevede di incassare un corrispettivo di 140.000 €.

5) Incasso di crediti commerciali e di crediti diversi, utilizzo del credito IVA in compensazione tributaria, incasso dei pegni rilasciati e utilizzo delle disponibilità liquide; da queste operazioni l'impresa prevede di incassare un corrispettivo totale pari a 775.492,37 €.

Sulla base di queste cinque operazioni, i vertici della Antonio Neri & C. s.n.c. fondano un piano di concordato preventivo avente carattere prettamente liquidatorio, ancorchè, come sottolineato nella domanda di ammissione alla procedura, “*la continuazione dell'attività*”

d'impresa in capo alla XYZ s.r.l. per la durata di un quinquennio consenta di affermare che il piano prospettato ha nondimeno natura conservativa del valore dell'azienda, prefiggendosi quell'obiettivo di dar corso ad un risanamento oggettivo dell'impresa che prescinde da quello soggettivo dell'imprenditore".

5.2.4. Applicazione del modello in ipotesi di liquidazione e interpretazione dei risultati

Anche nel caso della Antonio Neri & C. s.n.c., per illustrare i risultati ottenuti mediante l'implementazione del modello in caso di liquidazione è innanzitutto necessario evidenziare la situazione di partenza, ossia la rilevanza e la composizione dello stato attivo e di quello passivo.

Per quanto riguarda lo stato attivo, la disponibilità di perizie di stima in merito al presunto valore di realizzo dei cespiti in sede fallimentare ha consigliato di affiancare al valore contabile quello di realizzo, che esprime quanto effettivamente è possibile ricavare dall'alienazione dei cespiti iscritti nell'attivo patrimoniale; la composizione dello stato attivo dell'impresa al momento considerato rilevante ai fini della valutazione (31 gennaio 2007) può essere sintetizzata nella seguente tabella:

		Valore contabile	Presunto valore di realizzo	a garanzia per crediti propri	a garanzia per crediti di terzi
Attivo Circolante	crediti	317.615,55	317.615,55	-	400.000,00
	magazzino	4.386,00	-	-	-
	Totale Attivo Circolante	322.001,55	317.615,55	-	400.000,00
	impianti	1.467.901,65	69.279,25	-	-
	costruzioni leggere	1.571,63	935,00	-	-
	macchine ufficio elettroniche	6.899,50	4.396,20	-	-
	mobili e arredi	7.458,71	4.972,50	-	-
	macchine e attrezzi	37.766,76	156.331,15	-	-
	immobili industriali	5.627.941,41	12.917.273,95	10.705.934,22	-
	automezzi	3.530,84	20.398,00	-	-
	software	669,09	-	-	-
	Totale Attività		13.491.201,60		
	Totale Attività a copertura di proprie passività		13.091.201,60		

Tabella 30 Composizione sintetica dello stato attivo della Antonio Neri & C. s.n.c.

Come si può notare dalla tabella, a differenza di quanto visto nel primo caso, relativo alla Global Crane s.r.l., la Antonio Neri & C. s.n.c. annovera tra le proprie attività un rilevante patrimonio immobiliare, costituito da due immobili industriali il cui valore di realizzo è nettamente superiore al valore contabile; allo stesso tempo, però, la tabella evidenzia

chiaramente come una quota rilevante di tali immobili (oltre l'80%) costituisca oggetto di garanzia per crediti dell'impresa. La garanzia concessa a favore di terzi, invece, fa riferimento al pegno rilasciato a favore di Gold Assicurazioni per le prestazioni da queste assicurate con garanzia fideiussoria a favore di Buona Frutta s.c.a.r.l.. Per quanto riguarda le rimanenze finali, invece, coerentemente con quanto segnalato nella relazione del professionista ex art. 161 c.3 della legge fallimentare, si è ritenuto opportuno in via prudenziale non attribuire loro alcun valore, considerando anche la loro modesta entità.

Una volta definito l'ammontare e la composizione dello stato attivo, anche nel caso della Antonio Neri & C. s.n.c., per comprendere la rilevanza e la struttura dei debiti dell'impresa è necessario concentrarsi sullo stato passivo, che è sintetizzato nella tabella seguente:

Categoria Credito	Tipo Creditore	Debito residuo linea capitale	Garanzie reali				Garanzie personali			Composizione stato passivo			
			beni di proprietà	beni di terzi	beni soci resp illim	beni soci resp lim	terzi	soci resp illim	soci resp lim	Stato passivo totale	di cui: Debito secured		di cui: Debito con garanzia personale
										con beni di propr.	con beni esterni	Totale debito secured	
privilegiato	Banche e Finanziarie	10.452.370	10.452.370	-	-	-	-	-	45,77%				
	Fornitori	4.260.443	253.564	-	-	-	720.000	-	18,65%				
	Totale	15.541.668	10.705.934	-	-	-	720.000	-	68,05%	46,88%		46,88%	3,15%
	Dipendenti	36.116	-	-	-	-	-	-	0,16%				
	Erario ed Enti previdenziali	632.739	-	-	-	-	-	-	2,77%				
	Creditori diversi	160.000	-	-	-	-	-	-	0,70%				
chirografario	Banche e Finanziarie	5.067.228	-	-	274.200	-	-	9.107.797	22,19%				
	Fornitori	2.230.314	-	-	-	-	-	-	9,77%				
	Totale	7.297.542	-	-	274.200	-	-	9.107.797	31,95%		1,20%	1,20%	39,88%
	Dipendenti								0,00%				
	Erario ed Enti previdenziali								0,00%				
	Creditori diversi								0,00%				
Totale creditori	Banche e Finanziarie	15.519.598	10.452.370	-	274.200	-	-	9.107.797	67,95%	45,77%	1,20%	46,97%	39,88%
	Fornitori	6.490.757	253.564	-	-	-	720.000	-	28,42%	1,11%		1,11%	3,15%
	Totale	22.839.209	10.705.934	-	274.200	-	-	9.827.797	100,00%	46,88%	1,20%	48,08%	43,03%
	Dipendenti	36.116	-	-	-	-	-	-	0,16%				
	Erario ed Enti previdenziali	632.739	-	-	-	-	-	-	2,77%				
	Creditori diversi	160.000	-	-	-	-	-	-	0,70%				

Tabella 31 Composizione dello stato passivo della Antonio Neri & C. s.n.c

Come si può evincere dalla tabella, la situazione è molto differente da quella vista nel primo caso, poiché oltre la metà dei crediti ammessi allo stato passivo è rappresentata da crediti privilegiati; allo stesso tempo è necessario sottolineare come il sistema delle garanzie reali sia piuttosto complesso, dal momento che esistono sia garanzie reali interne (esclusivamente ipoteche su i due immobili di proprietà della società) sia garanzie personali prestate dall'unico socio illimitatamente responsabile (Carla Rossi). In primo luogo è necessario simulare l'escussione delle garanzie reali interne (ipoteche su beni aziendali); a questo proposito è necessario ricordare che, non esistendo crediti assistiti da privilegi speciali anteriori all'ipoteca, il valore di realizzo a disposizione dei creditori ipotecari coincide con il valore di realizzo iniziale degli immobili (impiegando la terminologia utilizzata nel terzo capitolo, $I_i^{10}=I_i$). La tabella che segue evidenzia l'escussione delle ipoteche sui due beni immobili di proprietà da parte dei creditori garantiti, con indicazione del valore escusso e dell'eventuale valore residuo degli immobili che confluisce nella massa immobiliare residua (*MIR*):

id Immobilie	Gradi Ipoteca	TipoMassa	Tipo Garanzia	Valore di realizzo	Ammontare dovuto x seniority			Ammontare pagato	Valore escusso	Valore residuo asset	Debito residuo	
					Creditori azienda		Totale ammontare dovuto per seniority					
					Ammontare dovuto per debiti azienda	id Credito Azienda		Creditore			Ammontare pagato per debiti azienda	Debito residuo azienda
A1	1	Immobilie	ipoteca	2.181.280	2.104.527	C92	Banca Z s.p.a.	2.104.527	2.104.527	2.104.527	76.753	-
	2	Immobilie						-	-	-	-	-
	3	Immobilie						-	-	-	-	-
	4	Immobilie						-	-	-	-	-
	5	Immobilie						-	-	-	-	-
A2	1	Immobilie	ipoteca	10.735.994	8.347.843	C112	Banca X-Banca Y/finanziar. in pool	8.347.843	8.347.843	8.347.843	2.388.151	-
	2	Immobilie	ipoteca	2.388.151	253.564	C157	Fornitore 75	253.564	253.564	253.564	2.134.587	-
	3	Immobilie						-	-	-	-	-
	4	Immobilie						-	-	-	-	-
	5	Immobilie						-	-	-	-	-

Tabella 32 Simulazione dell'escussione delle garanzie reali interne (Antonio Neri & C. s.n.c.)

Come si può notare, i tre crediti garantiti sugli immobili aziendali trovano piena soddisfazione mediante l'escussione delle relative garanzie, poiché il valore di realizzo degli immobili è, in tutti i casi, superiore rispetto all'ammontare dei crediti vantati nei confronti dell'impresa; questo implica che al termine del processo di escussione gli immobili presentano un valore residuo positivo (pari a 2.211.340 €) che, come si vedrà nella tabella relativa al riparto della massa immobiliare *unsecured*, costituirà l'ammontare a disposizione dei creditori con privilegio sulla massa mobiliare eventualmente rimasti insoddisfatti dopo il riparto della massa mobiliare.

A questo punto è necessario simulare l'escussione delle garanzie personali prestate dall'unico socio a responsabilità illimitata attraverso la seguente tabella, che dimostra chiaramente come tale escussione garantisca a tutti i creditori interessati il recupero integrale del credito, essendo il valore di iscrizione della garanzia sempre superiore all'ammontare del credito residuo garantito dalla garanzia personale dopo l'escussione delle garanzie reali eventualmente associate al credito stesso:

id Garanzia Personale	TipoGaranzia	Tipo Garante	Nome Garante	Valore iscrizione garanzia	id Credito garantito	Creditore garantito	Debito garantito iniziale	Debito garantito post escussione garanzie reali immobiliari	Valore di escussione
GP1	Fidejussione	soci resp illimitata	Carla Rossi	1.300.000	C34	Banca G s.c.a.r.l.	318.724	318.724	318.724
GP2	Fidejussione	soci resp illimitata	Carla Rossi	1.300.000	C35	Banca G s.c.a.r.l.	924.560	924.560	924.560
GP3	Fidejussione	soci resp illimitata	Carla Rossi	542.500	C30	Banca F s.p.a.	121.237	121.237	121.237
GP4	Fidejussione	soci resp illimitata	Carla Rossi	542.500	C31	Banca F s.p.a.	444.193	444.193	444.193
GP5	Fidejussione	soci resp illimitata	Carla Rossi	720.000	C32	Banca A s.p.a.	203.225	203.225	203.225
GP6	Fidejussione	soci resp illimitata	Carla Rossi	1.807.599	C29	Banca B s.p.a.	151.471	151.471	151.471
GP7	Fidejussione	soci resp illimitata	Carla Rossi	3.615.198	C161	Banca E s.p.a.	516.107	516.107	516.107

Tabella 33 Simulazione dell'escussione delle garanzie personali (Antonio Neri & C. s.n.c.)

Una volta presentata la situazione iniziale relativa all'ammontare e alla composizione dello stato attivo e di quello passivo, nonché al sistema delle garanzie (personali e reali), è possibile procedere alla stima del valore del capitale netto in ipotesi di liquidazione, facendo affidamento alla seguente tabella che, come nel caso della Global Crane s.r.l., riprende la procedura descritta nel § 3.2:

STATO ATTIVO (€)		STATO PASSIVO (€)	
Valore di liquidazione delle attività	13.491.202	Spese prededucibili	160.000
Valore di escussione del patrimonio dei soci illimitatamente responsabili	547.355	Valore dei debiti e degli altri <i>claim</i> finanziari e operativi	22.679.209
Valore di escussione delle garanzie reali e personali di terzi	2.953.717	Valore delle garanzie personali e reali prestate dall'impresa a terzi	209.079
Stato Attivo "allargato" (1)	16.992.274	Stato Passivo con spese prededucibili (2)	23.048.288
$E_{LIQ} = (1) - (2) = 16.992.274 - 23.048.288 = -6.056.014 \text{ € (LGD in valore)}$			

Tabella 34 Stima del valore del capitale netto in ipotesi di liquidazione (Antonio Neri & C. s.n.c.)

Come si può notare dalla tabella, anche nel caso della Antonio Neri & C. s.n.c. il valore del capitale netto in ipotesi di liquidazione (E_{LIQ}) risulta pesantemente negativo, e conferma la situazione patrimoniale critica dell'impresa. In particolare, la procedura di calcolo evidenziata nella Tabella 34 dimostra come ciò non sia dovuto tanto al valore di liquidazione esiguo delle attività (considerando anche la presenza di due immobili industriali), quanto piuttosto all'ammontare considerevole di debiti, soprattutto nei confronti degli istituti di credito. In questa sede è opportuno ricordare che, nello stato passivo, la garanzia prestata a terzi fa sempre riferimento al pegno vantato da Gold Assicurazioni già citato in precedenza.

Per quanto riguarda invece le modalità di calcolo del valore di escussione del patrimonio del socio illimitatamente responsabile si rimanda alla Tabella 37, presentata al termine della simulazione del processo di ripartizione fallimentare; il valore di escussione delle garanzie ricevute (la terza componente per la stima dello stato attivo "allargato") fa invece riferimento esclusivo alla sommatoria dei valori di escussione delle garanzie personali prestate dal socio illimitatamente responsabile, che sono già state riassunte nella Tabella 33.

Una volta evidenziato il valore del capitale netto in ipotesi di liquidazione, per apprezzare la distribuzione delle perdite tra i vari creditori è necessario procedere alla presentazione del processo di riparto della massa mobiliare della Antonio Neri & C. s.n.c., il cui ammontare iniziale corrisponde alla sommatoria dei singoli beni mobili ad eccezione del credito vantato verso Gold Assicurazioni che, costituendo oggetto di pegno, è stato interamente escusso in sede di escussione delle garanzie reali; tale ammontare iniziale comprende quindi anche il credito di regresso vantato nei confronti di Gold Assicurazioni (pari all'ammontare del credito oggetto di garanzia¹⁴², ossia pari a 209.079 €, già indicato nella stimadi E_{LIQ}).

La tabella sottostante evidenzia in termini analitici la simulazione del processo di riparto della massa mobiliare, con indicazione della *LGD* relativa ad ogni singola categoria di creditori:

¹⁴² Il credito di regresso in questo caso coincide con l'ammontare del credito oggetto di garanzia poiché il debito di Gold Assicurazioni è di ammontare maggiore (400.000 €).

Numero Privilegio Mobiliare	Gradi Privilegio Mobiliare	Causa di prelazione	Categoria Creditori	Valore massa mobiliare	Ammontare dovuto per ordine di privilegio	Riparto			LGD	Collocazione sussidiaria su beni immobili	
						Ammontare pagato	Valore residuo massa mobiliare	Debito residuo per ordine di privilegio			
0	0	prededucibili massa mobiliare	spese di procedura	573.928	160.000	160.000	413.928	-	0%		
1	1	privilegio speciale ex art. 2775 C.C.	spese di giustizia per atti conservativi	413.928	-	-	413.928	-			
2	2	privilegio speciale ex art. 2781 e 2777 u.c. C.C.	privilegio speciale da preferire per legge al pegno	413.928	-	-	413.928	-			
3	3	privilegio speciale ex art. 2784 C.C.	crediti garantiti da pegno	413.928	-	-	413.928	-			
4	4	privilegio speciale ex art. 548,552,565,1023 1024 Codice Navigazione	crediti diversi con privilegio speciale ex Codice della Navigazione	413.928	-	-	413.928	-			
5	5	privilegio generale ex art. 2751 bis c.1) C.C.	retribuzioni di lavoro subordinato	413.928	36.116	36.116	377.812	-	0%	11	
6	6	privilegio generale ex art. 2751 bis c.2) C.C.	retribuzioni dei professionisti	377.812	1.156.912	377.812	-	779.099,62	67%	14	
7	6	privilegio generale ex art. 2751 bis c.3) C.C.	provvigioni dell'agente	-	-	-	-	-		15	
8	7	privilegio generale ex art. 2751 bis c.4) C.C.	crediti del coltivatore diretto	-	939.603	-	-	939.602,69	100%	15	
9	7	privilegio generale ex art. 2751 bis c.5) C.C.	crediti dell'impresa artigiana e delle società od enti cooperativi di	-	74.379	-	-	74.379,09	100%	15	
10	8	privilegio generale ex art. 2751 bis c.5 bis) C.C.	crediti delle società cooperative agricole	-	730.507	-	-	730.507,27	100%		
11	9	privilegio generale ex art. 2751 bis c.5 ter) C.C.	crediti delle imprese fornitrici di lavoro temporaneo	-	-	-	-	-			
Privilegi che le leggi speciali dichiarano preferiti ad ogni altro credito	12	10	privilegio ex art. 15 L.46/82	crediti per finanziamenti agevolati alle piccole e medie imprese per progetti tecnologici	-	-	-	-			
	13	10	privilegio ex art.2782	crediti da finanziamento alle imprese industriali	-	-	-	-			
	14	10	privilegio ex art. 44 TUB	crediti per finanziamenti di credito agrario	-	902.253	-	-	902.252,88	100%	
	15	11	privilegio generale ex art. 2753 C.C.	crediti per mancato versamento di contributi obbligatori	-	121.026	-	-	121.026,43	100%	16
	16	12	privilegio speciale ex art. 2771 C.C.	credito dello Stato per imposte IRPEF e IRES su redditi immobiliari	-	-	-	-	-		
	17	13	privilegio speciale ex art. 2766 C.C.	crediti degli istituti di credito agrario	-	-	-	-	-		
	18	14	privilegio speciale ex art. 2756 C.C.	crediti per prestazioni e spese di conservazione e miglioramento di beni mobili	-	-	-	-	-		
	19	15	privilegio speciale ex art. 2757 C.C.	crediti per le mercedi dovuti ai lavoratori agricoli	-	-	-	-	-		
	20	16	privilegio speciale ex art. 2757 C.C.	crediti per sementi, materie fertilizzanti e antiparassitarie	-	-	-	-	-		
	21	17	privilegio speciale ex art. 2758 1.c C.C.	crediti dello Stato per tributi indiretti	-	-	-	-	-		
	22	17	privilegio speciale ex art 2758 2.c C.C.	crediti di rivalsa IVA	-	-	-	-	-		
	23	17	privilegio speciale ex art. 2759 C.C.	crediti dello Stato per IRPEF, IRES, IRAP afferenti il reddito di impresa	-	-	-	-	-		
	24	18	privilegio generale ex art. 2754 C.C.	crediti per altri contributi previdenziali	-	-	-	-	-		16
	25	18	privilegio ex art. 2753 e 2754 C.C.	crediti per gli accessori dei contributi al n. 24	-	-	-	-	-		
	26	19	privilegio speciale ex art. 2776 C.C.	crediti per gli Istituti di credito agrario di miglioramento	-	-	-	-	-		
	27	20	privilegio speciale ex art. 2768 C.C.	crediti dipendenti da reato	-	-	-	-	-		
	28	20	privilegio ex art. 2810 C.C.	crediti garantiti da ipoteche sugli autoveicoli	-	-	-	-	-		
	29	21	privilegio ex art. 2767 C.C.	crediti per risarcimento danni contro l'assicurato	-	-	-	-	-		
30	22	privilegio speciale ex art. 2760 C.C.	crediti dell'albergatore	-	-	-	-	-			
31	23	privilegio speciale ex art. 2761 C.C.	crediti del vettore, del mandatario, del depositario e del sequestratario	-	-	-	-	-			
32	24	privilegio speciale ex art. 2762 C.C.	crediti del venditore di macchine	-	-	-	-	-			
33	25	privilegio speciale ex art. 2763 C.C.	crediti per canoni enfiteutici	-	-	-	-	-			
34	26	privilegio speciale ex artt. 2764 e 2765 C.C.	crediti del locatore di immobili	-	-	-	-	-			
Privilegi speciali senza grado di preferenza	35	27	privilegio generale ex art. 2751 C.C.	crediti per spese funebri, d'infermità, alimenti	-	-	-	-	-		
	36	28	privilegio generale ex art. 2752 1,2 c. C.C.	crediti dello Stato per i tributi diretti su redditi non immobiliari	-	120.399	-	-	120.399,46	100%	
	37	29	privilegio generale ex art. 2752 3 c. C.C.	crediti dello Stato per imposta IVA	-	302.584	-	-	302.584,01	100%	17
	38	30	privilegio generale ex art. 2752 C.C.	crediti dello Stato per imposte, tasse e tributi locali	-	88.729	-	-	88.729,31	100%	
	39	31	chirografari + privilegiati incapienti + creditori di regresso diversi dai soci	chirografari + privilegiati incapienti + creditori di regresso diversi dai soci	-	4.547.050	-	-	4.547.049,88	100%	18
	40	32	crediti postergati e crediti di regresso dei soci	crediti vantati da soci	-	2.953.717	-	-	2.953.716,91	100%	19

Tabella 35 Simulazione del riparto della massa mobiliare della Antonio Neri & C. s.n.c.

Dalla tabella è possibile notare come il riparto della massa mobiliare consenta di soddisfare integralmente solamente i crediti prededucibili (che, per definizione, sono sottratti dai crediti concorrenti) e i crediti vantati dai dipendenti dell'impresa, mentre riservi ai professionisti (che godono del *privilegio generale ex art. 2751 bis c.2*) una percentuale di rimborso pari al 33%; ciò non è tanto riconducibile all'ammontare esiguo della massa mobiliare quanto piuttosto alla dimensione dei crediti vantati dai professionisti, che, come si vede, superano il milione di euro. Naturalmente il fatto che la massa mobiliare si esaurisca in corrispondenza del numero di privilegio mobiliare $x=k=6$ implica per i creditori assistiti da privilegi con $x>6$ perdite integrali, che comunque potranno trovare soddisfazione parziale o totale mediante la collocazione sussidiaria sugli immobili, dal momento che, come visto in precedenza, l'impresa presenta una massa immobiliare residua positiva dopo l'escussione delle ipoteche.

Per apprezzare i benefici potenzialmente conseguibili dai creditori rimasti insoddisfatti dopo il riparto della massa mobiliare è quindi necessario illustrare, attraverso la seguente figura, il riparto della massa immobiliare *unsecured*:

Numero Privilegio Immobiliare	Grado priv. immob.	Causa di prelazione	Categoria Creditori	Presunto valore di realizzo	Ammontare dovuto	Ammontare pagato	Valore residuo	Debito residuo	LGD	
									LGD pre escussione soci a responsabilità illimitata	
Privilegi mobiliari con colloc. sussidiaria	11	11	privilegio generale ex art. 2751 C.C.	crediti per TFR	2.211.340	-	-	2.211.340	-	
	12	12	privilegio generale ex art. 2751 C.C.	crediti per spese funebri, d'infermità e alimenti	2.211.340	-	-	2.211.340	-	
	13	12	privilegio generale ex art. 2751 bis c.1) C.C.	crediti per retribuzioni e risarcimento danni ai dipendenti	2.211.340	-	-	2.211.340	-	
	14	12	privilegio generale ex art. 2751 bis c.2) C.C.	crediti dei professionisti per gli ultimi due anni di prestazione	2.211.340	779.100	779.100	1.432.240	-	0%
	15	12	privilegio generale ex art. 2751 bis c.3),4),5) C.C.	crediti dell'agente per l'ultimo anno, crediti coltivatore diretto, crediti impresa artigiana	1.432.240	1.013.982	1.013.982	418.258	-	0%
	16	12	privilegio generale ex art. 2753 C.C.	crediti per contributi obbligatori di invalidità e vecchiaia	418.258	121.026	121.026	297.232	-	0%
	17	13	privilegio generale ex art. 2752 3 c. C.C.	crediti dello Stato per IVA	297.232	302.584	297.232	-	5.352	2%
18	14	chirografari + privilegiati incapienti + creditori di regresso diversi dai soci	chirografari + privilegiati incapienti + creditori di regresso diversi dai soci	-	6.388.939	-	-	6.388.939	100%	
19	15	crediti postergati e crediti di regresso dei soci	crediti postergati e dei soci	-	2.953.717	-	-	2.953.717	100%	

Tabella 36 Simulazione del riparto della massa immobiliare *unsecured* della Antonio Neri & C. s.n.c.

Come si può notare, l'ammontare significativo di massa immobiliare residua consente di soddisfare integralmente ($LGD=0\%$) la quota dei crediti dei professionisti rimasta insoddisfatta dopo il riparto della massa mobiliare, i crediti dei coltivatori diretti e dei crediti artigiani, nonché i crediti vantati dagli istituti di previdenza per contributi obbligatori; i crediti IVA dell'Erario invece subiscono una perdita molto ridotta ($LGD=2\%$). La tabella quindi dimostra che la collocazione sussidiaria sugli immobili non garantisce ai creditori chirografari e ai postergati alcun rimborso, così come non lo garantisce ai privilegiati incapienti ai quali non è attribuito uno specifico numero di privilegio immobiliare nella collocazione sussidiaria sugli immobili¹⁴³.

¹⁴³ Nel caso specifico dell'impresa, come si può notare dalla tabella relativa al riparto della massa mobiliare, tali crediti sono rappresentati dai crediti delle cooperative agricole e dai crediti per finanziamenti di credito agrario; come si può notare, a tali crediti non è associato alcun numero di privilegio immobiliare nella collocazione sussidiaria sugli immobili, quindi essi confluiscono con i chirografari al numero di privilegio immobiliare 18.

Il fatto che l'impresa sia una società di persone con un socio a responsabilità illimitata impone infine di simulare il regresso dei creditori ancora insoddisfatti sul patrimonio personale del socio, per verificare se tale regresso consente o meno ai creditori di recuperare una quota significativa dei relativi crediti; l'escussione del patrimonio personale del socio illimitatamente responsabile (Carla Rossi) è rappresentata nella tabella seguente, nella quale è possibile notare il livello finale della *loss given default* associata ai crediti rimasti insoddisfatti dopo le ripartizioni descritte in precedenza:

		Debito residuo	Grado di copertura (Recovery Rate) e ripartizione tra soci						
			Carla Rossi			Totale compagine sociale			
Totale compagine sociale		Ammontare dovuto	Ammontare dovuto	% su totale	Ammontare pagato	Ammontare dovuto	% su totale	Ammontare pagato	LGD
Patrimonio personale dei soci			547.355	100%	547.355	547.355	100%	547.355	
Passività	Passività dell'impresa verso creditori	6.388.939	6.388.939	100%	374.281	6.388.939	100%	374.281	94%
	Passività dell'impresa verso soci	2.953.717	2.953.717	100%	173.037	2.953.717	100%	173.037	94%
	Passività personali dei soci unsecured	645	645	100%	38	645	100%	38	94%
	<i>Totale Passività</i>	<i>9.343.301</i>	<i>9.343.301</i>	<i>100%</i>	<i>547.355</i>	<i>9.343.301</i>	<i>100%</i>	<i>547.355</i>	<i>94%</i>
Patrimonio netto residuo del socio post azione di regresso su patrimonio personale			(8.795.946)			(8.795.946)		-	
Differenza da imputare ai soci capienti			8.795.946			8.795.946		-	
Passività del socio verso l'impresa			2.953.717		173.037	-		173.037	
Controllo riparto					-	-		-	

Tabella 37 Simulazione del regresso sul patrimonio del socio illimitatamente responsabile (Carla Rossi)

Come si può notare, il regresso sul patrimonio personale del socio illimitatamente responsabile non ha risultati particolarmente rilevanti per i creditori, che riescono a recuperare solamente una quota esigua del loro credito (6%), riducendo la *loss given default* dal 100% al 94%. Anche in questo caso, per interpretare i risultati ottenuti è opportuno fare riferimento a due tabelle riassuntive all'interno delle quali sono segnalati tutti i creditori dell'impresa, suddivisi sulla base delle categorie di appartenenza, e il livello della *LGD* associata ad ognuna di esse¹⁴⁴:

¹⁴⁴ I creditori evidenziati sono i creditori che beneficiano di garanzie reali o personali efficaci e quindi presentano una *LGD* diversa (inferiore) rispetto a quella che caratterizza la categoria di appartenenza.

A questo punto è possibile analizzare la convenienza relativa dell'opzione concordataria rispetto alla principale alternativa, rappresentata appunto dalla liquidazione fallimentare, sulla base del livello delle perdite (e quindi del tasso di recupero) subite dalle diverse categorie nei due scenari; a tal proposito è opportuno fare riferimento alla seguente tabella, nella quale sono evidenziati la *LGD* e il *recovery rate* ($RR=1-LGD$) associati alle diverse classi di creditori in ipotesi di fallimento e in ipotesi di esecuzione del piano di concordato preventivo descritto in precedenza:

Categoria Crediti	Causa di prelazione	Fallimento		Concordato Preventivo		
		<i>LGD</i>	<i>RR</i>	<i>LGD</i>	<i>RR</i>	
Prededucibili	Prededucibili	0%	100%	0%	100%	
Privilegiati	Crediti dipendenti	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.1	0%	100%	0%	100%
	Crediti professionisti	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.2	0%	100%	0%	100%
	Crediti dei coltivatori diretti	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.4	0%	100%	0%	100%
	Crediti artigiani	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.5	0%	100%	0%	100%
	Crediti delle società cooperative agricole	Privilegio generale ex art. 2751 bis c.5 bis	94%	6%	0%	100%
	Finanziamenti credito agrario	Privilegio ex art. 44 TUB	94%	6%	0%	100%
	Crediti degli enti di previdenza	Privilegio generale ex art. 2753	0%	100%	0%	100%
	Crediti dell'Erario per imposta IVA	Privilegio generale ex art. 2752 c.3	2%	98%	0%	100%
	Altri crediti dell'Erario	Privilegio generale ex art. 2752	94%	6%	0%	100%
Chirografari	-	94%	6%	75% - 85%	15% - 25%	
Fideiussori eseguiti	-	94%	6%	98%	2%	
Fideiussori escussi e postergati	-	94%	6%	99%	1%	

Tabella 40 *LGD* e *recovery rate* in ipotesi di fallimento e concordato preventivo della Antonio Neri & C. s.n.c.

Dalla tabella appare subito chiaro come per i creditori privilegiati e per i chirografari l'opzione concordataria sia più conveniente rispetto all'ipotesi di liquidazione fallimentare; nel caso dei privilegiati, infatti, la proposta di concordato prevede il pagamento integrale di tutti i creditori muniti di privilegio generale o di privilegio speciale derivante da ipoteche volontarie inerenti beni il cui valore è uguale o superiore rispetto all'entità del credito vantato, ad eccezione dei creditori "privilegiati incapienti o con privilegio inefficace", di cui si parlerà tra breve. In caso di liquidazione, invece, è possibile notare come i crediti delle società cooperative agricole, dell'Erario e quelli legati ai finanziamenti agrari subirebbero delle perdite quasi integrali (94%).

Nel caso dei chirografari, invece, entrambe le alternative comportano sacrifici rilevanti, anche se il tasso di recupero in caso di concordato preventivo è leggermente superiore, e quindi i chirografari avrebbero convenienza a votare a favore della proposta concordataria avanzata dalla società. Per quanto riguarda infine i fideiussori eseguiti¹⁴⁵ e i fideiussori escussi e postergati, è necessario ricordare che nel caso dell'impresa tali classi di creditori sono rappresentate esclusivamente dall'unico socio illimitatamente responsabile, e proprio per questo la differenza esigua tra gli esiti in caso di fallimento e liquidazione non consente di affermare con decisione una preferenza assoluta per una delle due alternative. Anzi, il fatto che il socio abbia acconsentito che i propri crediti di regresso, condizionatamente al passaggio in giudicato dell'omologa del concordato preventivo, venisse postergato al soddisfacimento degli altri creditori (nelle percentuali prospettate) ed in misura non superiore all'1%, sembra comunicare una certa preferenza da parte del socio per l'opzione concordataria, anche in considerazione del fatto che l'ipotesi di liquidazione fallimentare comporterebbe, come visto, la perdita di un ammontare rilevante di patrimonio personale a seguito del regresso esercitato sullo stesso da parte dei creditori incapienti.

Anche nel caso della Antonio Neri & C. s.n.c., naturalmente, queste considerazioni di carattere generale potrebbero non essere valide per i creditori che, beneficiando di ipoteche o di garanzie personali efficaci, potrebbero preferire l'opzione liquidatoria rispetto a quella concordataria¹⁴⁶. Nel caso specifico dell'impresa, come visto in precedenza, i creditori garantiti sono rappresentati quasi esclusivamente da istituti finanziari che, in assenza delle garanzie (ossia qualora fossero chirografari), sarebbero destinati a subire una perdita quasi integrale in caso di fallimento e comunque rilevante in caso di concordato, mentre grazie all'escussione della garanzie in sede di riparto fallimentare riuscirebbero a recuperare integralmente le loro spettanze. Particolare è il caso di Banca C s.p.a. segnalato nella Tabella 39, che, godendo di ipoteca iscritta su un immobile di proprietà del socio illimitatamente responsabile, riesce a recuperare solamente una parte del credito a seguito dell'escussione della garanzia stessa ($RR=41\%$), comunque superiore rispetto a quella prevista dal piano di concordato preventivo.

A conferma di questo, è opportuno ricordare che nella proposta concordataria avanzata dall'impresa (i cui contenuti sono stati riassunti nel § 5.2.3) viene esplicitamente presa in considerazione una specifica classe di creditori denominata "creditori privilegiati incapienti o con privilegio inefficace", alla quale viene accordata in sede concordataria una percentuale di rimborso pari al 40% ($RR=40\%$); a tale proposito è necessario sottolineare che sono due i creditori che rientrano in tale classe, ossia:

- *Fornitore 75*: tale creditore, originariamente chirografario, gode, come visto nella procedura di riparto (Tabella 32), di un diritto reale di ipoteca su un bene di proprietà dell'impresa e, in caso di liquidazione fallimentare, riuscirebbe a recuperare integralmente il proprio credito. In caso di concordato preventivo, invece, al creditore sarebbe garantito un rimborso pari al 40%, per evitare una disparità di trattamento rispetto agli altri creditori privilegiati derivante dalla constatazione che l'ipoteca di cui gode insiste su un bene già pignorato.
- *Banca A s.p.a.*: il credito fa riferimento ad un finanziamento agrario assistito da privilegio speciale ex art. 44 TUB (vedi Tabella 33), che, a seguito della garanzia personale prestata dal socio illimitatamente responsabile, potrebbe essere recuperato integralmente in ipotesi di liquidazione fallimentare, e che invece in caso di concordato subirebbe una perdita del 60% a causa, a parere

¹⁴⁵ Con tale espressione si fa riferimento a coloro che hanno prestato una fideiussione nei confronti dell'impresa e che pertanto vantano un diritto di regresso nei confronti della stessa.

¹⁴⁶ Tali creditori sono stati evidenziati nelle tabelle precedenti relative alla posizione di ogni singolo creditore nel processo di riparto complessivo (Tabella 38 e Tabella 39).

dell'impresa, di documentazione relativa all'efficacia della garanzia appena menzionata.

Nel caso specifico di questi due crediti problematici, quindi, la procedura di liquidazione fallimentare si presenta più conveniente rispetto a quella di concordato preventivo; ancora una volta quindi è evidente che la capacità del modello di considerare la posizione di ogni singolo creditore consente di declinare le conclusioni generali presentate in precedenza nelle varie specificità che si possono presentare.

In termini generali è comunque possibile affermare che, nonostante l'esito finale della procedura fallimentare sia migliore rispetto a quello visto in precedenza nel caso della Global Crane s.r.l., anche nel caso della Antonio Neri & C. s.n.c. l'implementazione del piano di concordato preventivo presenta chiari profili di convenienza rispetto all'opzione liquidatoria per la quasi totalità dei creditori. Come si può notare, il caso della Antonio Neri & C. s.n.c. ha consentito di evidenziare come il modello riesca a considerare ed elaborare situazioni reali piuttosto complesse in termini giuridicamente corretti, e quindi possa costituire un importante riferimento per le diverse categorie di creditori nell'ambito della votazione per l'approvazione del piano di concordato preventivo presentato dalla società.

6. Conclusioni

Il presente lavoro ha evidenziato l'importanza della valutazione finanziaria delle crisi d'impresa alla luce della recente riforma del diritto fallimentare e della congiuntura economica negativa attuale, che comporta inevitabilmente l'incremento delle situazioni di tensione finanziaria ed implica la necessità di elaborare strumenti analitici a supporto della gestione delle crisi, come i modelli oggetto di questo lavoro.

Nonostante l'impossibilità di modellare fattori idiosincratichi quali l'eterogeneità dei regimi fiscali per i vari *stakeholder* e la presenza di attori non informati o razionali, i modelli di valutazione presentati nel terzo e nel quarto capitolo possono sicuramente rappresentare un primo contributo al complesso processo di individuazione del percorso ottimale di uscita dalla crisi per i vari attori in essa coinvolti. In particolare, i risultati ottenuti mediante l'applicazione a casi reali del modello in ipotesi di liquidazione (presentati nel quinto capitolo) sono stati notevoli e dimostrano l'elevato potenziale applicativo del modello per i creditori e per l'autorità giudiziaria: in entrambi i casi analizzati, l'implementazione del modello ha dimostrato chiaramente come, per la quasi totalità dei creditori, la proposta concordataria presentata dalla società debitrice presentasse dei profili di convenienza rispetto alla principale alternativa a disposizione, rappresentata dal fallimento, alla cui simulazione è appunto dedicato il modello. Si può facilmente capire come, avendo a disposizione un modello di questo tipo, ogni creditore potrebbe stabilire con maggiore coscienza la convenienza della proposta avanzata dalla società (e quindi votare più consapevolmente), così come il Tribunale incaricato della gestione di una procedura di concordato potrebbe giustificare con dati oggettivi le proprie decisioni in merito all'omologazione del concordato, qualora esso preveda il pagamento non integrale dei creditori privilegiati.

Se il modello in ipotesi di liquidazione ha fornito risultati importanti e può già essere proficuamente impiegato nella prassi del *crisis management*, il modello in ipotesi di continuità operativa presenta fonti di complessità e di aleatorietà difficilmente modellizzabili in termini generali, che necessitano di ulteriori analisi e approfondimenti; si pensi a tal proposito al fatto che nella gestione delle crisi la parte industriale appare tuttora difficilmente schematizzabile, essendo gli aspetti manageriali-industriali più legati alla singola impresa che non allo stato di crisi o al processo di risanamento. Nonostante questo, l'analisi svolta nel quarto capitolo, ponendo in rilievo gli aspetti di valutazione strettamente legati alle operazioni finanziarie di

risanamento (nuovi finanziamenti, abbuoni, stralci, rinuncia a flussi positivi), costituisce un buon punto di partenza per l'elaborazione di piani finanziari specificamente dedicati alla proiezione dei *payoff* ottenibili dalle varie categorie di attori coinvolti nel processo di ristrutturazione. Il pregio principale del modello sviluppato per l'ipotesi di continuità operativa è quindi rappresentato dal tentativo di scomporre i flussi che interessano l'impresa a livello aggregato tra i vari finanziatori, nell'ottica dell'identificazione del valore da loro conseguibile mediante l'implementazione del piano di risanamento. Le difficoltà applicative di tale modello derivano inevitabilmente dal fatto che l'uscita dalla crisi richiede l'intervento diretto da parte di soggetti che hanno interessi ed obiettivi differenti, che non possono essere conciliati solamente sulla base del principio unificatore della massimizzazione del valore dell'impresa, ma necessitano di una trattazione singola e separata (secondo l'approccio utilizzato nel presente lavoro).

Nonostante in questo contesto i modelli facciano riferimento ad un'impresa in crisi, che ha già manifestato situazioni di insolvenza, è evidente che essi potrebbero essere impiegati con buoni risultati anche in un'impresa *in bonis*, per garantire in via continuativa il monitoraggio dell'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario dell'impresa¹⁴⁷. Sotto questo profilo, l'impresa potrebbe integrare tali modelli con gli strumenti e le applicazioni finalizzate a supportare il processo di pianificazione e controllo di gestione; in particolare, i modelli potrebbero supportare la pianificazione finanziaria e il controllo del *rating* prospettico, da utilizzare sia ai fini del controllo strategico-direzionale dell'impresa, sia ai fini della comunicazione finanziaria nei confronti del sistema bancario.

7. Riferimenti bibliografici

Aldrighetti F. (2006), *Business office e consulenza alla pianificazione finanziaria delle PMI*, Smefin Tech Report, <http://smefin.net>.

Aldrighetti F., Savaris R. (2008), *La riforma delle procedure concorsuali e i modelli di gestione dell'impresa in crisi*, Smefin Tech Report, <http://smefin.net>, luglio.

Almeida H., Philippon T., (2008) "Estimating risk-adjusted costs of financial distress", "Journal of Applied Corporate Finance", 20(4), pp. 105-109.

Apice U., *Soggetti e rapporti giuridici nelle procedure concorsuali*, 2002, Cedam.

Barontini R. (1997), *Costi del fallimento e gestione della crisi nelle procedure concorsuali*, in Caprio L. (a cura di), *Mediocredito Lombardo, Studi e Ricerche*, n. 17, pp. 79-210.

Belcredi M. (1995), *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Vita e Pensiero.

Bertoli G. (2000), *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, EGEA.

Bocuzzi G. (2003), *Il rilievo strategico delle procedure concorsuali di risanamento per la soluzione della crisi*, marzo, Intervento al convegno *Il valore strategico per le PMI della riforma della disciplina delle crisi aziendali*, Bari.

Capasso A. (1996), *Assetti proprietari e governo d'impresa*, Cedam.

Censoni P.F. (2005), *La nuova disciplina del concordato preventivo: requisiti e procedimento di ammissione (artt. 160-176 l.f.)*, in atti del convegno su "La riforma della legge fallimentare", ottobre.

¹⁴⁷ A tal proposito si pensi all'importanza del modello in ipotesi di liquidazione per la gestione del sistema di garanzie concesse e ricevute connesso all'approvvigionamento delle risorse finanziarie funzionali allo svolgimento dell'attività operativa.

- Cercone R., Coppola G., Corsini D. (1998), “Recupero crediti e crisi dell’impresa. La contrapposizione di interessi come ipotesi interpretativa”, *Banche e Banchieri*, n.2, pp. 135-148.
- Cornelli F., Felli L. (1994), *Efficiency of bankruptcy procedures*, Banca d’Italia, Temi di discussione, n. 245.
- Damodaran A. (2006), *Finanza aziendale*, Apogeo.
- Damodaran A. (2003), *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill.
- Danovi A. (2003), *Crisi d’impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Giuffrè Editore.
- Dittmar A. (2008), “Corporate cash policy and how to manage it with stock repurchases”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(3), pp. 22-34.
- Erzegovesi L., Aldrighetti F. (2006), *Il crisis management nella prospettiva economico-aziendale. Valutazione dell’efficacia della riforma in una prospettiva economico-aziendale*, <http://smefin.net>.
- Erzegovesi L., Aldrighetti F. (2008), *Piano finanziario e valutazione dell’azienda in ipotesi di continuità operativa e di liquidazione*, <http://smefin.net>.
- Franks J.R., Nyborg K.G. (1996), “Control Rights, Debt Structure and the Loss of Private Benefits: The Case of the UK Insolvency Code”, *Review of Financial Studies*, 9(4), pp. 1165-1210.
- Galletti D. (2006), “I piani di risanamento e di ristrutturazione”, *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, II, pp. 1195-1218.
- Galletti D. (2007), *La formazione di classi nel concordato preventivo: ipotesi applicative*, Il Caso.it, 14 febbraio.
- Giommi G. (a cura di) (2006), *Nuovi strumenti per Basilea 2*, Editrice Le Fonti.
- Guatri L., Bini M. (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA.
- Jachia G. (2007), *Nuova prima lettura del concordato preventivo*, in Il Caso.it, Sezione II, documento n.73, ottobre.
- Jackson T.H., Scott R.E. (1979), *Secured Financing and Priorities Among Creditors*, Yale Law Journal, 88, pp. 1143-1182.
- James C. (1995), “When do banks take equity in debt restructuring?”, *Review of Financial Studies*, 8, pp. 1209-1234.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Lamanna Di Salvo D. (2005), *I metodi di determinazione del valore delle imprese: analisi dell’evoluzione storica delle metodologie valutative*, Editrice Uni Service.
- Liberatore G. (2006), *La valutazione delle PMI*, Franco Angeli Editore.
- Mandrioli L. (2005), “Il piano di ristrutturazione nel concordato preventivo tra profili giuridici e aspetti aziendalistici”, *Il Fallimento*, p. 1337-1344.
- Martin J.D., Petty J.V. (2000), *Value based management*, Harvard Business School Press, Boston.
- Masciandaro D., Riolo F. (1997), *Crisi d’impresa e risanamento. Ruolo delle banche e prospettiva di riforma*, Edibank, Milano.
- Massari M. (1998), *Finanza aziendale. Valutazione*, Mc-Graw Hill.
- Massari M., Zanetti L. (2008), *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill.
- Nigro A., Sandulli M. (2006), *La riforma della legge fallimentare*, Giappichelli.

Papaleo P.P., Pollio M. (2007), *La fiscalità nelle nuove procedure concorsuali. Aspetti critici ed implicazioni tributarie della crisi d'impresa*, IPSOA.

Pontani M. (2007), *Il ruolo del diritto penale del fallimento nel regolare il conflitto di interessi tra fixed e residual claimants dell'impresa*, ottobre, Università degli Studi di Siena, Progetto di Ricerca LIUC.

Resti A., Sironi A. (2007), *Risk management and shareholders' value in banking*, John Wiley & Sons.

Romanelli P. (2000), "Crisi d'impresa: relazioni tra costi e soluzioni nella prospettiva del valore d'impresa", *Economia e Politica Industriale*, 27(106), pp. 139-175.

Rossi P. (1997), "Ristrutturazione del debito e ruolo delle banche nel risanamento delle imprese in crisi", *Banca Impresa Società*, n. 2, pp. 283-306.

Santini R. (2007), *Piani finanziari e valore d'impresa*, Il Mulino.

Schwartz A. (1981), *Security Interests and Bankruptcy Priorities: A Review of Current Theories*, *Journal of Legal Studies*, 10, pp. 1-37.

Stanghellini L. (2004), "Proprietà e controllo dell'impresa in crisi", *Rivista del Diritto Commerciale*, pp. 1041-1081.

Stasi E. (2002), *Questioni in tema di interessi dei crediti tributari nell'amministrazione straordinaria*, Commento a ris. 19 novembre, n. 362/E, e a circ. 15 novembre, n. 84/E.

Stulz R.M., Johnson H. (1985), "An Analysis of Secured Debt", *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 501-521.

Visco J.D. (1995), "Debt Free Approach Revisited", *Business Valuation Review*, march.

Zampi V. (1995), *Proprietà e governo delle imprese*, Cedam, Padova.

Zanichelli V. (2008), *La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali dopo il d.lg. 12.9.2007, n. 169*, UTET.

Zara C. (1995), "Il ruolo delle banche creditrici nei processi di ristrutturazione aziendale", in Forestieri G. (a cura di), *Corporate e investment banking*, Egea, pp. 127-185.

Siti Internet:

- www.dottoricommercialisti.net
- www.fallimentonline.it
- www.ilfallimento.it
- www.parlamento.it/leggi/deleghe