



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DEL PIEMONTE ORIENTALE**

DIPARTIMENTO DI STUDI PER L'ECONOMIA E L'IMPRESA

Corso di Laurea Magistrale in Management e Finanza

Tesi di Laurea

**Gli strumenti a disposizione delle imprese in  
crisi per la salvaguardia della continuità  
aziendale: una valutazione comparativa  
attraverso case studies**

Relatore: Chiar.mo Prof. Vincenzo CAPIZZI

Correlatore: Dott. Gian Marco CHIESI

Candidato: Dott. Giovanni PELLERONE

Matricola: 20003284

Anno Accademico 2013-2014

# Indice

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>1</b>
<b>LA CRISI D'IMPRESA.....</b>	<b>3</b>
1.1 – INTRODUZIONE .....	4
1.2 – LA CRISI D'IMPRESA.....	4
1.2.1 – <i>Il concetto di crisi</i> .....	5
1.2.2 – <i>Gli stadi della crisi</i> .....	6
1.2.3 – <i>Le cause della crisi</i> .....	12
1.3 – GLI EFFETTI DELLA CRISI SUL SISTEMA ECONOMICO ITALIANO .....	16
1.3.1 – <i>La congiuntura italiana</i> .....	16
1.3.2 – <i>Le strategie delle imprese italiane durante la crisi</i> .....	20
1.3.3 – <i>Il sistema impresa italiano</i> .....	21
1.3.3.1 – I fallimenti .....	22
1.3.3.2 – Le liquidazioni volontarie.....	25
1.3.3.3 – Le procedure non fallimentari .....	28
<b>LE SOLUZIONI ALLA CRISI PER LA CONTINUITÀ AZIENDALE .....</b>	<b>33</b>
2.1 – INTRODUZIONE .....	34
2.2 – EVOLUZIONE E CLASSIFICAZIONE DEGLI ISTITUTI .....	34
2.3 – LE PROCEDURE CON FINALITÀ DI CONTINUITÀ AZIENDALE .....	37
2.3.1 – <i>Le soluzioni stragiudiziali</i> .....	37
2.3.2 – <i>L'amministrazione straordinaria quale soluzione per le grandi imprese in crisi</i> .....	41
2.3.3 – <i>Il piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F.</i> .....	45
2.3.3.1 – Presupposti di ammissibilità.....	47
2.3.3.2 – Formalizzazione del piano.....	49
2.3.3.3 – Le tutele garantite dalla legge.....	50
2.3.3.4 – Il ruolo dell'attestatore .....	51
2.3.3.5 – Conclusioni.....	53
2.3.4 – <i>Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.</i> .....	54
2.3.4.1 – Contenuti e presupposti di ammissibilità.....	57
2.3.4.2 – Il consenso dei creditori.....	58
2.3.4.3 – L'evoluzione della procedura .....	59
2.3.4.4 – Conclusioni.....	61
2.3.5 – <i>Il concordato preventivo in continuità</i> .....	61
2.3.5.1 – Presupposti di ammissibilità.....	63
2.3.5.2 – Le due tipologie di concordato in continuità .....	64
2.3.5.3 – Il concordato ordinario .....	66
2.3.5.4 – Il concordato con riserva o in bianco.....	67
2.3.5.5 – Abuso del concordato in bianco .....	69
2.3.5.6 – Effetti della domanda, pubblicazione e tutele.....	71
2.3.5.7 – Esame del tribunale .....	73

2.3.5.8 – Approvazione dei creditori .....	74
2.3.5.9 – Omologazione .....	75
2.3.5.10 – Conclusioni.....	76
2.4 – VALUTAZIONE COMPARATIVA DELLE SOLUZIONI GIUDIZIALI ALTERNATIVE AL FALLIMENTO.....	76
2.4.1 – <i>Le procedure in esercizio</i> .....	80
2.4.2 – <i>Conclusioni</i> .....	83
<b>LE SOLUZIONI ALLA CRISI PER LA LIQUIDAZIONE AZIENDALE.....</b>	<b>85</b>
3.1 – INTRODUZIONE .....	86
3.2 – LE PROCEDURE CON FINALITÀ LIQUIDATORIA.....	86
3.2.1 – <i>Il concordato preventivo liquidatorio</i> .....	87
3.2.2 – <i>Il fallimento</i> .....	88
3.2.2.1 – Presupposti di ammissibilità.....	89
3.2.2.2 – La dichiarazione di fallimento.....	92
3.2.2.3 – Gli effetti del fallimento.....	94
3.2.2.3.1 – Gli effetti del fallimento sul fallito.....	95
3.2.2.3.2 – Gli effetti del fallimento sui creditori.....	96
3.2.2.4 – La revocatoria fallimentare.....	97
3.2.2.4.1 – La revocatoria degli atti.....	98
3.2.2.4.2 – Gli effetti della revocatoria.....	101
3.2.2.5 – L’evoluzione della procedura.....	102
3.2.3 – <i>Il concordato fallimentare</i> .....	104
3.2.3.1 – L’evoluzione della procedura.....	105
3.2.4 – <i>La liquidazione coatta amministrativa</i> .....	107
3.2.4.1 – Soggetti coinvolti e presupposti di ammissibilità.....	108
3.2.4.2 – L’evoluzione della procedura.....	109
3.2.5 – <i>La composizione delle crisi da sovraindebitamento e di liquidazione del patrimonio</i> .....	110
3.2.5.1 – Soggetti coinvolti e presupposti di ammissibilità al sovraindebitamento.....	111
3.2.5.2 – L’accordo di composizione della crisi.....	112
3.2.5.3 – La liquidazione del patrimonio.....	113
3.3 – IL LIQUIDATORE GIUDIZIALE.....	114
3.3.1 – <i>Nomina, requisiti e revoca</i> .....	115
3.3.2 – <i>Vendita dell’azienda, di rami e di beni</i> .....	116
3.3.3 – <i>Responsabilità e compenso</i> .....	117
<b>GLI ATTORI COINVOLTI NEI PROCESSI DI GESTIONE DELLA CRISI AZIENDALE .....</b>	<b>119</b>
4.1 – INTRODUZIONE .....	120
4.2 – L’ATTESTATORE .....	121
4.2.1 – <i>I requisiti del professionista</i> .....	121
4.2.2 – <i>L’attività dell’esperto</i> .....	122
4.2.3 – <i>La responsabilità penale e civile dell’attestatore</i> .....	124
4.3 – GLI ADVISOR.....	126
4.4 – IL TEMPORARY MANAGER.....	129
4.5 – IL LOAN AGENT.....	130
4.6 – IL CHIEF RESTRUCTURING OFFICER.....	131
4.7 – GLI ORGANI GIUDIZIARI.....	132
4.8 – IL COMMISSARIO GIUDIZIALE.....	135
4.9 – CONCLUSIONI.....	137
<b>CASE STUDY: UN PIANO DI RISANAMENTO EX ART. 67 L.F. ....</b>	<b>141</b>
5.1 – INTRODUZIONE .....	142
5.2 – ZAFFIRO S.P.A.: UN PIANO DI RISANAMENTO ATTESTATO EX ART. 67 L.F.....	142
5.3 – IL SETTORE LAPIDEO.....	143

5.3.1 – <i>Analisi della domanda e dell’offerta</i> .....	145
5.3.2 – <i>Swot analysis</i> .....	150
5.4 – LE CAUSE DELLA CRISI.....	152
5.5 – L’ANDAMENTO STORICO DELL’IMPRESA.....	153
5.5.1 – <i>Situazione patrimoniale per gli esercizi 2008-2011</i> .....	153
5.5.2 – <i>Situazione economica per gli esercizi 2008-2011</i> .....	157
5.6 – LA STRATEGIA DI RILANCIO.....	161
5.6.1 – <i>I primi interventi</i> .....	162
5.6.2 – <i>Gli interventi da implementare</i> .....	162
5.6.3 – <i>Il piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F.</i> .....	163
5.6.3.1 – <i>Il piano industriale</i> .....	165
5.6.3.2 – <i>La manovra finanziaria</i> .....	169
5.6.3.3 – <i>Analisi di sensitività</i> .....	170
5.7 – SINTESI DEI RISULTATI.....	172
<b>CASE STUDY: UN ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI EX ART. 182-BIS L.F.</b>	
<b>.....</b>	<b>181</b>
6.1 – INTRODUZIONE.....	182
6.2 – SECURITY ITALIA S.P.A.: UN ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI EX ART. 182-BIS L.F.	182
6.3 – IL SETTORE DELLA VIGILANZA PRIVATA.....	184
6.3.1 – <i>Analisi della domanda e dell’offerta</i> .....	186
6.3.2 – <i>Swot analysis</i> .....	188
6.4 – L’EVOLUZIONE DELLA CRISI.....	190
6.4.1 – <i>Le origini della crisi: il triennio 2008-2010</i> .....	191
6.4.2 – <i>Un primo intervento nel 2010-2011: il piano di risanamento ex art. 67 L.F.</i> .....	192
6.4.3 – <i>L’accentuarsi della crisi e le iniziative del management nel 2012</i> .....	193
6.5 – L’ANDAMENTO STORICO DELL’IMPRESA.....	194
6.5.1 – <i>Situazione patrimoniale per gli esercizi 2009-2012</i> .....	194
6.5.2 – <i>Situazione economica per gli esercizi 2009-2012</i> .....	199
6.6 – LA STRATEGIA DI RILANCIO.....	204
6.6.1 – <i>L’accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.</i> .....	205
6.6.2 – <i>Il piano industriale del Gruppo</i> .....	206
6.6.2.1 – <i>L’analisi di sensitività</i> .....	210
6.7 – SINTESI DEI RISULTATI.....	210
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>221</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>225</b>
<b>RINGRAZIAMENTI.....</b>	<b>233</b>



# Introduzione

Il presente elaborato è incentrato sul tema delle ristrutturazioni aziendali, procedure finalizzate alla salvaguardia della continuità aziendale e al ritorno al valore.

L'argomento è di grande attualità, in particolare a seguito della recente crisi economica nata nella seconda metà del 2007 negli Stati Uniti come conseguenza dello scoppio della bolla speculativa sui mutui subprime ed esplosa nel settembre 2008 con il fallimento di Lehman Brothers.

Obiettivo del documento è quello di effettuare una valutazione comparativa delle procedure di soluzione alla crisi d'impresa, svolgendo un'analisi su un duplice piano: da un lato focalizzando l'attenzione sulla normativa di riferimento, attraverso l'analisi di quanto disposto dal Legislatore italiano nella Legge Fallimentare e dall'altro lato approfondendo lo studio con l'ausilio di casi empirici.

Queste analisi costituiranno la base per dare risposta a tre research question, ovvero:

1. Qual è l'importanza di intervenire tempestivamente con procedure di ristrutturazione in una condizione di crisi aziendale?
2. Quali sono le condizioni di applicabilità del piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.?
3. Le imprese oggetto di analisi empirica rispettano le soglie indicate dal Cresv?

La trattazione ha quindi inizio con un primo capitolo dedicato al tema della crisi d'impresa, andando prima a definire in cosa consista tale fenomenologia, quali siano gli stadi di sviluppo e quali le cause alla sua origine, per poi analizzare i suoi effetti sul sistema economico italiano con riferimento alle componenti della domanda, alle strategie d'impresa, ai fallimenti, alle liquidazioni e alle procedure non fallimentari.

I successivi due capitoli propongono invece un approccio più giuridico, data la specificità dell'argomento trattato, illustrando tutte le possibili alternative che il Legislatore italiano ha messo a disposizione delle imprese in crisi per risolvere la condizione di distress.

Nel dettaglio, mentre il capitolo 2 è rivolto unicamente all'analisi delle soluzioni finalizzate alla continuità aziendale quali ad esempio il piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F., l'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F. o il concordato preventivo ex artt. 160 e ss. L.F., il capitolo 3 illustra le procedure volte alla cessazione dell'attività d'impresa.

Il capitolo 4 fa invece riferimento agli attori coinvolti nelle procedure di ristrutturazione, quali ad esempio il professionista attestatore, il temporary manager, il loan agent e gli organi giudiziari come il tribunale fallimentare, il curatore o il giudice delegato.

Infine, i capitoli 5 e 6 forniscono un'analisi di casi empirici di imprese che hanno fatto ricorso a strumenti di turnaround e nello specifico:

- il capitolo 5 tratta dell'impresa Zaffiro S.p.A., società operante nel settore lapideo che, nel 2012, ha approvato un piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F.;
- il capitolo 6 tratta dell'impresa Security Italia S.p.A., società operante nel settore della vigilanza privata che ha fatto ricorso prima alla procedura di cui all'art. 67 L.F. nel 2011 e, successivamente, all'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F. nel 2013.

Al termine dell'elaborato vengono proposte le conclusioni, che forniscono risposta alle domande di ricerca grazie all'analisi svolta sia sulla normativa fallimentare che attraverso i casi empirici.

# Capitolo I

## La crisi d'impresa

### Sommario

<b>LA CRISI D'IMPRESA.....</b>	<b>3</b>
1.1 – INTRODUZIONE .....	4
1.2 – LA CRISI D'IMPRESA.....	4
1.2.1 – <i>Il concetto di crisi</i> .....	5
1.2.2 – <i>Gli stadi della crisi</i> .....	6
1.2.3 – <i>Le cause della crisi</i> .....	12
1.3 – GLI EFFETTI DELLA CRISI SUL SISTEMA ECONOMICO ITALIANO .....	16
1.3.1 – <i>La congiuntura italiana</i> .....	16
1.3.2 – <i>Le strategie delle imprese italiane durante la crisi</i> .....	20
1.3.3 – <i>Il sistema impresa italiano</i> .....	21
1.3.3.1 – I fallimenti .....	22
1.3.3.2 – Le liquidazioni volontarie.....	25
1.3.3.3 – Le procedure non fallimentari .....	28

## 1.1 – Introduzione

Il presente capitolo nasce dall'interrogativo posto in merito a che cosa sia una crisi, quali siano le cause alla base di questo fenomeno e quali effetti produca sulle imprese.

Per rispondere a tali quesiti, il seguente capitolo può essere distinto in due sezioni: la prima più teorica, con diversi riferimenti alla letteratura nazionale e internazionale, dove viene studiato in cosa si sostanzia il concetto di crisi, come essa si sviluppi in differenti stadi e quali siano le cause che possono essere all'origine di tale fenomeno, e una seconda più pratica dove, prendendo in esame i dati ufficiali (Eurostat, Istat, Banca d'Italia e Cerved Group), viene svolta un'analisi sull'impatto effettivo della recente recessione sul nostro Paese, sia a livello macroeconomico che di sistema impresa.

L'obiettivo della seguente trattazione è infatti quello di analizzare gli effetti della crisi sia a livello macroeconomico che a livello aziendale solamente dopo aver compreso in cosa si sostanzia questo concetto e come tale fenomenologia si possa evolvere.

La crisi infatti non è un fenomeno che esiste o non esiste, ma è una determinante di degenerazione della condizione aziendale, rappresentabile in un processo a stadi che, con diverse intensità e origini, porta le imprese al deterioramento della loro condizione se non si interviene tempestivamente e con azioni mirate al ritorno a una situazione di equilibrio.

## 1.2 – La crisi d'impresa

Nel corso degli anni, lo studio del fenomeno della crisi d'impresa è stato oggetto di numerosi studi<sup>1</sup>, i quali però non hanno portato ad una definizione univoca del concetto di crisi; i diversi Autori non solo hanno proposto differenti definizioni di tale fenomenologia, ma hanno anche individuato molteplici cause ad essa legate, frutto del momento storico, della cultura manageriale e del luogo in cui esse sono state sviluppate.<sup>2</sup>

In particolare, la letteratura italiana<sup>3</sup>, ha iniziato a studiare e a sviluppare modelli sulle crisi aziendali nei primi anni '80, analizzando successivamente le crisi dei sistemi industriali, per poi proporre elaborati empirico-teorici, prendendo spunto dal modello anglosassone.

---

<sup>1</sup> Alcuni esempi, nazionali e internazionali, si possono ritrovare in Guatri (1986, 1995), Zanda e Lacchini (1995), Capaldo (1997), Zito (1999), Altman (2002), Slatter (2003).

<sup>2</sup> Della Corte, V. (1996), *Analisi della bibliografia sulle crisi d'impresa*, in Sciarelli S., *La crisi d'impresa*, Padova, Cedam.

<sup>3</sup> Fra tutti Brugger (1984), Vergara (1988) e Guatri (1995).

Gli studi empirici anglosassoni<sup>4</sup> erano inizialmente basati sul processo di turnaround aziendale, distinguibile in strategico ed operativo, in relazione alle caratteristiche della crisi e alle modalità di intervento necessarie per il risanamento aziendale.

Il concetto di turnaround fu poi portato anche in Italia e rivisitato intorno agli anni 2000, sottendendo a tale terminologia un processo che porta ad un deciso taglio con il passato e che prevede l'intervento degli stakeholder<sup>5</sup>.

Nei prossimi paragrafi si analizzerà quindi il concetto di crisi, andando a definire quali sono le cause scatenanti di questo fenomeno e il suo sviluppo.

### 1.2.1 – Il concetto di crisi

Dati i diversi approcci e visioni che i differenti autori attribuiscono al concetto di crisi, risulta difficile definire in modo univoco in che cosa si sostanzia questo termine.

Nemmeno il legislatore, cosciente dell'esistenza del fenomeno in oggetto, fornisce alcuna definizione dello stato di crisi; è quindi necessario fare riferimento alla letteratura.

Secondo la letteratura economico-manageriale<sup>6</sup>, la crisi d'impresa è l'espressione della fase acuta di una patologia aziendale, denominata declino, che si manifesta attraverso continue perdite economiche, performance inferiori rispetto ai competitors, una crescente illiquidità, l'impossibilità di assolvere alle obbligazioni contratte (insolvenza) e il crescente grado di rischiosità nella gestione dell'impresa qualora non vengano posti in essere processi di risanamento aziendale.

In particolare, secondo la scienza aziendalistica “[...] la crisi si sostanzia nell'instabilità della redditività che porta a rovinose perdite economiche e di valore del capitale, con conseguenti dissesti nei flussi finanziari, perdita della capacità di ottenere affidamenti creditizi per un crollo di fiducia da parte della comunità finanziaria, ma anche da parte dei clienti e fornitori, innescando così, un pericoloso circolo vizioso”.<sup>7</sup>

“Essa si riferisce ad uno stato di grave perturbazione delle condizioni di salute aziendale, che solitamente si associa alla perdurante perdita di valore economico del capitale e alla incapacità dell'organismo aziendale di sopravvivere. [...] La crisi può quindi qualificarsi come una situazione di grave deterioramento della vitalità dell'impresa, cui si perviene o in forma progressiva, secondo un percorso e una sintomatologia di continuo e crescente peggioramento di dimensioni critiche per l'azienda, ovvero in modo improvviso, a causa di repentini accadimenti esterni (es. crisi

---

<sup>4</sup> Schendel, Patton, Riggs (1976) e Hoffman (1989).

<sup>5</sup> Secondo Gilardoni e Danovi (2000), “si può parlare di turnaround se e quanto più il processo di risanamento investe tutti i portatori di interesse dell'impresa e mostri una discontinuità col passato”.

<sup>6</sup> Guatri (1986, 1995), Sciarrelli (1995), Bertoli (2000), Piciocchi (2003).

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

economica e finanziaria globale, crisi di settore, guerre, catastrofi naturali, ecc.) o interni (es. scomparsa dell'imprenditore-fondatore, cambio degli assetti proprietari e di governo, incidenti non adeguatamente coperti mediante forme di assicurazione, ecc.)".<sup>8</sup>

Inoltre, non solo si riscontrano difficoltà di definizione univoca del concetto di crisi all'interno della scienza aziendalistica, ma è possibile addirittura trovarne una visione differente considerandola da un punto di vista finanziario: "in senso strettamente finanziario, essa è considerata sinonimo di insolvenza"<sup>9</sup> considerando in crisi l'impresa che "non sia in grado di far fronte alle proprie obbligazioni, o meglio, quando vengano meno le condizioni di liquidità e di credito necessarie per adempiere regolarmente e con mezzi normali, alle obbligazioni contratte".<sup>10</sup>

È però da sottolineare che la letteratura prevalente (Guatri in primis), interpreta la crisi d'impresa come un processo a stadi, osservando una netta distinzione tra il termine crisi e insolvenza.

In sostanza, esistono molte definizioni del concetto di crisi più o meno specifiche; ad esempio, Ipsosa definisce in crisi un'impresa quando si trova "[...] in una situazione di difficoltà economico-gestionale che ricorre sia quando non è in grado di produrre profitto, sia quando, per un certo periodo di tempo, ottiene rendimenti inferiori a quelli mediamente ottenuti dai concorrenti"<sup>11</sup>.

Quello che è però importante chiarire è che la crisi non deve essere interpretata come un fenomeno a doppio binario, che o esiste o non esiste, ma come un processo composto da più stadi, un'evoluzione caratterizzata da diversi livelli di gravità e differenti modalità di manifestazione.

Nei prossimi paragrafi si analizzeranno quindi gli stadi di sviluppo della crisi da un punto di vista prettamente aziendalistico, individuando le cause scatenanti di tale fenomenologia.

## 1.2.2 – Gli stadi della crisi

Durante una crisi, l'azienda si trova in una situazione in cui è ancora in grado di far fronte alle proprie obbligazioni, ma risulta necessario adottare tempestivamente azioni di risanamento per consentire all'impresa di superare il trend negativo di declino che sta registrando.

La dottrina è infatti concorde nel ritenere che, a seconda della gravità della crisi, che può portare un'impresa da una situazione di declino fino al dissesto, è possibile distinguere diversi stadi di sviluppo.

---

<sup>8</sup> Pencarelli (2013).

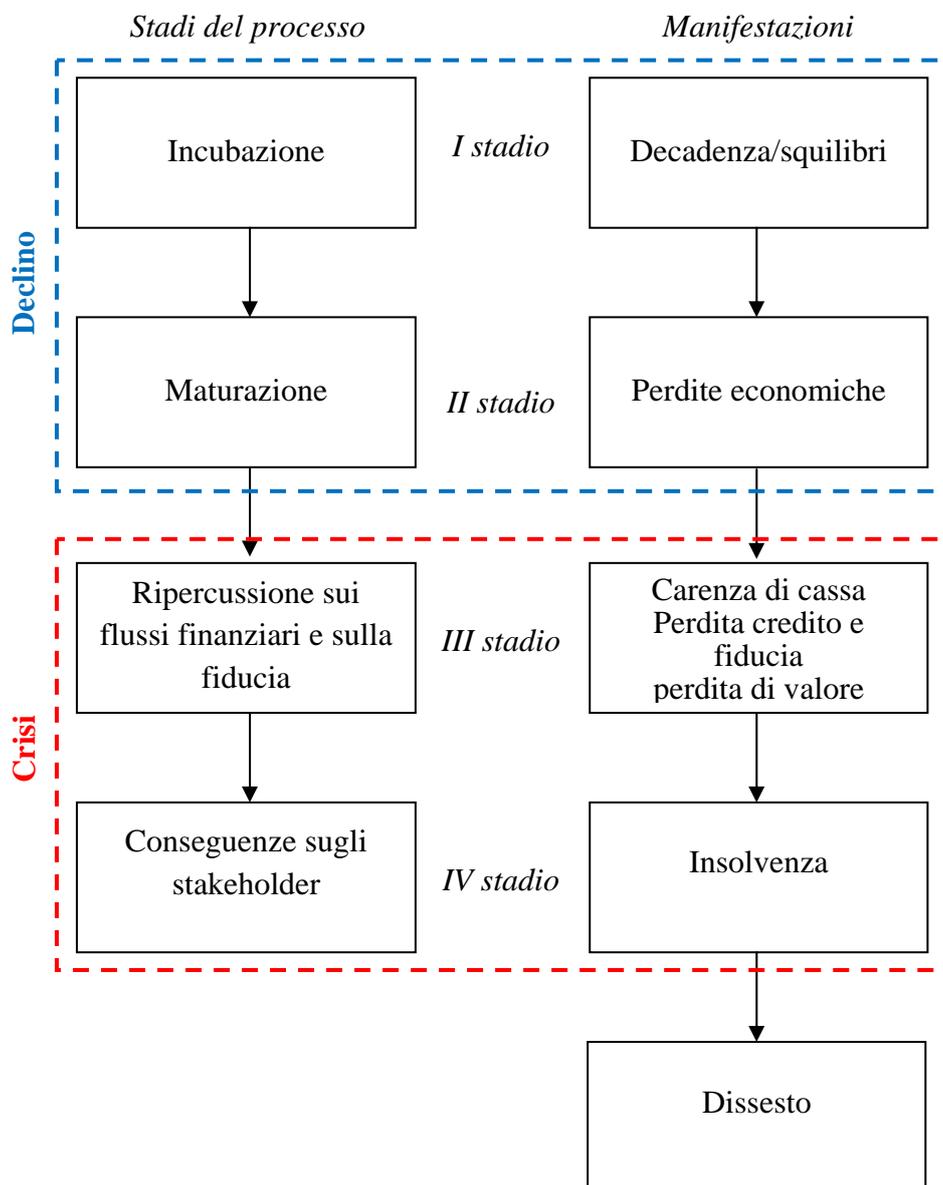
<sup>9</sup> Piseddu (2011).

<sup>10</sup> Zito (1999).

<sup>11</sup> Ipsosa-Francis Lefebvre (2013).

Secondo l'approccio adottato da Guatri, la crisi può essere interpretata come un processo composto da quattro stadi (figura 1.1), ciascuno dei quali con particolari caratteristiche.

*Figura 1.1 – I quattro stadi della crisi secondo l'approccio classico*



Fonte: Guatri (1995)

Questo processo può essere raggruppato in due fasi: il declino e la crisi.

Il declino è il primo stadio e si manifesta attraverso una riduzione di redditività o economicità aziendale.

In questa fase, i flussi economici non assumono necessariamente segno negativo, ma si assiste ad un loro sensibile decremento.

“Così, il declino è definito da una performance negativa in termini di variazione del valore del capitale economico, cioè dalla distruzione di valore nel tempo. Esso deriva, in estrema sintesi, dal deterioramento dei flussi reddituali e soprattutto delle ‘attese’ inerenti a tali flussi; oltreché dall’aggravamento dei rischi cui l’impresa è soggetta.”<sup>12</sup>

Affinché si possa parlare di declino, è però necessario che la riduzione dei flussi finanziari sia sistematica e irreversibile, qualora non vengano adottate azioni risanatorie, escludendo quindi le perdite dovute a componenti straordinarie o cicliche.

La fase di declino è composta dagli stadi di incubazione e maturazione.

Il primo si manifesta attraverso segnali di decadenza e squilibrio che, se non vengono percepiti prontamente dal management e se ad essi non vengono posti rimedi, porteranno a rilevanti perdite economiche.

La maturazione rappresenta invece una evoluzione peggiorativa delle condizioni economiche, palesando una situazione sempre più grave della condizione aziendale, che rappresenta il confine tra una situazione di declino e una di crisi.

I processi di turnaround sono quindi volti prima a contenere la perdita di valore che si sta registrando in questa prima fase e, solo successivamente, ad arrestarla: solo una volta posto rimedio alle perdite e ridimensionati i rischi legati all’attività d’impresa, sarà doveroso adottare strategie per il rilancio nel medio/lungo termine, al fine di ritornare a generare valore.

In tale situazione, risulta necessario intervenire tempestivamente con azioni radicali, al fine di invertire il trend negativo e prevenire l’aggravarsi della crisi.<sup>13</sup>

Saper gestire tempestivamente una crisi fin dai primi segnali, evitando che la situazione peggiori, è fondamentale e le azioni risanatorie, che verranno approfondite nel prossimo capitolo, possono determinare la salvezza dell’impresa.

La crisi è un’evoluzione della fase di declino, che porta a crescenti squilibri dei flussi finanziari e si manifesta con carenze di cassa, perdite di credito e di fiducia.

“La crisi è dunque la fase acuta, conclamata ed apparente all’esterno del declino; ed è un fenomeno quasi sempre irreversibile senza consistenti interventi esterni. [...] Il declino ammette sempre la possibilità di recupero dell’impresa; mentre quando è degenerato in crisi tale possibilità sussiste in un numero limitato di casi. Vi sono, cioè, delle crisi senza ritorno, poiché il processo degenerativo che le caratterizza è troppo avanzato ed appare perciò irreversibile”.<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> Guatri (1995).

<sup>13</sup> Infatti, come evidenziato da Di Diego e Micozzi (2012), “generalmente, la fase di conclamata è preceduta nel tempo da una fase d’involutione e declino che, magari anche con una fenomenologia piuttosto lenta, inizia a manifestarsi. L’impresa in declino manifesta un trend negativo strutturale e non recuperabile, laddove non si intervenga radicalmente, nella produzione di flussi economici positivi.”

<sup>14</sup> Guatri (1995).

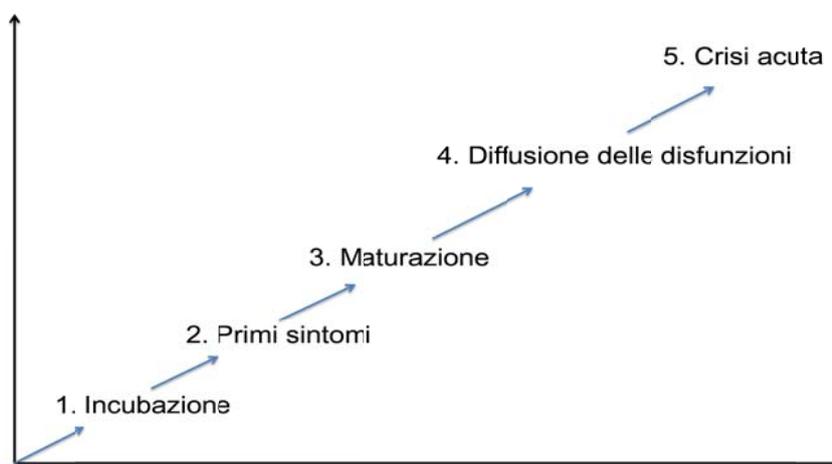
È quindi importante sottolineare che, anche in questa fase, è possibile intervenire con azioni risanatorie, nonostante la crescente instabilità strutturale dovuta a risultati economici sempre peggiori e alla maggiore difficoltà di ottenere capitale a prestito da terzi.

In questa fase, la credibilità del soggetto economico nei confronti degli investitori o dei creditori rappresenta un fattore determinante per la negoziazione degli accordi finanziari che esso intende portare avanti e un eventuale insuccesso nell'ottenere i finanziamenti comporta una grave instabilità strutturale della società, con la conseguente necessità di stipulare accordi di ristrutturazione con i creditori, pena l'insolvenza.

Con riferimento agli stadi di sviluppo della crisi, un approccio più recente è stato proposto da Capizzi (2012).

Analogamente all'impostazione classica, anche secondo l'Autore la crisi d'impresa può essere interpretata come un processo a stadi, prevedendo peraltro cinque distinte fasi di sviluppo invece delle quattro proposte da Guatri (Figura 1.2).

*Figura 1.2 – Le fasi di sviluppo della crisi d'impresa*



*Fonte: Capizzi (2012)*

Così come per l'approccio classico, anche in questo modello il primo stadio è rappresentato dall'incubazione: esso si caratterizza per un rallentamento dei trend di crescita del fatturato, per l'insorgere delle prime inefficienze e per l'assenza di erosione patrimoniale.

L'intervento del management può essere determinante già in questa prima fase, in quanto possono essere anticipati fenomeni degenerativi legati a perdite economiche in termini sia di reddito che di valore dell'impresa.

Il secondo stadio si caratterizza per l'insorgere dei primi sintomi, che possono essere facilmente evidenziati con accurati sistemi di monitoraggio dei risultati.

Tipici di questa fase sono il mancato conseguimento degli obiettivi di bilancio che erano stati previsti, l'aumento del livello di indebitamento e dei tassi applicati dalle banche, il continuo incremento delle inefficienze e la costante riduzione della liquidità.

Un mancato intervento risanatorio, volto a riportare l'impresa alle condizioni economiche ante-declino, porterà a un peggioramento delle condizioni aziendali e alla maturazione della crisi.

Questa terza fase si manifesta attraverso un crescente livello di indebitamento aziendale, perdite economiche e consistenti cali di redditività.

In tale situazione, l'equilibrio finanziario non è ancora compromesso e la possibilità di continuità aziendale non è ancora svanita, ma è necessario intervenire tempestivamente, al fine di frenare il progressivo deterioramento delle condizioni aziendali.

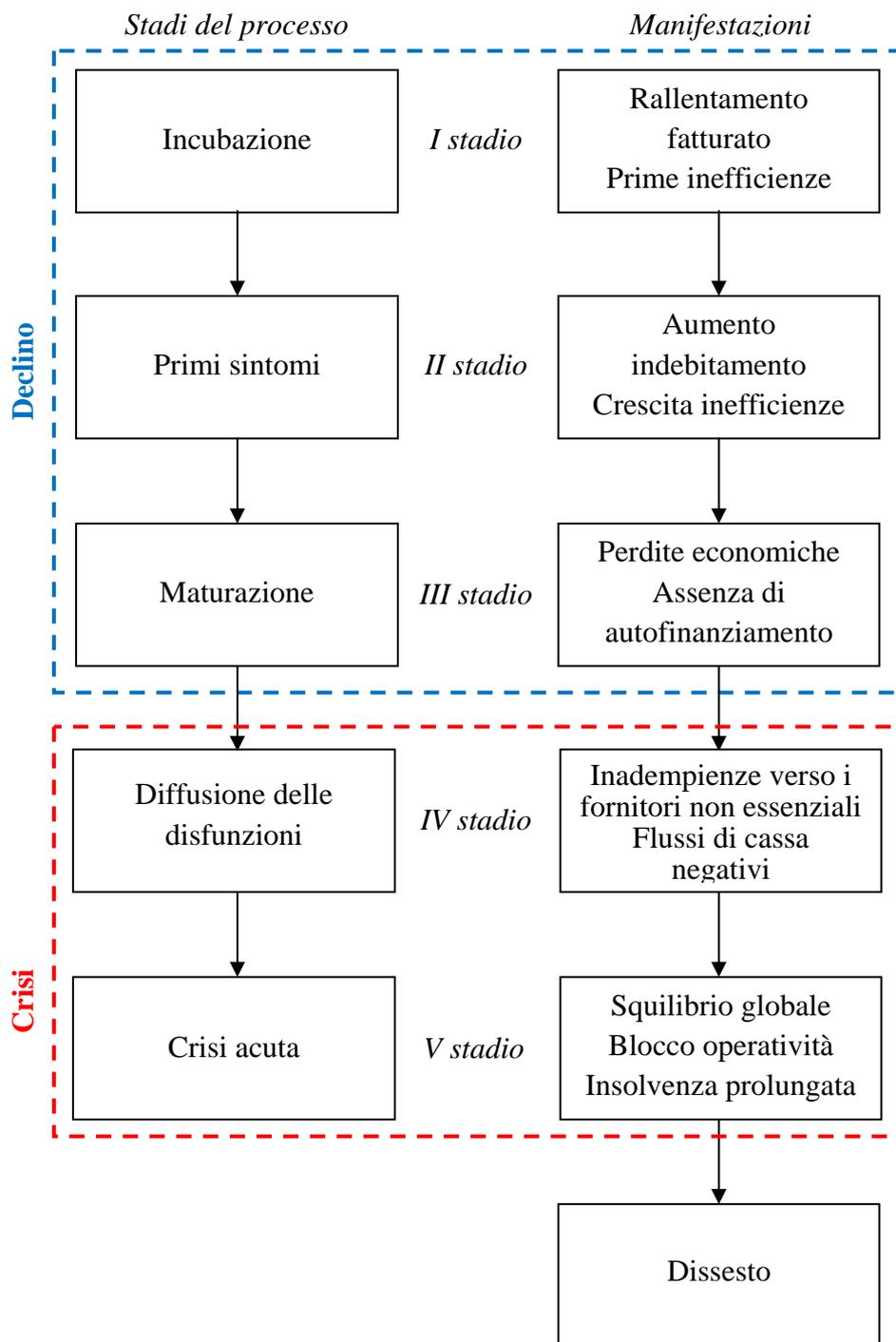
Questo stadio rappresenta quindi il palesamento dei segnali della crisi d'impresa, andando a marcare quel labile confine che, secondo la teoria classica, separa il declino dalla crisi vera e propria.

Lo stadio successivo è rappresentato dalla diffusione delle disfunzioni, fase in cui la manifestazione della crisi d'impresa è visibile anche all'esterno, a causa di inadempienze verso i fornitori non strategici, perdita dell'immagine, di clientela e di credibilità, riduzioni nelle dilazioni dei pagamenti e del patrimonio netto, flussi di cassa negativi e squilibri monetari e finanziari.

Infine, l'ultimo stadio è rappresentato dalla crisi acuta, caratterizzata da squilibrio globale, disfunzione generalizzata, blocco dell'operatività, insolvenza prolungata, patrimonio netto negativo e situazione generale di dissesto.

Tenendo valide le argomentazioni proposte da Guatri, con la relativa distinzione tra declino e crisi, e considerando anche il recente approccio al problema adottato da Capizzi, è possibile definire come segue i differenti stadi del processo con le relative manifestazioni.

Figura 1.3 – I cinque stadi della crisi secondo un approccio recente



Fonte: elaborazione dell'Autore

L'analisi dei diversi stadi si rende necessaria al fine di comprendere le diverse evoluzioni della crisi e valutare quali interventi attuare per il ripristino della condizione di equilibrio aziendale.

### 1.2.3 – Le cause della crisi

Al fine della costruzione di un piano industriale per il risanamento aziendale, l'individuazione delle cause scatenanti della crisi è uno dei passi più importanti per comprendere da dove essa derivi e quali azioni intraprendere per risolverla.

Questa rappresenta una fase fondamentale e non deve essere sottovalutata in quanto, qualora venissero confusi i sintomi della crisi con le cause scatenanti, si potrebbe compromettere l'efficacia delle azioni risanatorie, promuovendo azioni che non sarebbero indirizzate a porre rimedio direttamente alle variabili scatenanti.

La letteratura si è infatti lungamente interrogata su quali possano essere le cause alla base delle crisi d'impresa, arrivando a definire due filoni di pensiero contrapposti:

- ✓ Soggettivo-comportamentista<sup>15</sup>, che attribuisce la responsabilità della crisi al fattore umano, identificando nell'imprenditore, nei manager e nei soci i veri responsabili della crisi;
- ✓ Oggettivo-obiettivo<sup>16</sup>, che individua, quali fattori scatenanti della crisi, elementi esterni all'impresa come le dinamiche di settore, le contrazioni della domanda o l'andamento negativo dei mercati finanziari.

Le crisi d'impresa non possono però essere fatte risalire ad una sola causa scatenante, endogena o esogena che sia, ma alla compresenza di fattori sia interni che esterni all'impresa stessa.<sup>17</sup>

I fattori di patologia aziendale devono quindi essere individuati dal management mediante un'analisi che prenda in considerazione anzitutto i fattori macroeconomici (in particolare alla luce della globalizzazione e nel caso in cui l'impresa sia fortemente propensa all'internazionalizzazione), poi le dinamiche settoriali ed infine le caratteristiche proprie dell'azienda.

Una recente classificazione dei fattori scatenanti della crisi è stata proposta da Capizzi (2012), il quale distingue tra tre categorie di fattori:

1. Macroeconomici (economici, culturali e catastrofici);
2. Settoriali (esogeni, legati al ciclo di vita e alla normativa di settore);
3. Aziendali (qualitativi, quantitativi e quali-quantitativi).

Le prime due classificazioni si riconducono alla tipologia di crisi oggettiva, in quanto le crisi d'impresa derivanti da tali fattori non possono essere attribuite al comportamento o ad errori commessi dal management, bensì alle dinamiche settoriali e congiunturali.

Nella tabella 1.1, viene rappresentata una serie di fattori (macroeconomici, settoriali e aziendali), mostrando come essi si presentano e quale impatto hanno sulle imprese.

---

<sup>15</sup> Come Hambrick et al. (1996).

<sup>16</sup> Come Mc Gahan e Porter (1997).

<sup>17</sup> Coda et al. (1987), Sciarelli (1995), Pencarelli (2013).

**Tabella 1.1 – Le cause della crisi d'impresa**

<b>Fattori macroeconomici</b>	<b>Fenomenologia</b>	<b>Impatto sulle imprese</b>
Crisi finanziaria	Volatilità dei tassi Caduta dei corsi azionari Contrazione delle transazioni commerciali	Contrazione del fatturato Aumento degli oneri finanziari Svalutazione degli attivi Riduzione degli utili Aumento delle scorte
Globalizzazione	Concorrenza economie emergenti	Contrazione del fatturato Riduzione degli utili
Tensioni geopolitiche	Volatilità dei prezzi delle materie prime	Riduzione dei margini Riduzione degli utili
Terrorismo	Volatilità dei prezzi delle MP Caduta dei corsi azionari Contrazione delle transazioni commerciali	Contrazione del fatturato Aumento degli oneri finanziari Svalutazione degli attivi Riduzione degli utili Aumento delle scorte

<b>Fattori settoriali</b>	<b>Fenomenologia</b>	<b>Impatto sulle imprese</b>
Cambiamenti normativa di settore	Liberalizzazione Riduzione/azzeramento degli incentivi Aumento dei requisiti tecnici o formali per ottenere licenze o concessioni	Contrazione del fatturato Aumento degli oneri finanziari Svalutazione degli attivi Riduzione degli utili Aumento delle scorte
Innovazione	Introduzione di nuovi prodotti o processi da parte di aziende concorrenti	Riduzione del fatturato Riduzione dei margini Riduzione degli utili Aumento delle scorte
Declino del ciclo di vita settoriale	Cambiamento nei consumi Introduzione di nuovi modelli commerciali o produttivi	Riduzione del fatturato Aumento degli oneri finanziari Svalutazione degli attivi Riduzione degli utili Aumento delle scorte
Cambiamento dell'intensità concorrenziale	Maggiore potere contrattuale dei clienti e dei fornitori Maggiori potenziali entranti e/o maggiori prodotti/servizi sostitutivi Maggiore concorrenza	Contrazione del fatturato Aumento degli oneri finanziari Svalutazione degli attivi Riduzione degli utili Aumento delle scorte

<b>Fattori aziendali</b>	<b>Fenomenologia</b>	<b>Impatto sulle imprese</b>
Governance inadeguata	Obiettivi inadeguati Mancanza di leadership operativa	Perdita di potere contrattuale Impatto sul bilancio (nel M/L termine)
Perdita di competitività	Prodotti obsoleti Processi produttivi inefficienti	Riduzione del fatturato Riduzione dei margini Riduzione degli utili Aumento delle scorte
Rigidità operativa	Eccesso di costi fissi sui costi variabili (leva operativa elevata)	Riduzione dei margini Riduzione degli utili
Eccesso di indebitamento	Eccesso di mezzi di terzi rispetto ai mezzi propri (leva finanziaria elevata)	Aumento degli oneri finanziari Riduzione degli utili
Inefficienza	Differenziale di costo sfavorevole rispetto ai concorrenti	Diminuzione dell'EBITDA
Incapacità nell'individuazione tempestiva della crisi	Presenza dei fattori elencati, prima in maniera lieve poi in modo marcato	Aggravamento della crisi

Fonte: Capizzi (2012)

A parte casi estremi, ove è possibile individuare quali cause scatenanti della crisi unicamente singoli fattori, come ad esempio gravi crisi economiche, disastri ambientali o comportamenti illeciti del management, nella maggior parte dei casi le crisi si originano per il verificarsi di una molteplicità di cause che possono essere ricondotte all'andamento dell'economia globale, all'ambiente in cui opera l'azienda o all'impresa stessa.

L'esperienza empirica conferma tale tesi; ne è testimonianza, ad esempio, lo studio condotto da Slatter (1984) su 40 imprese britanniche.

In particolare, l'Autore è riuscito a dimostrare che le cause più comuni all'origine delle crisi sono l'inadeguatezza del management e la debolezza del controllo finanziario (presenti in più del 70% dei casi), ma ad esse si aggiungono anche altri fattori come l'inefficienza operativa, le variazioni della domanda o i problemi ambientali.

Successivamente, anche in Italia sono stati condotti studi che confermano la multidimensionalità delle crisi aziendali, come per esempio l'analisi sviluppata dall'Università degli Studi di Parma (Andrei et Al. 1996) sui fallimenti aperti nel periodo 1971-1991 presso il Tribunale di Parma, suddividendo i fattori all'origine della crisi in ambientali e di mercato e attività e politiche aziendali.

Bisogna però precisare che, a fronte della complessità della tematica oggetto di studio, sono state proposte negli anni molte classificazioni del fenomeno, oltre a quelle proposte dagli Autori sopra citati.

Gli studi recenti, più che concentrarsi sull'individuazione delle singole variabili scatenanti la crisi, pongono particolare enfasi sulla complessità del fenomeno. Questa recente tendenza si caratterizza per il porre grande attenzione alla misurazione del peso di ciascuna variabile in funzione della sua capacità di causare un indebolimento dei fattori critici di successo e agli elementi in grado di garantire all'impresa il vantaggio competitivo.<sup>18</sup>

Nella tabella successiva viene rappresentata una serie di fattori all'origine delle crisi d'impresa, al fine di agevolare il loro riconoscimento e supportare l'individuazione di possibili azioni correttive.

---

<sup>18</sup> Falini (2011).

Tabella 1.2 – Fattori di crisi, riconoscibilità e possibilità di intervento

Fattori riconoscibili	Riconoscibilità esterna	Possibilità d'intervento
Appartenenza a settori maturi o decadenti	XXX	X
Appartenenza a settori in difficoltà per caduta della domanda	XXX	X
Blocco dei prezzi	XXX	X
Carenze di programmazione	X	XXX
Inefficienze amministrative	X	XXX
Inefficienze commerciali	XX	XXX
Inefficienze finanziarie	XX	XX
Inefficienze organizzative	X	XXX
Inefficienze produttive	X	XXX
Perdite di quote di mercato	XX	XX
Rigidità dei costi	XX	XX
Scarsi costi di ricerca	XX	XXX
Scarso numero di prodotti	XX	XX
Squilibri finanziari	XXX	XX
Squilibri patrimoniali	XXX	XX

**Legenda:** X: minima (nulla) - XX: media - XXX: elevata

Fonte: Cndcec (2009)

L'attività ricognitiva esposta in tabella 1.2 è volta a delineare le cause e la natura della crisi, evidenziandone gli elementi determinanti da condividere con l'imprenditore e il management interessato nell'elaborazione di un possibile piano per il turnaround aziendale.

Fondamentale a tal fine è l'individuazione dello stadio di sviluppo della crisi, così da non intervenire tardivamente, compromettendo le possibilità di risanamento dell'impresa.

È chiaro che, per il professionista assegnato alla valutazione della fattibilità del piano e al recupero aziendale, di cui si parlerà nei prossimi capitoli, è più facile individuare quei fattori caratterizzati da un elevato grado di riconoscibilità esterna e ai quali è associata una concreta possibilità di intervento, così da garantire più facilmente la fattibilità del piano di risanamento.

## **1.3 – Gli effetti della crisi sul sistema economico italiano**

Dopo aver analizzato la crisi, gli stadi e le cause scatenanti, nei successivi paragrafi verranno analizzate le conseguenze che la recente crisi economica ha provocato sull'attività produttiva nel nostro Paese, mostrando come questa abbia influito sui risultati economici.

In particolare, nella presente trattazione, si farà riferimento agli effetti della crisi economica mondiale che, dal 2008, sta colpendo i mercati, provocando gravi conseguenze sui risultati economici delle imprese italiane e sulla loro posizione finanziaria.

Al fine di una migliore comprensione degli effetti di tale fenomenologia, nel prosieguo verranno distinti tre paragrafi: il primo incentrato sugli effetti della crisi a livello macroeconomico, illustrando l'andamento del Pil italiano e delle componenti della domanda, il secondo dedicato alle strategie delle imprese nel periodo 2008/2013 e il terzo incentrato sugli effetti sul sistema impresa italiano con riferimento a fallimenti, liquidazioni volontarie e procedure non fallimentari.

### **1.3.1 – La congiuntura italiana**

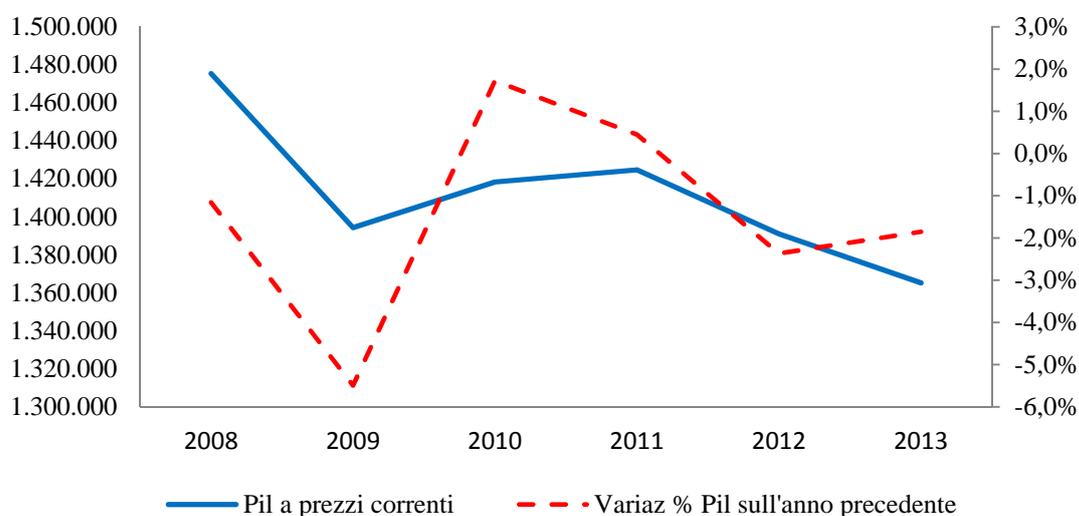
La recente crisi economica ha preso avvio nel 2007 negli Stati Uniti, a seguito della speculazione immobiliare e alla crisi dei subprime<sup>19</sup>, determinando una notevole riduzione delle risorse finanziarie disponibili, una redditività negativa e l'erosione delle quote di mercato delle imprese fino al fallimento.

Le conseguenze di questa crisi sull'economia reale si sono accentuate dopo il fallimento di Lehman Brothers (15 settembre 2008), manifestandosi attraverso un brusco crollo del commercio internazionale e del Pil dei paesi industrializzati, con conseguenze anche per l'Italia (figura 1.4).

---

<sup>19</sup> Con il termine subprime, si fa riferimento a prestiti concessi dagli istituti di credito in favore di clienti con elevato rischio debitorio. Tali prestiti, largamente concessi a soggetti che difficilmente si sarebbero dimostrati solventi, hanno comportato la "crisi dei subprime", scoppiata nel 2006 negli Stati Uniti: essa rappresenta un tipico esempio di eccessiva speculazione finanziaria.

**Figura 1.4 - Andamento del Pil italiano 2008/2013**  
valori assoluti e tassi di crescita rispetto l'anno precedente



Fonte: elaborazione dati Eurostat

Gli effetti della crisi sul Pil italiano vengono ben rappresentati in figura 1.4<sup>20</sup>: mentre nel 2008 il valore monetario complessivo dei beni e servizi prodotti dal nostro Paese era di 1.475.412,4 milioni di euro, nel 2009 si è ridotto del 5,5% , attestandosi al valore di 1.394.347,2 milioni di euro.

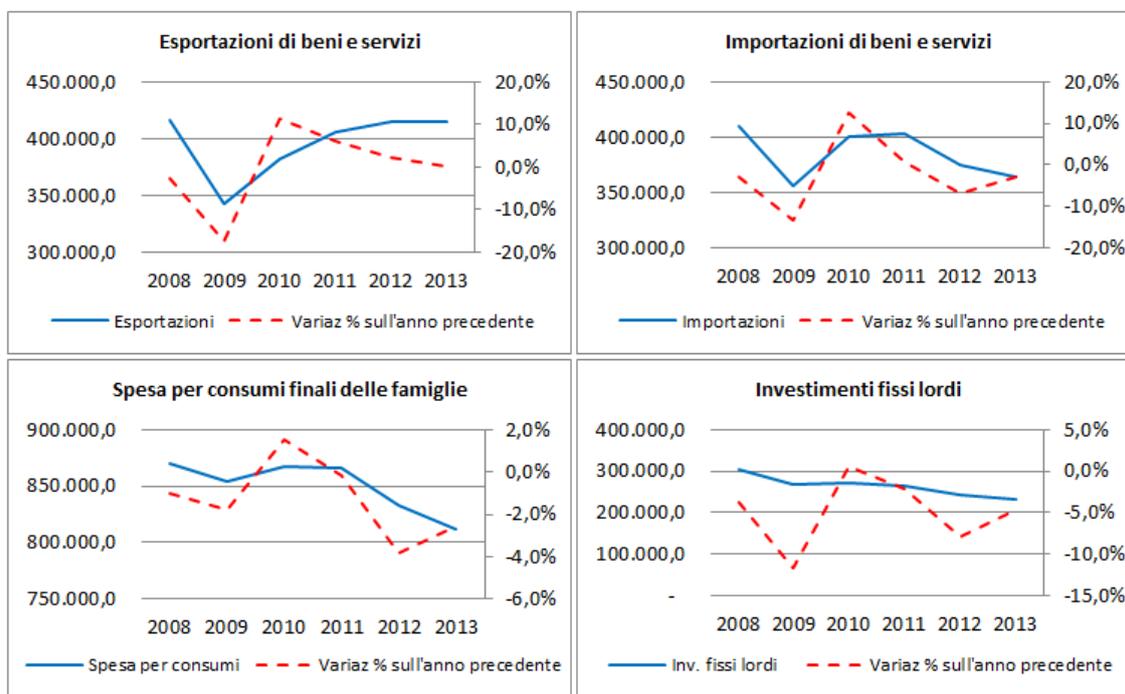
Nel 2010 si è però verificata una leggera ripresa rispetto al precedente anno (+1,7%), così come nel 2011 (+0,4%), per poi tornare a decrescere nel 2012 (-2,4%) e nel 2013 (-1,9%) dove, in valore assoluto, si è registrato il valore più basso della serie considerata (1.365.226,8 milioni di euro); il Pil del 2013 è inferiore del 7,5% rispetto a quello del 2008, segnalando quindi un grave crollo dell'attività produttiva italiana quale effetto della crisi economica.

Gli effetti della crisi possono essere osservati non solo nell'evoluzione del Pil, ma anche nelle altre componenti della domanda: in figura 1.5, viene rappresentato l'andamento delle esportazioni e importazioni di beni e servizi, nonché della spesa per consumi finali delle famiglie e degli investimenti fissi effettuati nel periodo di riferimento.<sup>21</sup>

<sup>20</sup> Pil (in milioni di euro) a prezzi correnti, con valori concatenati con anno di riferimento 2005.

<sup>21</sup> Per tutte e quattro le componenti della domanda si fa riferimento a dati nazionali annui (in milioni di euro) con valori concatenati con anno di riferimento 2005.

**Figura 1.5 – Andamento delle componenti della domanda**  
valori assoluti e tassi di crescita rispetto l'anno precedente



Fonte: elaborazione dati Istat

Durante questo periodo, l'economia italiana ha risentito della debolezza della domanda interna più di quella estera.

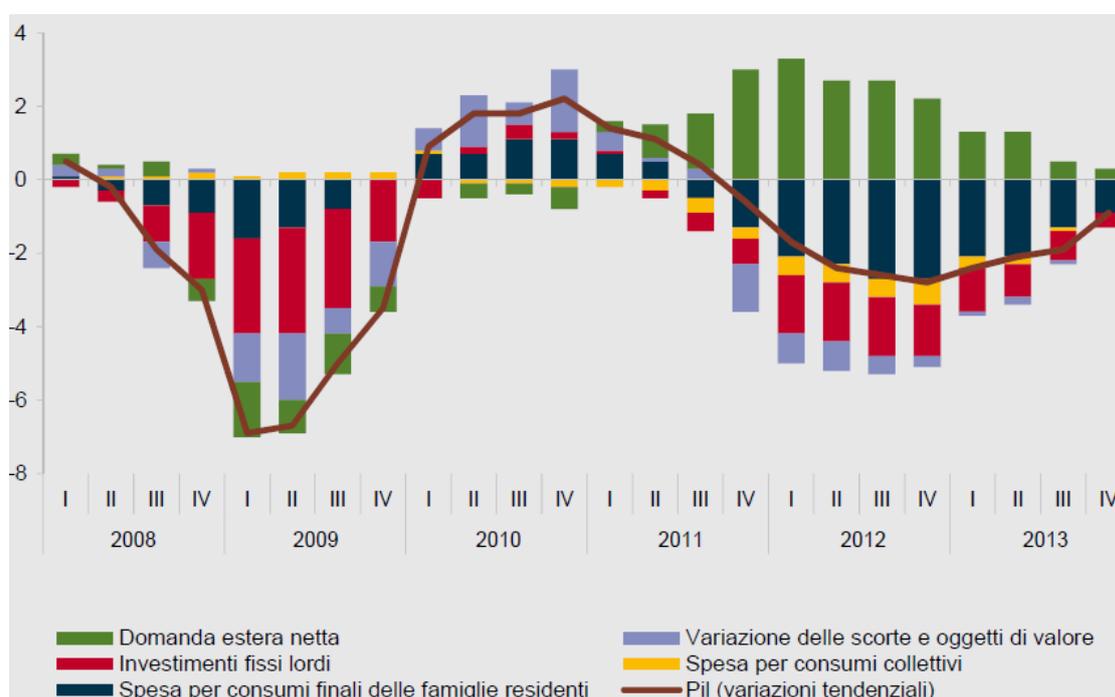
Si osserva infatti una riduzione pressoché ininterrotta, se non da un timido segnale di miglioramento nel 2010, sia per i consumi finali delle famiglie, sia per gli investimenti fissi lordi, raggiungendo il valore più basso della serie nel 2013 (811.722,3 e 232.103 rispettivamente).

Discorso simile può essere fatto per le importazioni di beni e servizi, che hanno registrato una brusca frenata nel 2009 (-13,4%), mostrando una ripresa nei due anni successivi (+12,6% nel 2010 e +0,8% nel 2011), per poi ritornare a decrescere nel 2012 (-7%) e nel 2013 (-2,8%) a causa della debolezza della domanda interna.

Considerazioni differenti devono invece essere fatte per le esportazioni, le quali hanno mostrato, dopo un brusco crollo nel 2009 (-17,5%), segnali di crescita negli anni successivi, seppur a un tasso decrescente, grazie alla ripresa delle principali economie industrializzate.

L'andamento del Pil, in rapporto ai contributi offerti dalle componenti della domanda nel periodo 2008/2013, vengono rappresentati nella figura successiva.

Figura 1.6 – Andamento del Pil e contributi delle componenti della domanda



Fonte: Istat (2014)

Gli avanzi della domanda estera netta, definita come il differenziale tra esportazioni e importazioni di prodotti e servizi, non devono essere interpretati solo in maniera positiva: sicuramente, ipotizzando di tenere costanti tutte le determinanti della domanda (interna ed estera), ad eccezione delle esportazioni, un saldo positivo rappresenta un segnale favorevole, portando ad un aumento del Pil nazionale.

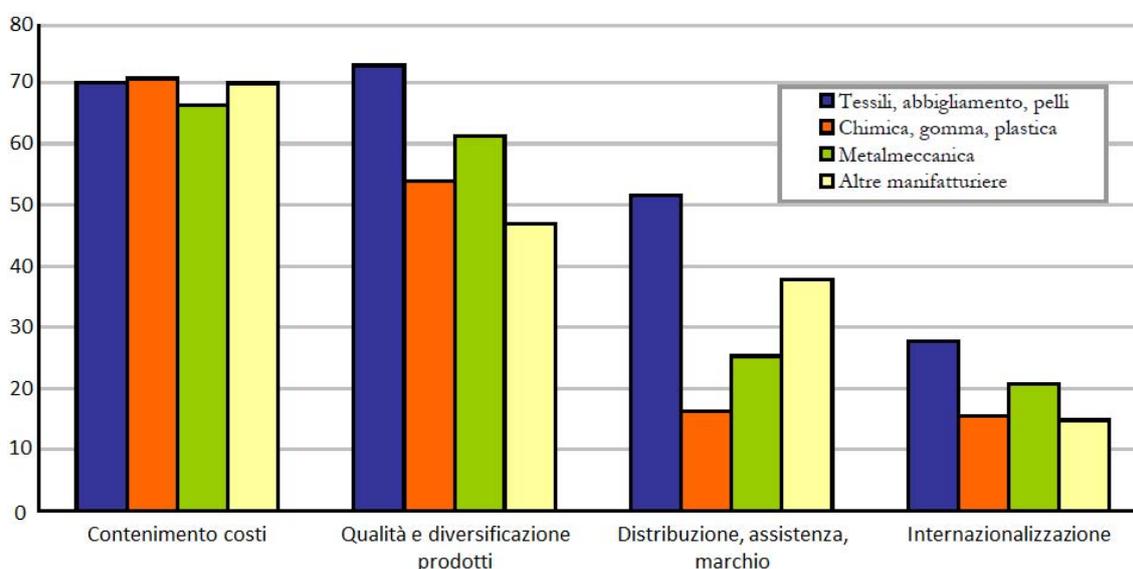
Tuttavia, nel caso italiano, il valore finale di questo saldo non deriva tanto dall'incremento delle esportazioni, pur avendo queste ultime influito positivamente negli ultimi anni, quanto dalle riduzioni delle importazioni, dovute alla forte contrazione dei consumi e dalla riduzione del potere d'acquisto delle famiglie italiane.

Infatti, prendendo ad esempio come anno di riferimento il 2013, mentre le esportazioni sono aumentate dello 0,1% rispetto al 2012, le importazioni sono calate del 2,8%, determinando quindi un differenziale positivo della domanda estera netta dovuto sì ad un modesto miglioramento delle esportazioni, ma soprattutto ad un crollo delle importazioni; il miglioramento della domanda estera netta di 0,8 punti percentuali ha così contribuito ad un miglioramento del Pil italiano.

## 1.3.2 – Le strategie delle imprese italiane durante la crisi

La debolezza della domanda interna ha inevitabilmente inciso negativamente sui risultati delle imprese nazionali portandole, negli anni della crisi, ad una focalizzazione delle strategie aziendali sul contenimento dei costi, sul miglioramento della qualità e della diversificazione dei prodotti, sul potenziamento delle attività di distribuzione e assistenza e su una maggiore propensione all'internazionalizzazione.

*Figura 1.7 – Variazione della rilevanza delle strategie d'impresa 2008/2013  
differenza tra quote con giudizi di aumento e diminuzione della rilevanza*



Fonte: Banca d'Italia (2014)

Nella figura 1.7 viene proposta un'indagine effettuata dalla Banca d'Italia (2014) che rappresenta l'importanza che le imprese hanno attribuito alle strategie aziendali dopo lo scoppio della crisi.

Da tale rappresentazione emerge che complessivamente le imprese italiane a seguito della crisi economica rivolgono maggiore attenzione al contenimento dei costi di produzione e che il saldo fra le imprese che attribuiscono maggior peso a questa strategia e quelle che la ritengono meno rilevante rispetto al 2008 è di circa il 70%.

Nell'ultimo quinquennio è cresciuto però anche l'impegno delle imprese nell'incremento della qualità e nella diversificazione dei prodotti, ad un tasso medio del 56%, più elevato per quelle che operano nel settore tessile, abbigliamento e pelli (oltre il 70%) e per quelle che generano almeno un terzo del proprio fatturato esportando i propri prodotti all'estero (oltre il 60%).

Un impatto inferiore si è rilevato nelle politiche di supporto alla produzione, come la distribuzione, l'assistenza e la valorizzazione del marchio, diventando più rilevanti rispetto al 2008 solo per un terzo delle aziende; tale valore viene elevato grazie alla maggior attenzione riservata a queste attività dalle imprese tessili, che hanno mostrato un saldo di poco superiore al 50%.

Da ultimo, le strategie di internazionalizzazione hanno assunto maggiore importanza nel 2013 rispetto al 2008 per il 20% delle imprese, valore crescente all'aumentare delle dimensioni dell'impresa: si va dal 14% per le imprese di piccole dimensioni ad oltre il 33% per quelle con almeno 500 dipendenti.

La crisi economica ha quindi portato le imprese ad attribuire un maggior peso rispetto al passato alle strategie aziendali, in particolare a quelle di contenimento dei costi, all'incremento della qualità dei prodotti e alla loro diversificazione.

La crisi economica ha infatti comportato l'uscita dal mercato delle imprese più inefficienti e meno competitive, motivo per il quale la cura delle strategie aziendali ha assunto, rispetto al 2008, un ruolo sempre più importante; a tal proposito, nei paragrafi successivi, verranno analizzati gli effetti della crisi economica sulle imprese italiane, focalizzando l'attenzione sulle modalità di chiusura d'impresa.

### **1.3.3 – Il sistema impresa italiano**

Dopo aver analizzato gli effetti della crisi in Italia a livello macroeconomico e le strategie adottate dalle imprese durante la crisi, nei successivi tre paragrafi si sposta l'attenzione sul vero soggetto di questo elaborato, ossia l'impresa, con l'obiettivo di evidenziare quali siano le conseguenze di questo fenomeno a livello aziendale.

La crisi si è infatti caratterizzata per avere colpito in modo particolarmente significativo le imprese italiane, portando a un costante incremento del numero di fallimenti, liquidazioni volontarie e procedure non fallimentari.

Queste affermazioni sono supportate dai dati relativi ai fallimenti, alle liquidazioni e alle procedure non fallimentari fornite da Cerved Group (2013, 2014), grazie ai quali è possibile osservare l'andamento di questi fenomeni non solo durante la crisi, ma nell'ultimo decennio.

Da tali dati emerge che la recessione che ha colpito duramente il nostro sistema impresa in questi anni ha generato effetti negativi che non si sono ancora esauriti, ma che hanno raggiunto il loro culmine nel 2013, con circa 111.000 chiusure aziendali (14.000 fallimenti, 94.000 liquidazioni volontarie e 3.000 procedure non fallimentari).

Si deve però sottolineare che, in base ai dati parziali Cerved relativi al 2014<sup>22</sup>, le proiezioni fornite dalla Banca d'Italia sull'evoluzione del contesto imprenditoriale italiano nel biennio 2014/2015, prefiguranti una timida ripresa dell'economia italiana, pare si stiano realizzando<sup>23</sup>; si tratta comunque di dati incompleti, in quanto arrivano ad analizzare il primo semestre 2014, motivo per cui nei prossimi paragrafi l'analisi verrà fatta fino al 2013, anno fino al quale è possibile reperire dati completi.

È inoltre importante sottolineare che, se pure le proiezioni mostrano tenui segnali positivi per i primi mesi del 2014, peraltro caratterizzati da una forte incertezza, attualmente non è in alcun modo scongiurato il forte rischio di chiusura aziendale che ha caratterizzato la recente recessione e lo scenario di progressivo deterioramento non si è ancora arrestato, essendo ancora ben lontani dai livelli pre-crisi.

Per una migliore analisi delle conseguenze della crisi sulle imprese italiane, nel prosieguo si distingueranno tre paragrafi: il primo dedicato ai fallimenti, il secondo alle liquidazioni volontarie ed il terzo alle procedure non fallimentari.

In ciascun paragrafo verrà inoltre mostrata l'evoluzione del fenomeno nell'ultimo decennio, approfondendo poi ulteriormente l'analisi attraverso uno studio sia per macrosettore che per forma giuridica nell'ultimo triennio, in linea con i dati resi pubblici da Cerved Group.<sup>24</sup>

### 1.3.3.1 – I fallimenti

Dallo scoppio della crisi economica, il 2013 si è caratterizzato come il peggior anno in termini di numero di fallimenti, comportando oltre 14.000 default, il 12,0% in più rispetto al 2012.

Dalla figura 1.8, che rappresenta l'andamento dei fallimenti in Italia nel periodo 2001/2013, è possibile osservare che, dal 2008 fino ai giorni nostri, a seguito della recente crisi economica, il numero dei fallimenti si è attestato in costante crescita, toccando il suo massimo nell'ultimo anno della serie.

---

<sup>22</sup> In base a tali dati, nei primi sei mesi del 2014 il numero complessivo di chiusure aziendali ammonta a 42.000, il 6,9% in meno rispetto al medesimo periodo del 2013, configurandosi come il primo calo dal primo semestre del 2008.

<sup>23</sup> “Le proiezioni per l'economia italiana nel biennio 2014-2015 presentate in questo Bollettino prospettano una ripresa moderata, non esente da significative incertezze.” Banca d'Italia (luglio 2014).

<sup>24</sup> I dati mostrano il duro impatto con cui la crisi si è manifestata nel nostro Paese, ma inevitabilmente sottostimano il fenomeno, in quanto non tengono in alcun modo conto delle imprese che, pur versando in uno stato di tensione finanziaria, non hanno fatto ricorso a procedure né giudiziali né stragiudiziali.

**Figura 1.8 – Andamento dei fallimenti in Italia 2001/2013**  
dati trimestrali



Fonte: Cerved Group (2014)

Diversamente dalle precedenti rappresentazioni grafiche, dove veniva mostrata l'evoluzione di specifiche variabili unicamente nel periodo 2008/2013, nella figura 1.8 viene rappresentato l'andamento dei fallimenti nell'ultimo decennio al fine di non glissare sul crollo del numero dei fallimenti avvenuti precedentemente alla crisi quale effetto della riforma legislativa avvenuta nel 2006.

Infatti, con la riforma legislativa in oggetto, che ha comportato l'esclusione delle imprese più piccole dalla procedura fallimentare, il numero di fallimenti si è ridotto fino a toccare il minimo storico nel 2007 (quasi 6.000 procedure fallimentari, il 40,9% in meno rispetto al 2006), per poi tornare a crescere fino ai giorni nostri, raggiungendo il massimo storico della serie con oltre 14.000 fallimenti (2013).<sup>25</sup>

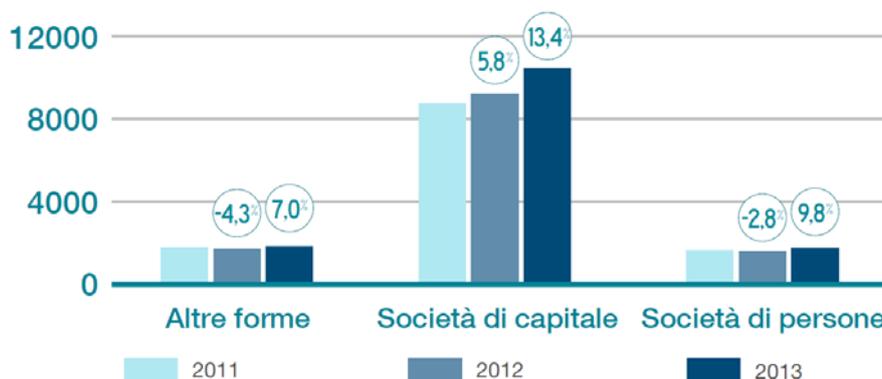
Entrando più nello specifico e analizzando i fallimenti in base alla forma giuridica adottata dalle imprese, con riferimento all'ultimo triennio, quella che ha maggiormente risentito della crisi è la società di capitali, non solo in termini di valore assoluto, ma anche di tasso percentuale di crescita rispetto al precedente anno.

Infatti, nel 2013, le società di capitali hanno raggiunto il record negativo di circa 10.000 fallimenti, con una crescita del 13,4% rispetto al 2012.

Inoltre, dai dati a disposizione, risulta che tale forma societaria si caratterizza per essere l'unica che, nel triennio in analisi, non ha mai invertito il trend negativo, registrando una costante crescita nel numero di fallimenti negli anni: la tendenza positiva delle società di persone e delle altre forme giuridiche, pur avendo mostrato segni di miglioramento nel 2012 (-2,8% per le società di persone e -4,3% per le altre forme) ha invertito il proprio segno nel 2013, con un aumento del ricorso alle procedure fallimentari.

<sup>25</sup> Il numero di fallimenti, nel periodo storico oggetto di studio, si è mostrato in continua crescita. Dai dati ottenuti confrontando i rapporti Cerved Group (2013, 2014), è possibile affermare che dal 2008 al 2013 si contano circa 70.000 fallimenti.

**Figura 1.9 – Fallimenti per forma giuridica**  
valori assoluti e tassi di crescita rispetto l'anno precedente



Fonte: Cerved Group (2014)

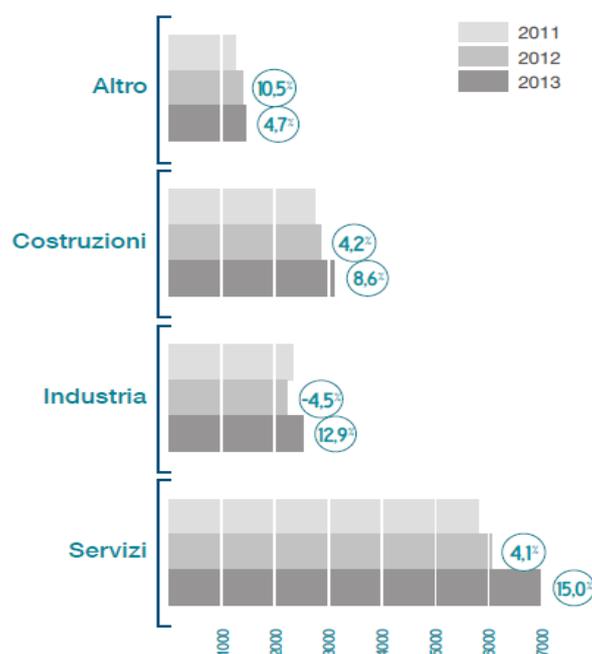
Analizzando invece i fallimenti per macrosettori nel periodo considerato, il tasso di crescita nel 2013 è tendenzialmente più elevato rispetto a quello registrato nel 2012, in particolare nel terziario, dove il numero di fallimenti, rispetto al 2012, è aumentato del 15,0%.

I tassi maggiori sono riconducibili alle società che erogano servizi finanziari e a quelle che offrono utility ed energia (+40,5% e +37,6% rispettivamente), mentre per numero di fallimenti i valori maggiori si sono registrati nella distribuzione (quasi 3.000 fallimenti, l'11,6% in più rispetto al 2012) e nei servizi non finanziari (quasi 2.000 fallimenti, il 19,6% in più rispetto al 2012).

Con riferimento all'industria, il 2012 si era caratterizzato per aver registrato una riduzione del numero di fallimenti rispetto al 2011 (-4,5%) ma, nel 2013, il trend è stato invertito, portando a un aumento del numero di fallimenti del 12,9%.

Un segnale positivo si è avvertito nel sistema moda, che ha chiuso il 2013 con un -3,4%; per quanto riguarda le altre industrie, le procedure fallimentari sono aumentate a ritmi elevati, come per la chimica (+50,0%), la siderurgia (+26,8%) e il sistema casa (+22,4%).

Figura 1.10 – Fallimenti per macrosettore



Fonte: Cerved Group (2014)

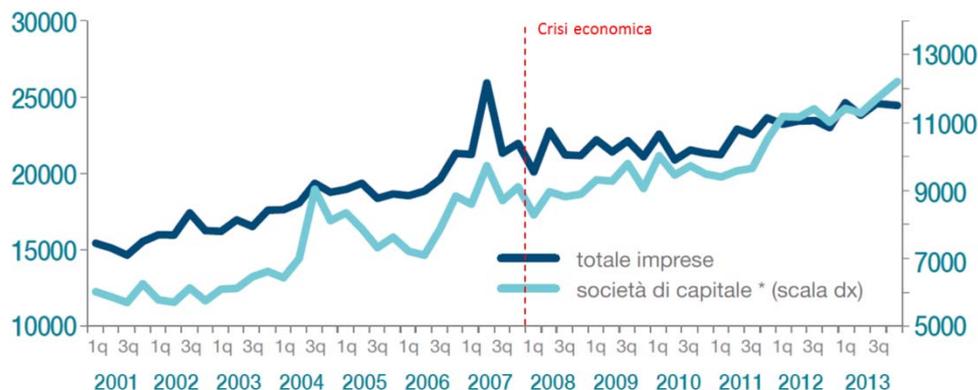
In conclusione, la crisi economica ha duramente colpito il sistema impresa italiano, portando a un numero di fallimenti sempre crescente negli anni, arrivando a toccare il suo massimo nell'ultimo anno della serie, il 2013.

Tale fenomeno, pur mostrandosi con diverse intensità, è risultato in forte aumento in tutti i settori economici e per tutte le forme giuridiche (in particolare nei servizi, +15,0% nel 2013/2012 e per le società di capitale, +13,4% nel 2013/2012), andando a colpire anche quei segmenti e quelle forme giuridiche che nel 2012 avevano mostrato i primi segnali di ripresa (come l'industria, -4,5% nel 2012/2011 contro +12,9% nel 2013/2012 e le società di persone, -2,8% nel 2012/2011 contro +9,8% nel 2013/2012).

### 1.3.3.2 – Le liquidazioni volontarie

Dallo scoppio della crisi economica, lo strumento maggiormente utilizzato per la chiusura delle imprese non è stato il fallimento, ma la liquidazione volontaria.

*Figura 1.11 – Andamento delle liquidazioni in Italia 2001/2013  
dati trimestrali*



Fonte: Cerved Group (2014)

Come per i fallimenti, anche nel caso delle liquidazioni volontarie la serie storica in esame ha mostrato un andamento crescente segnando, anche in questo caso, il maggior valore mai registrato nel 2013: sono state liquidate volontariamente circa 94.000 imprese, record assoluto dal 2001.<sup>26</sup>

Di queste 94.000 imprese liquidate, 47.000 erano società di capitali (+7% rispetto al 2012) che hanno presentato almeno un bilancio valido negli ultimi tre anni, 40.000 le società di persone (-1.7%) e 7.000 le società di capitali che non hanno presentato alcun bilancio valido nell'ultimo triennio (+54%).

Nella figura 1.12 viene rappresentato l'andamento delle liquidazioni, nel triennio 2011/2013, per forma giuridica.

Da tale grafico emerge che, mentre le società di capitali, con la presentazione di bilanci validi e non, si caratterizzano per un incremento del numero delle liquidazioni (in particolar modo, per quelle senza bilancio il tasso di variazione 2013/2012 è del +54,4%), per le società di persone vi è una riduzione del numero di liquidazioni sia nel 2012 (-7,2%), sia nel 2013 (-1,7%).

<sup>26</sup> Cerved Group (2014).

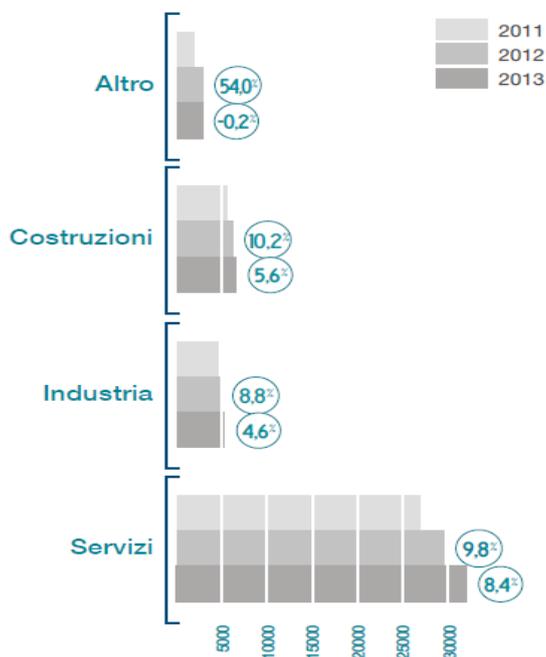
**Figura 1.12 – Liquidazioni per forma giuridica**  
valori assoluti e tassi di crescita rispetto l'anno precedente



Fonte: Cerved Group (2014)

Per quanto riguarda le società di capitali che hanno depositato i propri bilanci, nel 2013 il macrosettore che ha riscontrato il maggior numero di liquidazioni è quello dei servizi (+8,4%), seguito dall'edilizia (+5,6%) e dall'industria (+4,6%).

**Figura 1.13 – Liquidazioni per macrosettore**



Fonte: Cerved Group (2014)

Anche per le liquidazioni volontarie, come nel caso dei fallimenti, la crisi ha portato a un indebolimento del sistema economico e ad una crescita del numero delle liquidazioni, arrivando a toccare il suo massimo sempre nel 2013.

Tale procedura si caratterizza per essere quella maggiormente utilizzata dalle imprese in crisi, incidendo per circa l'85% sul totale delle chiusure aziendali.

Analogamente a quanto avviene per i fallimenti, la crisi ha colpito tutti i macrosettori, in particolar modo quello dei servizi.

È inoltre possibile osservare che le liquidazioni nell'ultimo triennio sono in forte aumento tra le società di capitale, mostrano un andamento discontinuo tra quelle che non hanno presentato bilanci validi, ma sono in diminuzione tra le società di persone (-7,2% nel 2012/2011 e -1,7% nel 2013/2012).

### 1.3.3.3 – Le procedure non fallimentari

Anche per le procedure non fallimentari, come per quelle precedentemente trattate, il ricorso a tale strumento è risultato in aumento negli anni, toccando l'apice nel 2013, superando quota 3.000, risultato più alto mai registrato in oltre 10 anni di osservazioni.

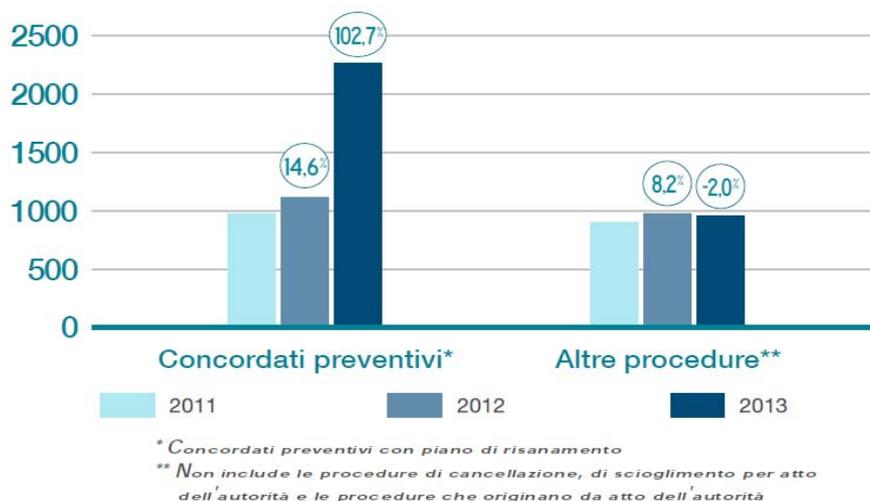
*Figura 1.14 – Andamento delle procedure non fallimentari in Italia 2001/2013  
dati trimestrali*



Fonte: Cerved Group (2014)

L'elevato ricorso a queste procedure è da attribuire al maggior utilizzo dei concordati preventivi che, rispetto al 2012, sono più che raddoppiati (+102,7%), mentre le altre procedure hanno subito un leggero calo (-2,0%).

**Figura 1.15 – Procedure non fallimentari per tipologia**  
valori assoluti e tassi di crescita rispetto l'anno precedente



Fonte: Cerved Group (2014)

L'elevato tasso di crescita dei concordati preventivi registrato nel 2013 è dovuto all'introduzione, nel settembre 2012, del concordato in bianco, ossia di una procedura che consente alle imprese in crisi di bloccare le azioni esecutive dei creditori grazie alla presentazione della domanda di concordato preventivo "con riserva" o "in bianco" e riservandosi di depositare in un secondo momento, indicato dal giudice, il piano di risanamento e la documentazione richiesta dalla legge.<sup>27</sup>

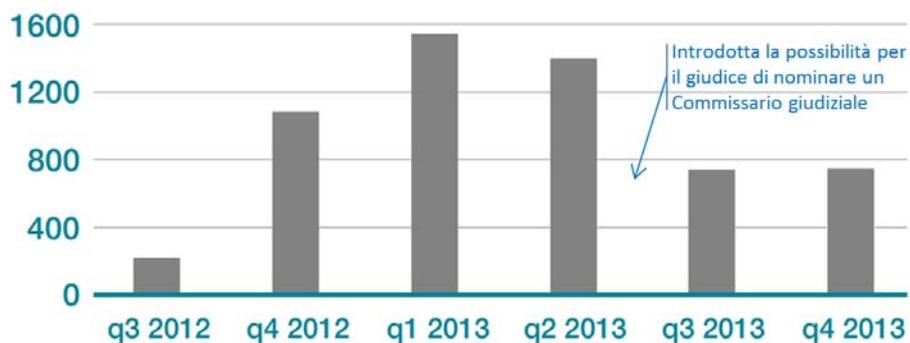
Nonostante il grande successo riscontrato da questo istituto, i dati trimestrali indicano un netto calo nella seconda metà del 2013: nel terzo e quarto trimestre si sono registrate solo 750 domande in bianco, la metà rispetto ai primi due trimestri dell'anno.

Questo calo può essere attribuito alle modifiche introdotte ad agosto dal legislatore, in particolare alla facoltà concessa al tribunale di nominare un Commissario Giudiziale che controlli i comportamenti adottati dall'impresa anche prima dell'ammissione al concordato.<sup>28</sup>

<sup>27</sup> Per un'approfondita analisi del concordato in bianco, si rimanda al paragrafo 2.3.5 del capitolo 2.

<sup>28</sup> Cerved Group (2014).

**Figura 1.16 – I concordati in bianco dall'introduzione a settembre 2012  
numero di istanze per trimestre**

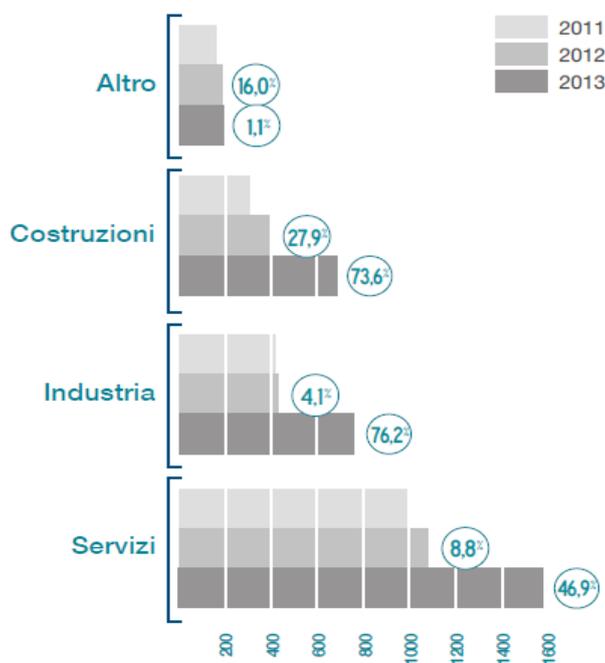


Fonte: Cerved Group (2014)

Per quanto riguarda il numero di istanze presentate nel 2013, il terziario è il macrosettore che ha registrato il maggior numero di concordati (oltre la metà del totale dei concordati è da attribuire alle imprese operanti nei servizi), con un tasso di crescita del 46,9% rispetto al 2012.

Pur pesando in misura minore rispetto al terziario in merito all'ammontare complessivo di istanze presentate, l'industria e l'edilizia sono quelle che nel 2013 hanno mostrato il tasso di crescita più elevato, rispettivamente del 76,2% e del 73,6%.

**Figura 1.17 – Procedure non fallimentari per macrosettore**



Fonte: Cerved Group (2014)

Come per le precedenti procedure, anche per quelle non fallimentari il ricorso a questo strumento è cresciuto negli anni, arrivando a definire il suo massimo nel 2013.

Nella figura 1.14, si osserva un'esplosione del ricorso a tali procedure tra il 2012 e il 2013, dovuto all'introduzione dei concordati in bianco, strumento che si è quindi dimostrato decisamente apprezzato dalle imprese che versano in uno stato di crisi.



## Capitolo II

# Le soluzioni alla crisi per la continuità aziendale

### SOMMARIO

<b>LE SOLUZIONI ALLA CRISI PER LA CONTINUITÀ AZIENDALE .....</b>	<b>33</b>
2.1 – INTRODUZIONE .....	34
2.2 – EVOLUZIONE E CLASSIFICAZIONE DEGLI ISTITUTI .....	34
2.3 – LE PROCEDURE CON FINALITÀ DI CONTINUITÀ AZIENDALE .....	37
2.3.1 – <i>Le soluzioni stragiudiziali</i> .....	37
2.3.2 – <i>L'amministrazione straordinaria quale soluzione per le grandi imprese in crisi</i> .....	41
2.3.3 – <i>Il piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F.</i> .....	45
2.3.3.1 – Presupposti di ammissibilità.....	47
2.3.3.2 – Formalizzazione del piano.....	49
2.3.3.3 – Le tutele garantite dalla legge.....	50
2.3.3.4 – Il ruolo dell'attestatore .....	51
2.3.3.5 – Conclusioni.....	53
2.3.4 – <i>Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.</i> .....	54
2.3.4.1 – Contenuti e presupposti di ammissibilità.....	57
2.3.4.2 – Il consenso dei creditori.....	58
2.3.4.3 – L'evoluzione della procedura .....	59
2.3.4.4 – Conclusioni.....	61
2.3.5 – <i>Il concordato preventivo in continuità</i> .....	61
2.3.5.1 – Presupposti di ammissibilità.....	63
2.3.5.2 – Le due tipologie di concordato in continuità .....	64
2.3.5.3 – Il concordato ordinario .....	66
2.3.5.4 – Il concordato con riserva o in bianco.....	67
2.3.5.5 – Abuso del concordato in bianco .....	69
2.3.5.6 – Effetti della domanda, pubblicazione e tutele.....	71
2.3.5.7 – Esame del tribunale .....	73
2.3.5.8 – Approvazione dei creditori .....	74
2.3.5.9 – Omologazione .....	75
2.3.5.10 – Conclusioni.....	76
2.4 – VALUTAZIONE COMPARATIVA DELLE SOLUZIONI GIUDIZIALI ALTERNATIVE AL FALLIMENTO.....	76
2.4.1 – <i>Le procedure in esercizio</i> .....	80
2.4.2 – <i>Conclusioni</i> .....	83

## 2.1 – Introduzione

Il precedente capitolo si prefissava l'obiettivo di analizzare il contesto della trattazione, studiando la crisi e i suoi effetti, ma non proponendo alcuna soluzione a tale fenomenologia.

A questa esigenza viene incontro il presente capitolo, la cui finalità è quella di rappresentare in modo chiaro e completo le differenti alternative che il Legislatore italiano ha messo a disposizione delle imprese per la risoluzione della situazione di crisi.

Come si vedrà, le modalità d'intervento per la risoluzione della crisi d'impresa sono molteplici e differenti, ma distinguibili in due categorie: quelle finalizzate alla continuità aziendale e quelle volte alla liquidazione d'impresa.

Nel presente capitolo l'attenzione è incentrata unicamente sulle procedure di continuità aziendale, fornendo una disamina completa di ciascun istituto e lasciando al prossimo capitolo la trattazione degli strumenti caratterizzati da una finalità liquidatoria.

Più precisamente, dopo aver mostrato l'evoluzione e la classificazione degli istituti su cui si fondano il capitolo presente e il successivo, verranno analizzate tutte le principali procedure alle quali un'impresa in crisi può far ricorso al fine di garantire la continuità aziendale, per poi effettuare al termine del capitolo una valutazione comparativa delle soluzioni giudiziali.

## 2.2 – Evoluzione e classificazione degli istituti

La materia delle procedure concorsuali, disciplinate dal Regio Decreto n. 267 del 16 marzo 1942 (c.d. Legge Fallimentare), ha visto le prime grandi modifiche dopo oltre sessant'anni.<sup>29</sup>

La Legge Fallimentare del tempo rispecchiava l'intento liquidatorio del Legislatore, la cui intenzione era quella di punire l'imprenditore insolvente, spossessandolo del proprio patrimonio e mirando alla soddisfazione del ceto creditorio attraverso la liquidazione dell'azienda.<sup>30</sup>

La relazione di accompagnamento alla Legge Fallimentare del 1942 chiariva infatti che: "[...] La nuova Legge assume la tutela dei creditori come un altissimo interesse

---

<sup>29</sup> La Legge Fallimentare è stata affiancata dalla Legge del 3 aprile 1979 n. 95 (c.d. Legge Prodi) per la regolamentazione della procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi. L'obiettivo di tale Legge era di salvaguardare la continuità dell'esercizio delle imprese di grandi dimensioni, al fine di evitare le gravi conseguenze che il fallimento di una grande impresa può provocare al tessuto economico nazionale. Tale Legge venne abrogata con l'approvazione del D.lgs. n. 270/1999 su sollecitazione europea, per rispetto del principio concorrenziale di non assistenza statale alle imprese.

<sup>30</sup> Capizzi (2012).

pubblico e pone in essere tutti i mezzi perché la realizzazione di questa tutela non venga intralciata da alcun interesse particolaristico. [...]”.

L’obiettivo principale del Legislatore era infatti quello di salvaguardare gli interessi dei creditori e di punire l’imprenditore, la cui condotta riprovevole poteva aver cagionato un danno ai creditori.

L’esigenza di rendere più gestibile la crisi d’impresa portò a mutare questi antichi principi attraverso il D.L. n. 35 del 2005, apportando significative modifiche agli istituti della revocatoria fallimentare e del concordato preventivo e introducendo la disciplina degli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.

Con il D.L. 35/2005, si osserva quindi in Italia una svolta: l’obiettivo principale del Legislatore non è più quello di liquidare l’impresa al fine del mero soddisfacimento dei creditori, ma viene anche manifestata la volontà di recuperare e risanare l’impresa in crisi.

Infatti, accanto alle procedure liquidatorie, che non vengono comunque a mancare, in quanto rimangono ancora cari al Legislatore i diritti vantati dal ceto creditorio, vengono introdotte e migliorate le procedure di ristrutturazione e risanamento, il cui obiettivo è quello del recupero dell’economicità aziendale.

L’intento di riformare la Legge Fallimentare non si è fermato al D.L. 35/2005, ma è altresì proseguito con il D.L. 5/2006, il D.L. 169/2007, il D.L. 78/2010, il D.L. 83/2012, il D.L. 179/2012, il D.L. 69/2013 e il D.L. 145/2013.

“Le modifiche normative degli ultimi anni hanno profondamente cambiato i principi e le regole di gestione della crisi d’impresa. La riforma delle procedure concorsuali attuata nel biennio 2005-2007 ha rappresentato un passo significativo verso la modernizzazione della disciplina, per garantire la speditezza del procedimento, la conservazione dei mezzi produttivi dell’impresa e liquidazioni più efficienti. I nuovi istituti e, in particolare, le soluzioni concordate tra debitore e creditori dovrebbero incentivare l’imprenditore ad affrontare tempestivamente la crisi, riducendone i costi e garantendo una tutela diretta al ceto creditorio.”<sup>31</sup>

In sostanza, in seguito alle riforme fallimentari introdotte nell’ultimo decennio, le imprese in crisi vengono oggi messe di fronte a una molteplicità di alternative di intervento tra cui scegliere, distinguibili in base alla finalità perseguita, che possono determinare la continuità aziendale (crisi avanzata ma ancora reversibile) o la sua liquidazione (crisi irreversibile).

La scelta riguardo alla continuità aziendale o alla liquidazione si basa innanzitutto sul confronto tra il valore netto di realizzo per cespiti e il valore netto aziendale in caso di ristrutturazione: se quest’ultimo è inferiore rispetto al valore netto di realizzo del cespiti, si procederà con la liquidazione dell’azienda.<sup>32</sup>

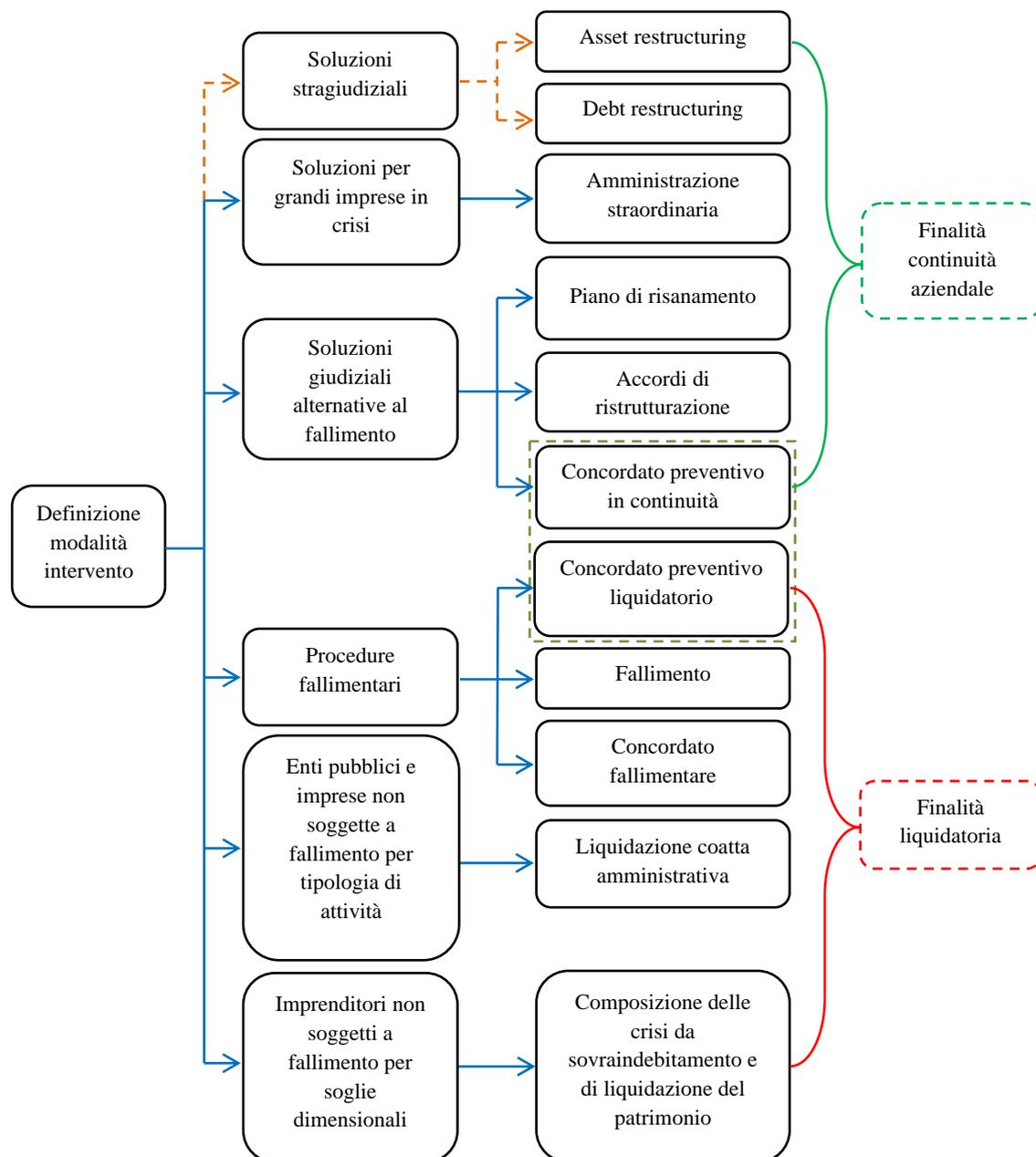
---

<sup>31</sup> Assonime (2012).

<sup>32</sup> Forestieri (2011).

Nella figura successiva vengono rappresentate le diverse modalità d'intervento a fronte della crisi d'impresa, suddivise per finalità liquidatoria o di continuità aziendale.

**Figura 2.1 – Le procedure di soluzione alla crisi d'impresa**



Fonte: Capizzi (2012)

Nei successivi paragrafi si approfondiranno unicamente le procedure di soluzione alla crisi d'impresa con finalità di continuità aziendale, lasciando l'analisi di quelle con finalità liquidatoria al prossimo capitolo.

## 2.3 – Le procedure con finalità di continuità aziendale

Come precedentemente accennato, il seguente paragrafo è dedicato alle procedure di soluzione della crisi d'impresa, illustrate nella figura 2.1, in cui la finalità è la continuità aziendale.

Il paragrafo è stato suddiviso in 5 sottoparagrafi, ciascuno dei quali con l'obiettivo di far emergere le principali caratteristiche di ogni istituto; in particolare, il paragrafo 2.3.1 è dedicato alle soluzioni stragiudiziali, il 2.3.2 all'amministrazione straordinaria, il 2.3.3 al piano di risanamento ex art. 67 L.F., il 2.3.4 agli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F. e il 2.3.5 al concordato preventivo in continuità.

La scelta in merito all'istituto da adottare spetta al debitore, il quale opta per la procedura a lui più consona non solo in base alle caratteristiche proprie di ogni istituto, ma anche in base alle cause che hanno dato origine alla crisi e in base alla gravità della stessa.

Nel presente paragrafo viene quindi fornita unicamente un'analisi specifica di ogni procedura, lasciando al paragrafo 2.4 un'analisi comparativa delle procedure con l'evidenziazione di vantaggi, svantaggi e contesti di applicazione.

### 2.3.1 – Le soluzioni stragiudiziali

Le possibilità di intervento per salvaguardare la continuità aziendale sono innumerevoli e dipendono dalle cause e dalla gravità della crisi; esse possono comunque essere distinte tra soluzioni giudiziali e stragiudiziali.

La scelta di quale soluzione adottare deriva da una valutazione dei costi diretti e indiretti della crisi; spesso sono le soluzioni stragiudiziali ad essere preferite, considerati la maggior velocità, i minori costi e l'assenza dell'obbligo di seguire rigorose regole di procedura, diversamente da quanto avviene per le soluzioni giudiziali.

Inoltre il work-out, in quanto libero dalla supervisione giudiziale, consente di stringere accordi riservati con i creditori e di accogliere nuovi investitori.

In termini generali, è possibile distinguere cinque fasi in cui suddividere le soluzioni stragiudiziali.<sup>33</sup>

1. Nomina dell'advisor;
2. Interventi iniziali;
3. Predisposizione del piano di risanamento
  - ✓ Asset restructuring;
  - ✓ Financial restructuring;
4. Ricerca del quorum di adesione e negoziazione del piano;

---

<sup>33</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

## 5. Nuova finanza.

**I FASE.** L'impresa può redigere il piano di risanamento con l'aiuto di un advisor esterno all'azienda, formalmente nominato da lei stessa, ma ufficiosamente scelto dai creditori, in quanto l'approvazione da parte del ceto creditorio della sua figura rappresenta un aspetto fondamentale per l'accettazione del piano e quindi per la riuscita del processo di turnaround.

Nella scelta del professionista da nominare, gli istituti di credito prestano particolare attenzione al fatto che si tratti di persona esperta, scevra da implicazioni con l'azienda, affidabile, affinché la sua valutazione risulti obiettiva e credibile. Oltre a questa figura, le banche possono proporre delle nuove figure manageriali per sostituire o affiancare quelle precedenti.

Una delle prime attività da svolgere in concomitanza con la nomina dell'advisor riguarda l'analisi sull'adeguatezza del management in carica per affrontare la situazione critica in cui versa la società.

L'analisi non riguarda le capacità del management in condizioni di normalità, ma le sue capacità di gestire una situazione delicata come quella che si palesa durante una crisi.

Per questo motivo, un manager che sia stato in grado di portare l'impresa al successo, potrebbe non avere sufficienti competenze per gestire la fase di declino e di rilancio dell'impresa e quindi potrebbe essere sostituito.

Il cambio di management però non si verifica solo quando le cause della crisi sono ad esso imputabili: frequentemente, questo cambio di organo gestorio avviene anche quando le cause delle crisi sono imputabili a fattori esogeni all'impresa, a condizioni delle quali il management non può essere ritenuto direttamente responsabile.

Questo tipo di intervento viene attuato non tanto perché il management non si sia dimostrato in grado di gestire nel modo corretto la situazione di declino aziendale, quanto per dare un chiaro segno agli stakeholder che all'interno dell'impresa è in atto una fase di cambiamento per il rilancio aziendale.

Parte della dottrina sostiene che cambi di management durante le fasi di turnaround possono rappresentare un importante fattore di successo: ricerche in materia, a livello internazionale, hanno dimostrato come, in più del 70% dei casi, il cambio dell'organo gestorio abbia determinato con successo la realizzazione di un processo di turnaround.<sup>34</sup>

Secondo altri autori, invece, i cambi di management hanno un effetto negativo, in quanto non fanno altro che portare ulteriore instabilità all'interno dell'impresa, comportando la necessità di riorganizzare la struttura aziendale a partire dai vertici, rendendola quindi ancora più fragile.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Schendel, Patton, Riggs (1976).

<sup>35</sup> Kesner, Dalton (1994).

Infatti, “se la proprietà non si è resa responsabile di gravi errori o di frodi, è più opportuno l’affiancamento piuttosto che la sostituzione dei precedenti dirigenti, soprattutto se si tratta di figure chiave in termini operativi o commerciali.”<sup>36</sup>

In ogni caso, l’advisor, collaborando a stretto contatto con il management della società, dovrà formulare un piano per il risanamento aziendale, contenente non solo la strategia che si intende perseguire e un’analisi sulla capacità di tenuta del piano al mutare dell’ambiente, ma anche un’analisi sulle cause che hanno portato l’impresa al deterioramento, da sottoporre all’approvazione dei creditori.

**II FASE.** Prima ancora della predisposizione del piano, è però necessario in prima istanza arrestare l’emorragia monetaria che l’impresa si trova a fronteggiare: intervenire tempestivamente in un simile contesto rappresenta un fattore determinante al fine di evitare un peggioramento della condizione aziendale mentre è in fase di studio il piano di risanamento.

I primi interventi devono dunque essere mirati a ridurre le uscite di cassa attraverso nuove politiche del lavoro, ad esempio sostenendo sistemi di outplacement del personale, oppure attraverso politiche commerciali, modificando i tempi di pagamento dei clienti e fornitori o politiche produttive, chiudendo impianti o linee produttive anche solo temporaneamente.

Congiuntamente, grande attenzione dev’essere data anche alle politiche di contenimento dei costi, cercando di eliminare il più possibile i costi discrezionali non direttamente essenziali per la prosecuzione dell’attività d’impresa, come ad esempio acquisti non necessari, consulenze o spese di rappresentanza.

**III FASE.** La terza fase consiste nell’implementazione del piano di risanamento, costituito da due parti: il piano industriale e quello finanziario.

Mentre il piano industriale analizza la crisi, individua le cause e definisce le azioni strategiche da intraprendere per il ritorno alla redditività, il piano finanziario prevede la ristrutturazione delle fonti di finanziamento.

In questo contesto, il piano industriale può essere interpretato come un documento che descrive le strategie dell’impresa, nonché le modalità attraverso le quali raggiungere gli obiettivi prefissati, comprendendo al suo interno azioni di ristrutturazione dell’attivo (asset restructuring), di riposizionamento strategico e di recupero della liquidità.

Con riferimento all’asset restructuring, è possibile individuare due tipologie di operazioni: le razionalizzazioni, volte a migliorare i margini di profitto, e le dismissioni, finalizzate allo smobilizzo del capitale investito.

Le razionalizzazioni possono tradursi in operazioni di spin-off, ovvero razionalizzazione del portafoglio crediti, ristrutturazioni di magazzino o riorientamento strategico, riduzione del personale come ‘minor male’, riduzione di prodotti a scarso rendimento,

---

<sup>36</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

valorizzazione delle giacenze in magazzino. Questi interventi sono necessari, ma certamente non risolvono i problemi dell'azienda se non a breve termine.

Quanto alle dismissioni, esse consistono nella smobilizzazione di capitale investito per ridurre il debito e per operare nuovi investimenti più vantaggiosi. Esse possono riguardare la cessione di cespiti non strumentali, purchè la cessione avvenga in tempi rapidi, o di intere aree strategiche d'affari considerate non rilevanti anche a parere dei creditori.

Diversamente, il piano finanziario prevede la ristrutturazione e il consolidamento delle fonti di finanziamento (debito ed equity) attraverso operazioni di debt restructuring, l'ottenimento di nuova finanza e la definizione di clausole contrattuali (covenant) finalizzate a tutelare i creditori da una gestione rischiosa.

Il processo di financial restructuring appare necessario quando i business non sono in grado di coprire i fabbisogni generati dalla struttura finanziaria corrente, portando quindi alla necessità di un cambio della struttura del capitale di debito della società.

Sulla base del piano industriale, viene quindi redatto, grazie al supporto di un advisor, il piano finanziario, in cui i creditori sono chiamati a rinegoziare i debiti originari per renderli compatibili con l'attuale generazione di cassa. A questo proposito spesso viene chiesto ai creditori di concedere dilazioni di pagamenti o stralci (parziali o totali) dei propri crediti vantati nei confronti dell'azienda.<sup>37</sup>

**IV FASE.** Si procede a questo punto all'approvazione del piano di risanamento da parte dei creditori. Questo implica il soddisfacimento di due quorum: il quorum di adesione, raggiunto con l'approvazione di almeno il 90% dei creditori, e il quorum di efficacia, attraverso il quale viene approvata l'erogazione della nuova finanza necessaria per il processo di risanamento.

L'accordo non deve infatti necessariamente essere concluso con tutti i creditori, ma è sufficiente con alcuni di essi, purchè l'impresa sia in grado di liberare risorse sufficienti a soddisfare interamente i creditori estranei all'accordo.<sup>38</sup>

L'elevata percentuale di approvazione è determinata dal fatto che, trattandosi di procedura stragiudiziale, è sostanziale un accordo il più ampio possibile tra le parti, onde evitare eventuali ricorsi a procedure giudiziarie da parte di creditori insoddisfatti.

**V FASE.** Per il successo del piano è però necessario il reperimento di nuove risorse finanziarie, a titolo di capitale sia di debito sia di rischio, finalizzate alla concretizzazione del piano stesso.

Per quanto riguarda la concessione di risorse finanziarie a titolo di capitale di debito, bisogna fare riferimento al finanziamento ponte o interinale, cioè a nuovi finanziamenti

---

<sup>37</sup> Le possibilità di accordo tra impresa in crisi e ceto creditorio sono innumerevoli, ma le più utilizzate sono i riscadenziamenti dei pagamenti in linea con i cash flow (term loans), la modifica dei tassi, l'ipoteca di nuovi asset (secured loans), la conversione del debito eccessivo in equity (debt/equity swap) o stralci di debito.

<sup>38</sup> Cass. 28 ottobre 1989, n. 795.

o alla riattivazione di crediti, finalizzati al soddisfacimento dei creditori o all'effettuazione di nuovi investimenti previsti nel piano; le banche sono disposte ad intervenire in tal senso laddove il rischio di perdere il capitale già concesso sia più elevato rispetto alla possibilità di recupero dello stesso.

In conclusione, gli accordi stragiudiziali si dimostrano uno strumento efficiente sia per la maggior velocità, sia per i minori costi rispetto alle soluzioni giudiziali.

Diversamente dalle procedure giudiziali, esse si ritengono preferibili in quanto non prevedono l'obbligo di seguire delle regole di procedura o di precisi contenuti, godono di riservatezza degli accordi non essendoci l'obbligo di pubblicità nel registro delle imprese ed è assente il controllo da parte dell'autorità giudiziaria.

Tuttavia, l'imprenditore che vuole far ricorso a tale tipologia di soluzione, deve sostenere personalmente l'intero costo dell'accordo e non vi è alcuna tutela prevista dal Legislatore come per le procedure disciplinate dalla legge (ad esempio non è prevista la prededuzione dei finanziamenti erogati dai soci o dalle banche né l'esenzione da revocatoria per gli atti e i pagamenti concessi in funzione del piano e permane il rischio, in caso di successivo fallimento della società, di concorrenza nel reato di bancarotta semplice o fraudolenta).

Bisogna inoltre sottolineare che tali accordi possono portare a comportamenti opportunistici da parte di alcuni creditori non aderenti alla procedura in quanto tali patti vincolano unicamente i soggetti stipulanti, lasciando inoltre libertà ai creditori non aderenti di esercitare comportamenti ostruzionistici, non essendo previste nemmeno forme di blocco da azioni esecutive, se non in forza di un "pactum de non petendo" stipulato con specifici creditori.

### **2.3.2 – L'amministrazione straordinaria quale soluzione per le grandi imprese in crisi**

In seguito al rallentamento dell'economia italiana sul finire degli anni settanta, che portò grandi gruppi industriali nazionali al fallimento, il Governo italiano decise di intervenire per salvaguardare le grandi imprese introducendo nel nostro ordinamento l'istituto dell'amministrazione straordinaria.

Tale procedura, introdotta con la L. 95/1979<sup>39</sup> (c.d. Legge Prodi), ha come obiettivo il recupero e il risanamento delle grandi imprese in crisi, al fine di conservare il patrimonio dell'azienda ed evitare la perdita di numerosi posti di lavoro.

---

<sup>39</sup> Successivamente modificata e integrata dalle L. 445/1980, 544/1981, 119/1982, 212/1984, 755/1985, 19/1987, 391/1988, 80/1993.

La Legge Prodi si poneva quindi l'obiettivo di salvaguardare le grandi imprese, promuovendo la continuità aziendale e salvando dal fallimento le aziende di maggior interesse per l'economia italiana.

Diversamente dalle procedure concorsuali<sup>40</sup> anteriori all'introduzione di tale istituto, che si ponevano come primario obiettivo il soddisfacimento dei creditori, con l'amministrazione straordinaria si ha una svolta in quanto la priorità non vige più in capo ai creditori aziendali bensì all'impresa, per il suo risanamento e la continuità aziendale.

A tale istituto potevano accedervi le imprese per le quali fosse stata accertata l'insolvenza<sup>41</sup> da parte del Tribunale ove l'impresa aveva sede, nonché un numero di addetti non inferiore a trecento, il mancato pagamento di tre mensilità e un'esposizione debitoria superiore a cinque volte il capitale versato.

Tuttavia, su sollecitazione delle Autorità Comunitarie, che vedevano violazioni<sup>42</sup> all'art. 92 del trattato CE, al fine di non incorrere in una condanna in sede comunitaria, il Governo italiano decise di abrogare, ad opera dello stesso Prodi, la legge 95/1979.

Venne quindi emanata, con D. lgs. 8 luglio 1999, n. 270 (c.d. Prodi-bis), la nuova disciplina sull'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza.

Una delle più importanti innovazioni introdotte da questo decreto riguardava l'articolazione dell'amministrazione straordinaria in due fasi distinte:

1. Dichiarazione dello stato di insolvenza da parte del tribunale, dopo aver verificato il rispetto dei requisiti<sup>43</sup> per l'ammissibilità alla procedura;
2. Elaborazione del decreto per l'ammissione alla procedura da parte del tribunale, dopo aver verificato la sussistenza di possibilità di risanamento aziendale.

Nonostante le modifiche apportate alla normativa, l'obiettivo di continuità aziendale non è variato; infatti, come affermato dal Legislatore, "l'amministrazione straordinaria è la procedura concorsuale della grande impresa commerciale insolvente, con finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali".<sup>44</sup>

---

<sup>40</sup> Quali ad esempio il fallimento e la liquidazione coatta amministrativa.

<sup>41</sup> Artt. 5 e 195 L.F.

<sup>42</sup> Non veniva infatti rispettato il divieto di concessioni di aiuti da parte dello Stato alle imprese, alterando in questo modo le regole della concorrenza.

<sup>43</sup> In base a quanto sancito dall'art. 2, "possono essere ammesse all'amministrazione straordinaria, alle condizioni e nelle forme previste dal presente decreto, le imprese, anche individuali, soggette alle disposizioni sul fallimento che hanno congiuntamente i seguenti requisiti: a) un numero di lavoratori subordinati, compresi quelli ammessi al trattamento di integrazione dei guadagni, non inferiore a duecento da almeno un anno; b) debiti per un ammontare complessivo non inferiore ai due terzi tanto del totale dell'attivo dello stato patrimoniale che dei ricavi provenienti dalle vendite e dalle prestazioni dell'ultimo esercizio."

<sup>44</sup> Art. 1, D.lgs 270/1999.

Le modifiche a questo istituto non si sono però fermate portando, in seguito alla crisi nel 2003 del gruppo Parmalat, all'emanazione del nuovo D.L. 347/2003, convertito e modificato con la L. 18 febbraio 2004, n. 39 (c.d. legge Marzano).

Le ragioni che hanno portato il Governo a intervenire con una nuova procedura sono illustrati nella relazione allo stesso D.L. 347/2003, la quale riferisce l'intendimento di perseguire i seguenti obiettivi: garantire l'efficace ristrutturazione della grandissima impresa in stato di insolvenza e del gruppo nel quale essa è inserita; perseguire, unitamente alla garanzia dei creditori, l'obiettivo di conservare l'avviamento e la posizione di mercato dell'impresa, assicurando la ristrutturazione del passivo e l'eventuale dimissione delle sole attività non strategiche o non coerenti con l'oggetto dell'attività principale dell'impresa.<sup>45</sup>

Le modifiche ed integrazioni non si sono però arrestate, tanto che a soli 45 giorni di distanza dalla sua emanazione, la legge Marzano è stata a sua volta modificata dal D.L. 3 maggio 2004, n. 119, successivamente convertito nella L. 5 luglio 2004, n.166, modificato con il D.L. 29 novembre 2004, n. 281, convertito nella L. 5 gennaio 2005, n. 6.

Così come avvenuto con la vicenda Parmalat, anche in seguito alla crisi di Alitalia è stata introdotta una modifica alla normativa, attraverso il D.L. 134/2008 (c.d. decreto Alitalia), il D.L. 40/2010 e successivamente il D.L. 70/2011.

Il susseguirsi di queste modifiche alla normativa, ha portato a definire due diverse discipline che si discostano in base alle caratteristiche delle imprese coinvolte:

1. Il D. Lgs. Prodi-bis, rivolto alle grandi imprese che versano in uno stato di insolvenza, con almeno duecento dipendenti subordinati da almeno un anno e un livello di indebitamento non inferiore a due terzi tenendo conto sia del totale dell'attivo dello stato patrimoniale sia dei ricavi dell'ultimo esercizio.<sup>46</sup> La procedura di amministrazione straordinaria potrà prendere atto solamente a fronte di una valutazione positiva<sup>47</sup> da parte del Tribunale circa la sussistenza di concrete possibilità per il recupero dell'equilibrio economico dell'impresa e del rispetto dei requisiti per l'ammissione alla procedura. Superata questa fase preliminare, il Tribunale procederà all'apertura della procedura di amministrazione straordinaria, il cui progetto verrà perseguito dal commissario straordinario nominato dal Ministro delle attività produttive con finalità o di ristrutturazione economica e finanziaria o di cessione dell'azienda.
2. La Legge Marzano, rivolta a imprese di maggiori dimensioni a fronte di requisiti più stringenti rispetto a quelli imposti dal Prodi-bis, prevedendo un numero di

---

<sup>45</sup> Fondazione Aristeia (2006).

<sup>46</sup> Art. 2 D. Lgs. 8 luglio 1999, n. 270.

<sup>47</sup> Qualora venga accertato nella presente fase il mancato rispetto delle condizioni imposte dalla legge, il Tribunale procederà alla dichiarazione di fallimento dell'impresa. Peculiarità di tale istituto è infatti il c.d. "doppio binario", in base al quale all'accertamento dell'insolvenza può seguire o l'amministrazione straordinaria qualora vengano rispettate le condizioni imposte dalla legge o il fallimento.

dipendenti non inferiore a cinquecento e un ammontare di debito non inferiore a trecento milioni di euro. Pur mirando anche questa disciplina al risanamento dell'impresa, diversamente da quanto accade per la precedente, non è richiesta alcuna preventiva verifica circa la possibilità di recupero dell'equilibrio economico e finanziario della società. Infatti, nella Legge Marzano, il ruolo del Tribunale è stato notevolmente ridimensionato, potendo costui intervenire solamente al momento della dichiarazione dello stato di insolvenza, nominando un giudice delegato per la presa in carica della procedura. Successivamente alla dichiarazione dello stato di insolvenza, il Tribunale potrà intervenire unicamente qualora o il Ministro rigetti l'approvazione del programma di ristrutturazione o si constati l'impossibilità della messa in atto del progetto di vendita dei beni aziendali<sup>48</sup>: in tale circostanza, su richiesta del commissario straordinario, il Tribunale procederà alla conversione della procedura di amministrazione straordinaria in fallimento. Gode invece di ampi poteri gestori il commissario straordinario il quale, nominato dal Ministero, può predisporre il programma di ristrutturazione, esercitare le azioni revocatorie per gli atti compiuti dall'imprenditore a danno del ceto creditorio prima dell'ammissione alla procedura e di proporre un concordato ai creditori per la chiusura della procedura. La possibilità di trovare un accordo con i creditori, attraverso il ricorso al concordato, si caratterizza per una grande flessibilità, in quanto consente il soddisfacimento dei creditori attraverso diverse alternative come ad esempio l'attribuzione di azioni o quote della società o trasformano il debito in equity.<sup>49</sup>

L'amministrazione straordinaria, quale strumento di regolazione della crisi d'impresa alternativo al fallimento, ha riscontrato in Italia un utilizzo da parte di importanti imprese nazionali che versavano in una situazione di crisi.

Hanno infatti fatto ricorso a tale procedura società appartenenti ai più svariati settori: si va ad esempio dal settore alimentare con Parmalat, a quello del trasporto con Alitalia o a quello del turismo con CIT Group.

Nella tabella successiva vengono riportate, a titolo esemplificativo, alcune imprese che hanno fatto recentemente ricorso all'amministrazione straordinaria, indicando la data di apertura della procedura nonché il programma con la relativa scadenza, ordinate in base al numero di dipendenti presenti a inizio della procedura.<sup>50</sup>

---

<sup>48</sup> Di cui all'art. 27, comma 2, lettera a), D. Lgs 270/1999.

<sup>49</sup> Castagnola, Sacchi (2006).

<sup>50</sup> Per un elenco completo si rimanda a [www.sviluppoeconomico.gov.it](http://www.sviluppoeconomico.gov.it).

Tabella 2.1 – Esempi di aziende che hanno fatto ricorso all'amministrazione straordinaria

Società	Apertura procedura	N° dipendenti inizio procedura	Programma C: Cessione R: Ristrutturazione L: Liquidazione	Scadenza programma P: Proroga		
Alitalia Linee Aeree Italiane S.P.A.	29-ago-08	18.000	19-nov-08	C	19-nov-10	
Merloni Antonio S.P.A.	14-ott-08	2.328	23-mag-09	C	23-mag-10	
Parmalat S.P.A.	24-dic-03	1.620	23-lug-04	R	23-lug-06	
Finmek Access	05-mag-04	1.021	01-set-05	C	01-set-09	P
Volare Airlines S.P.A.	30-nov-04	766	12-ott-05	C	11-ott-07	
Consorzio Gaia S.P.A.	02-ago-07	646	12-nov-08	R	12-nov-10	
Eurolat S.P.A.	30-dic-03	639	23-lug-04	R	23-lug-06	
Parmatour S.P.A.	16-gen-04	456	07-ott-04	C	07-gen-06	
Access Media S.P.A.	11-giu-04	356	01-set-05	C	01-set-09	P
Vacanze Italiane S.P.A.	08-mag-06	262	26-feb-07	C	26-feb-09	

Fonte: elaborazione dati Ministero dello Sviluppo Economico

### 2.3.3 – Il piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F.

Il D.L. 35/2005, successivamente convertito nella L. 80/2005, ha segnato una svolta nella disciplina concorsuale del nostro ordinamento, abrogando l'amministrazione controllata ed introducendo per la prima volta due nuovi strumenti di soluzione alla crisi aziendale: il piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. e l'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.

Con riferimento all'istituto in esame, il recente decreto Sviluppo ha apportato sostanziali modifiche al piano attestato, in particolare per quanto riguarda la figura del professionista attestatore.

Infatti, diversamente dalla precedente normativa, la corrente legge fallimentare prevede l'indipendenza dell'attestatore che, designato dal debitore, "deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano", definendo inoltre le condizioni per le quali sia possibile definire il professionista indipendente, come esposto nei paragrafi 2.3.3.3 e 2.3.3.4.

Il piano attestato di risanamento è disciplinato dall'articolo 67 comma 3 lettera d) L.F. il quale, pur essendo stato oggetto di modifiche<sup>51</sup> negli anni, si limita a definire solamente le sue caratteristiche essenziali e può riferirsi ai soli creditori strategici per il risanamento dell'impresa.

L'ottica della predisposizione del piano deve essere di continuità aziendale, con il raggiungimento di un equilibrio economico-finanziario e non meramente liquidatoria. A tal proposito, è la stessa legge che chiarisce che il piano deve essere volto a “[...] consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria”.<sup>52</sup>

L'obiettivo del piano, a norma di legge, non è quindi solo di garantire il soddisfacimento delle obbligazioni (c.d. “risanamento della esposizione debitoria”), ma anche di raggiungere un livello di equilibrio in cui l'impresa sia in grado di generare liquidità tale da coprire almeno i costi per un corretto funzionamento dell'attività d'impresa (c.d. “riequilibrio della sua situazione finanziaria”).

Inoltre, nel definire gli elementi costitutivi essenziali del piano, il Legislatore italiano pone unicamente il rispetto di due requisiti:

- ✓ L'idoneità del piano, ossia la possibilità di conseguire gli obiettivi sopra citati;
- ✓ La ragionevolezza del piano, ossia l'esistenza di caratteristiche tecniche tali da prefigurare la possibilità di una concreta realizzazione dello stesso.

Il rispetto di questi elementi è fondamentale in quanto, qualora venisse a mancare anche solo uno dei due requisiti sanciti dalla legge, il Tribunale non potrebbe riconoscere l'esenzione da revocatoria per gli atti compiuti in esecuzione del piano.

Nel rispetto dei due principi appena enunciati, la legge non impone alcun limite riguardo al contenuto del piano in sé, il quale può prevedere le più svariate proposte e soluzioni, purché tali da essere concretamente attuabili, caratteristica che è oggetto di attestazione da parte del professionista.

Il piano di risanamento è quindi una procedura volta alla soluzione della crisi d'impresa per via privatistica, predisposto dall'imprenditore con la collaborazione di professionisti, ma senza l'intervento del tribunale.

Esso rappresenta quindi una soluzione negoziale della crisi che premia l'imprenditore che tempestivamente riconosce uno stato iniziale di crisi d'impresa, consentendo di evitare l'azione revocatoria per “gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria.”<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup> D.L. 83/2012, convertito in L. 134/2012.

<sup>52</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

<sup>53</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

Sono però oggetto di revoca, salvo che l'altra parte non dimostri che non era a conoscenza dello stato di insolvenza del debitore:<sup>54</sup>

- Gli atti a titolo oneroso compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano di oltre un quarto ciò che a lui è stato dato o promesso;
- Gli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danaro o con altri mezzi normali di pagamento, se compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento;
- I pegni, le anticresi e le ipoteche volontarie costituiti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento per debiti preesistenti non scaduti;
- I pegni, le anticresi e le ipoteche giudiziali o volontarie costituiti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento per debiti scaduti;
- I pagamenti di debiti liquidi ed esigibili, gli atti a titolo oneroso e quelli costitutivi di un diritto di prelazione per debiti, anche di terzi, contestualmente creati, se compiuti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento.

Inoltre, per quanto concerne il controllo della veridicità dei dati di partenza e della fattibilità del piano, il Legislatore prevede che tale compito spetti a un professionista indipendente, il quale deve attestare la ragionevolezza del piano stesso, motivo per cui tale procedura può anche essere definita piano "attestato" di risanamento.

### 2.3.3.1 – Presupposti di ammissibilità

Per quanto riguarda il soggetto che può promuovere la costruzione del piano, esso può essere predisposto da tutte le società fallibili, ossia da tutte quelle società commerciali che rispettino i limiti dimensionali richiesti dall'articolo 1 L.F. per poter essere assoggettate al fallimento.

Infatti, in base all'art. 1, L.F., "sono soggetti alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo gli imprenditori che esercitano una attività commerciale, esclusi gli enti pubblici. Non sono soggetti alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo gli imprenditori di cui al primo comma, i quali dimostrino il possesso congiunto dei seguenti requisiti:

a) aver avuto, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito della istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, un attivo patrimoniale di ammontare complessivo annuo non superiore ad euro trecentomila;

b) aver realizzato, in qualunque modo risulti, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, ricavi lordi per un ammontare complessivo annuo non superiore ad euro duecentomila;

---

<sup>54</sup> Art. 67, commi 1 e 2, L.F.

c) avere un ammontare di debiti anche non scaduto non superiore ad euro cinquecentomila.”

Contrariamente, vi è però anche chi sostiene che a tale istituto può far ricorso qualsiasi imprenditore commerciale e non solo quelli regolamentati dall'articolo 1 L.F. sopra citato, in quanto per qualunque imprenditore fallibile o insolvente “la collocazione della figura – nella legge sull'insolvenza concorsuale – non ne sembra precludere l'impiego [...] per ogni tipo di imprenditore, anche se estraneo allo statuto della concorsualità”.<sup>55</sup>

Tuttavia, la tesi proposta da Ferro (2011) trova l'opposizione in altri autori, come ad esempio in Ambrosini (2014), il quale sostiene che nella situazione delineata da Ferro meglio si configurerebbero i presupposti per una sorta di concordato stragiudiziale e non di un piano attestato di risanamento.<sup>56</sup>

A tal proposito, anche secondo Capizzi e Chiesi (2013), “per ricorrere al piano di risanamento è necessario essere imprenditore commerciale soggetto a fallimento ai sensi dell'art. 1 L.F. (presupposto soggettivo). Sono dunque esclusi tutti i soggetti che, pur incapaci di adempiere alle proprie obbligazioni, non possiedono i requisiti di legge per essere dichiarati falliti.”

Sebbene il Legislatore non ne faccia espresso riferimento, oltre al presupposto soggettivo è possibile individuare anche uno oggettivo, per il quale l'impresa che fa ricorso a tale procedura deve trovarsi in uno stato di crisi data la finalità di esenzione da revocatoria dell'atto.

In ogni modo, le imprese che possono accedere alla procedura in esame si avvalgono spesso per la costruzione del piano di un advisor o di una società di consulenza, figura distinta dal professionista attestatore.<sup>57</sup>

L'affiancamento al team societario di un advisor rappresenta una facoltà della società in crisi e non un obbligo imposto dalla legge, funzione che può quindi essere svolta anche da un gruppo interno all'impresa.

L'eventuale presenza di un advisor, non esonera comunque l'attestatore dal compito imposto dalla legge di verifica dei dati di partenza e fattibilità del piano; secondo Assonime (2010) è inoltre opportuno che la figura del professionista sia distinta e indipendente rispetto a quella dell'advisor.

---

<sup>55</sup> Ferro (2011).

<sup>56</sup> In merito alla proposta di Ferro (2011) circa l'ammissibilità di un soggetto non fallibile quale promotore del piano, Ambrosini (2014) afferma che: “in questo scenario lo scopo perseguito non è l'esenzione da revocatoria fallimentare (evidentemente non esperibile fuori dall'alveo concorsuale), bensì la composizione della crisi del debitore ancorché non fallibile: ma allora la vicenda finisce per assumere i contorni di una sorta di concordato stragiudiziale, a ben vedere, più che di un piano ex art. 67, 3° comma, lett. d, l. fall.”

<sup>57</sup> Ipsos-Francis Lefebvre (2013).

### 2.3.3.2 – Formalizzazione del piano

La legge non prevede il rispetto né di requisiti né di contenuti specifici nella redazione del piano, assomigliando in questo senso a un accordo stragiudiziale; è però necessario che vi siano concrete possibilità di realizzazione del piano, caratteristica oggetto di attestazione nella relazione del professionista.

La libertà di determinazione di cui gode questo istituto può inoltre essere vista sia da un punto di vista dei soggetti coinvolti, in quanto tale accordo può essere stipulato con i creditori, con i terzi (ad esempio con nuovi investitori) o tra soci (ad esempio attraverso il conferimento di nuovi beni alla società), sia da un punto di vista di modalità di intervento: può infatti prevedere una molteplicità di azioni, come ad esempio dilazioni di pagamento, stralci di debito e interessi, cessioni di rami d'azienda, messa in mobilità dei dipendenti, operazioni M&A, cessioni di beni ai creditori, ecc.

A tal proposito, è possibile distinguere tra due modalità di intervento: quelle orientate al riequilibrio della situazione economica, che possono essere praticate attraverso dismissioni di beni non essenziali e di ASA non facenti parte del core business aziendale o attraverso tagli dei costi di produzione e del personale, e quelle finalizzate al risanamento dell'esposizione debitoria, che si realizzano, ad esempio, mediante apporti di capitale, stralci del debito e interessi o mediante l'erogazione di nuove risorse finanziarie.

Il piano deve essere necessariamente redatto in forma scritta, in modo che possa essere oggetto di verifica e attestazione da parte del professionista e deve indicare la data di redazione (che deve coincidere con quella di approvazione della relazione del professionista) certificata da un notaio, tale da essere opponibile ad un curatore nel caso di successivo fallimento dell'impresa.

Esso comprende al proprio interno sia il piano industriale che quello finanziario, prevedendo generalmente:<sup>58</sup>

- I fattori scatenanti della crisi, siano essi interni o esterni all'impresa;
- I dati di bilancio, il grado di solvibilità e liquidità non solo storico ma anche previsionale;
- Le caratteristiche del piano, con le ipotesi sulle quali è stato costruito, le informazioni e il metodo utilizzato per la costruzione e le relative strategie per il suo realizzo;
- La durata prevista del piano che non deve essere superiore a 3-5 anni;
- Gli obiettivi intermedi (c.d. milestones) che si intendono raggiungere.

Inoltre, in base alle recente modifica della normativa in esame, il debitore può richiedere la pubblicazione del piano nel registro delle imprese,<sup>59</sup> azione che gli

---

<sup>58</sup> Assonime (2010).

<sup>59</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

permette di godere di un relativo beneficio fiscale, non essendo i risparmi derivati dall'esecuzione del piano soggetti a tassazione.<sup>60</sup>

Infatti, dall'11 settembre 2012, "il piano può essere pubblicato nel registro delle imprese su richiesta del debitore"<sup>61</sup> e solo in caso di azione e successiva dichiarazione di fallimento con assoggettamento a revocatoria di uno degli atti compiuti in esecuzione del piano, sarà necessario renderlo pubblico mediante iscrizione nel Registro delle Imprese.

### 2.3.3.3 – Le tutele garantite dalla legge

Uno dei principali vantaggi garantiti da questo istituto è rappresentato dall'esenzione da revocatoria per gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse in funzione del piano.

Il Legislatore recita infatti: "non sono soggetti all'azione revocatoria: [...] gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'art. 28 lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano".<sup>62</sup>

Affinché sia possibile beneficiare degli effetti di protezione da revocatoria fallimentare offerti dal piano, è quindi necessaria l'attestazione da parte di un professionista in merito alla sua idoneità e alle concrete possibilità di realizzazione dello stesso per il recupero di un equilibrio finanziario ed economico.

Inoltre, grazie all'articolo 217-bis, in tema di "esenzioni dai reati di bancarotta", è stato posto rimedio alla responsabilità penale dei soggetti coinvolti, per cui i reati di bancarotta semplice e preferenziale<sup>63</sup> "[...] non si applicano ai pagamenti e alle operazioni compiuti in esecuzione di un concordato preventivo di cui all'articolo 160 o di un accordo di ristrutturazione dei debiti omologato ai sensi dell'articolo 182-bis o del piano di cui all'art. 67, terzo comma lettera d) ovvero di un accordo di composizione della crisi omologato ai sensi dell'articolo 12 della legge 27 gennaio 2012, n. 3, nonché ai pagamenti e alle operazioni di finanziamento autorizzati dal giudice a norma dell'articolo 182-quinquies".

---

<sup>60</sup> Ambrosini (2014).

<sup>61</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

<sup>62</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

<sup>63</sup> Rimangono in ogni caso punibili le condotte di bancarotta per distrazione e documentale, disciplinate all'art. 216, comma 1, L.F.

### 2.3.3.4 – Il ruolo dell’attestatore

Come sopra già ricordato, il piano deve essere oggetto di attestazione da parte di un professionista indipendente in possesso dei requisiti previsti dall’art. 28, lettere a) e b), L.F.<sup>64</sup>

Con la modifica alla legge fallimentare introdotta con il D.L. 83/2012, la norma non prevede più alcun rimando all’articolo 2501-bis del codice civile, attribuendo però all’attestatore l’importante compito di verificare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano, elementi essenziali per il rilascio dell’attestazione.

Il professionista non può infatti limitarsi ad accettare i dati aziendali come gli vengono forniti, ma ne deve certificare la veridicità, ossia verificare l’esistenza e il valore sia delle attività aziendali, sia delle passività.

Inoltre, la relazione da lui redatta deve attestare la fattibilità del piano, ossia la possibilità di realizzazione dello stesso, il cui obiettivo è il risanamento dell’azienda.

Tale relazione contiene quindi un giudizio tecnico del professionista sulla proiezione economica dell’impresa e una valutazione sugli elementi alla base del piano di risanamento, nonché le prospettive future di evoluzione dell’azienda.

La relazione del professionista non deve rappresentare una duplicazione del piano ma, senza ripeterne i contenuti, deve certificare che il piano è tale da ripristinare gli equilibri aziendali, fornendo adeguate motivazioni sulle asserzioni da lui fatte, nonché sulle metodologie utilizzate per arrivare a suddette conclusioni e tali da garantire l’idoneità e la ragionevolezza del piano.

A questo proposito, Assonime, in collaborazione con l’Università di Firenze e con il Cndcec, si è espresso in tal senso.<sup>65</sup>

“L’attestazione formulata in forma di relazione su un piano già redatto consente ai terzi interessati di verificare con immediatezza l’iter-giuridico del piano, oltre che le sue basi fattuali, seguendo lo schema di verifica predisposto dall’attestatore. Di conseguenza, sia in considerazione della sua funzione, sia per non appesantire inutilmente il documento, è opportuno che l’attestazione non ripeta i contenuti del piano, che può essere richiamato nelle sue linee essenziali e allegato alla relazione di attestazione.

L’attestazione deve quindi presentarsi come una sorta di discussione e commento del piano, che dia conto al lettore dell’iter logico (esplicitando anche, se del caso, le cifre considerate e i calcoli fatti) seguito dal professionista per giungere alla conclusione positiva circa il rilascio dell’attestazione. L’attestazione, in altri termini, non deve duplicare il piano né, all’opposto, limitarsi a una mera enunciazione della sua “ragionevolezza e idoneità”, ma deve esporre chiaramente la motivazione del giudizio positivo espresso dall’attestatore.”

---

<sup>64</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

<sup>65</sup> Assonime (2010).

Per lo svolgimento del suo compito e l'espressione del giudizio di attestazione, è dunque necessario in primo luogo che il professionista conosca approfonditamente l'azienda, i suoi numeri, il management e il settore in cui opera.

Solo in seguito a uno studio approfondito sull'azienda, il professionista potrà promulgare un'attestazione che descriva:<sup>66</sup>

- La tipologia di crisi e le sue cause;
- L'attività svolta per l'accertamento della veridicità dei dati aziendali;
- La natura, il contenuto e gli accordi previsti nel piano;
- Gli atti, i pagamenti e le garanzie potenzialmente lesive della par condicio creditorum;
- Gli interventi in programma nonché le tempistiche per la loro realizzazione;
- Un giudizio sull'adeguatezza delle scelte imprenditoriali;
- L'attestazione di ragionevolezza, attendibilità e realizzabilità del piano e del riequilibrio della situazione finanziaria.

Come precedentemente descritto, il piano viene predisposto dall'imprenditore il quale può liberamente decidere se essere assistito, oltre che da un organismo interno all'impresa, da un consulente esterno o da una società di consulenza.

Indipendentemente da chi lo abbia predisposto, l'adozione del piano deve essere deliberata dall'organo amministrativo assumendosene la responsabilità e produce i suoi effetti protettivi solamente a fronte dell'attestazione del professionista.

Il professionista riveste quindi un compito di primo rilievo per questo istituto, avendo un ruolo necessario sia per l'approvazione del piano sia per la tutela dei creditori terzi che non partecipano all'accordo.

Per questo motivo, il professionista attestatore deve necessariamente rispettare i requisiti imposti dalla legge; essa chiarisce infatti che "un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'art. 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; [...] in ogni caso, il professionista deve essere in possesso dei requisiti previsti dall'art. 2399 del codice civile e non deve, neanche per il tramite di soggetti con i quali è unito in associazione professionale, avere prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo".<sup>67</sup>

Il legislatore, con l'articolo appena citato, chiarisce quindi non solo quali debbano essere i requisiti propri dell'attestatore ma anche i soggetti che possono assumere tale ruolo.

---

<sup>66</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

<sup>67</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

Infatti, è necessario che il soggetto adibito alla redazione della relazione sia iscritto al registro dei revisori legali, potendo quindi essere un avvocato, un dottore commercialista, un ragioniere o uno studio professionale associato.<sup>68</sup>

Inoltre, dall'11 settembre 2012, il professionista deve possedere i seguenti requisiti:<sup>69</sup>

- 1) Deve essere indipendente, dove per tale termine è lo stesso Legislatore che chiarisce che “il professionista è indipendente quando non è legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio”;
- 2) Non deve “avere prestato negli ultimi cinque anni attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo”;
- 3) Non devono sussistere le cause di ineleggibilità e decadenza sancite dall'articolo 2399 del codice civile.

L'attestatore svolge quindi un ruolo di primaria importanza all'interno dell'iter procedurale tipico di questo istituto, in quanto solo a fronte dell'attestazione in merito all'idoneità del piano al risanamento dell'impresa e al ritorno a un equilibrio economico-finanziario, esso è in grado di produrre gli effetti di protezione dalla revocatoria fallimentare.

### 2.3.3.5 – Conclusioni

Dall'analisi della normativa di riferimento, è possibile affermare che il piano di risanamento ex art. 67 L.F., appare lo strumento più idoneo per gestire una crisi moderata, caratterizzata da una situazione finanziaria difficile ma senza forti tensioni di liquidità, con ancora viva la possibilità di cessione dei beni aziendali o di concessione degli stessi in garanzia.

La legge, con riferimento alla redazione del piano, non prevede particolari requisiti per la predisposizione dello stesso, lasciando ampia libertà al debitore e imponendo unicamente che esso sia “idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria”;<sup>70</sup> si dimostra quindi uno strumento semplice e flessibile che non è sottoposto ad alcun tipo di controllo e omologazione da parte del Tribunale.

---

<sup>68</sup> In base a quanto stabilito dall'art. 28, lett. a) e b), L.F., “possono essere chiamati a svolgere le funzioni di curatore:

- a) Avvocati, dottori commercialisti, ragionieri e ragionieri commercialisti;
- b) Studi professionali associati o società tra professionisti, sempre che i soci delle stesse abbiano i requisiti professionali di cui alla lettera a). In tale caso, all'atto dell'accettazione dell'incarico, deve essere designata la persona fisica responsabile della procedura”.

<sup>69</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

<sup>70</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

Tale accordo consente inoltre al debitore di non rendere pubblica la situazione di difficoltà dell'impresa, non essendo previsto dal Legislatore alcun obbligo di pubblicità ma lasciando all'impresa la facoltà di poter iscrivere il piano nel registro delle imprese.

Inoltre, un ulteriore elemento che può far propendere un'impresa in crisi ad adottare tale strumento è l'esenzione da revocatoria fallimentare degli atti, pagamenti e garanzie come disciplinato dall'art. 67 comma 3, L.F.

Tuttavia, è necessario però evidenziare un aspetto critico di questo istituto, ossia la mancanza di protezione del patrimonio del debitore dalle azioni esecutive o cautelari dei creditori, come invece avviene ad esempio per gli accordi di ristrutturazione o di concordato preventivo.

Quindi, a meno di accordi specifici con i creditori, essi sono liberi di esercitare azioni esecutive individuali contro l'impresa debitrice.

Per questo motivo, “un'impresa proprietaria di immobili difficilmente ricorrerà al piano attestato in quanto tali beni possono essere facilmente oggetto di azioni esecutive da parte dei creditori, così come un'impresa contro la quale sono pendenti diversi titoli esecutivi.”<sup>71</sup>

### **2.3.4 – Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.**

Gli accordi di ristrutturazione, ex art. 182-bis L.F., sono stati introdotti per la prima volta con il D.L. del 14 marzo 2005, n. 35, comma 1 dell'art. 2, successivamente convertito nella L. 14 maggio 2005, n. 80.

Le modifiche a tale istituto si sono susseguite negli anni, portando ad una sua sostituzione prima con il comma 4 dell'art. 16, D.Lgs 12 settembre 2007, n. 169, poi con il comma 2 dell'art. 48, D.L. 31 maggio 2010, n. 78, convertito con modificazioni nella L. 30 luglio 2010, n. 122.

Le continue modifiche apportate dal Legislatore a tale istituto sono giustificate dal fatto che, dal 2006 al 2008, al fine di godere di una maggiore riservatezza, le imprese hanno fatto maggior ricorso ai piani attestati, lasciando pressoché inattuato l'istituto in esame.<sup>72</sup>

Infine, l'ultima modifica si è verificata con il “decreto crescita”, al comma 1 dell'art. 33, D.L. 22 giugno 2012, n.83, convertito con modificazioni nella L. 7 agosto 2012, n.134.

L'accordo di ristrutturazione dei debiti viene disciplinato dall'art. 182-bis L.F. e può essere definito come “un'operazione economica, sottoposta ad omologazione e

---

<sup>71</sup> Ipsoa-Francis Lefebvre (2013).

<sup>72</sup> Ipsoa-Francis Lefebvre (2013).

pubblicità presso il registro delle imprese, con la quale l'imprenditore commerciale o agricolo, individuale o collettivo, ristruttura i propri debiti con i creditori che rappresentano almeno il 60% del debito complessivo e tale che sia idonea ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori non aderenti, come attestato da un professionista indipendente, avente determinati requisiti professionali, designato dall'imprenditore."<sup>73</sup>

“Nella sua attuale configurazione è pensato come un istituto che dovrebbe coniugare la flessibilità delle soluzioni stragiudiziali, con la tutela di tutti gli interessi coinvolti, assicurata da una verifica giudiziale necessaria.”<sup>74</sup>

Questa tipologia di istituto è connotata da un forte elemento giudiziale, derivante dalla necessità di omologazione da parte del Tribunale, facendo dell'accordo di ristrutturazione una forma “ibrida”, che contempla caratteri sia stragiudiziali, sia giudiziali.

A tal proposito, è possibile distinguere tre fasi principali.<sup>75</sup>

1. Una prima fase stragiudiziale, di tipo privatistico e negoziale, in cui il debitore tratta con i principali creditori per modificare la propria esposizione debitoria e definendo un accordo per la ristrutturazione dell'impresa in crisi;
2. Una fase giudiziale, che comprende l'attestazione dell'esperto indipendente,<sup>76</sup> la pubblicazione dell'accordo presso il Registro delle Imprese e la successiva omologa (o rifiuto) del Tribunale;
3. Un'ulteriore fase stragiudiziale, che consiste nell'esecuzione dell'accordo omologato dal Tribunale.

Nella figura 2.2 viene rappresentato in modo schematico l'istituto in esame, suddividendo la procedura in tre distinte fasi: la fase iniziale, che prende avvio con il deposito della domanda di accordo, la fase di omologazione della domanda e la fase di esecuzione dell'accordo.

---

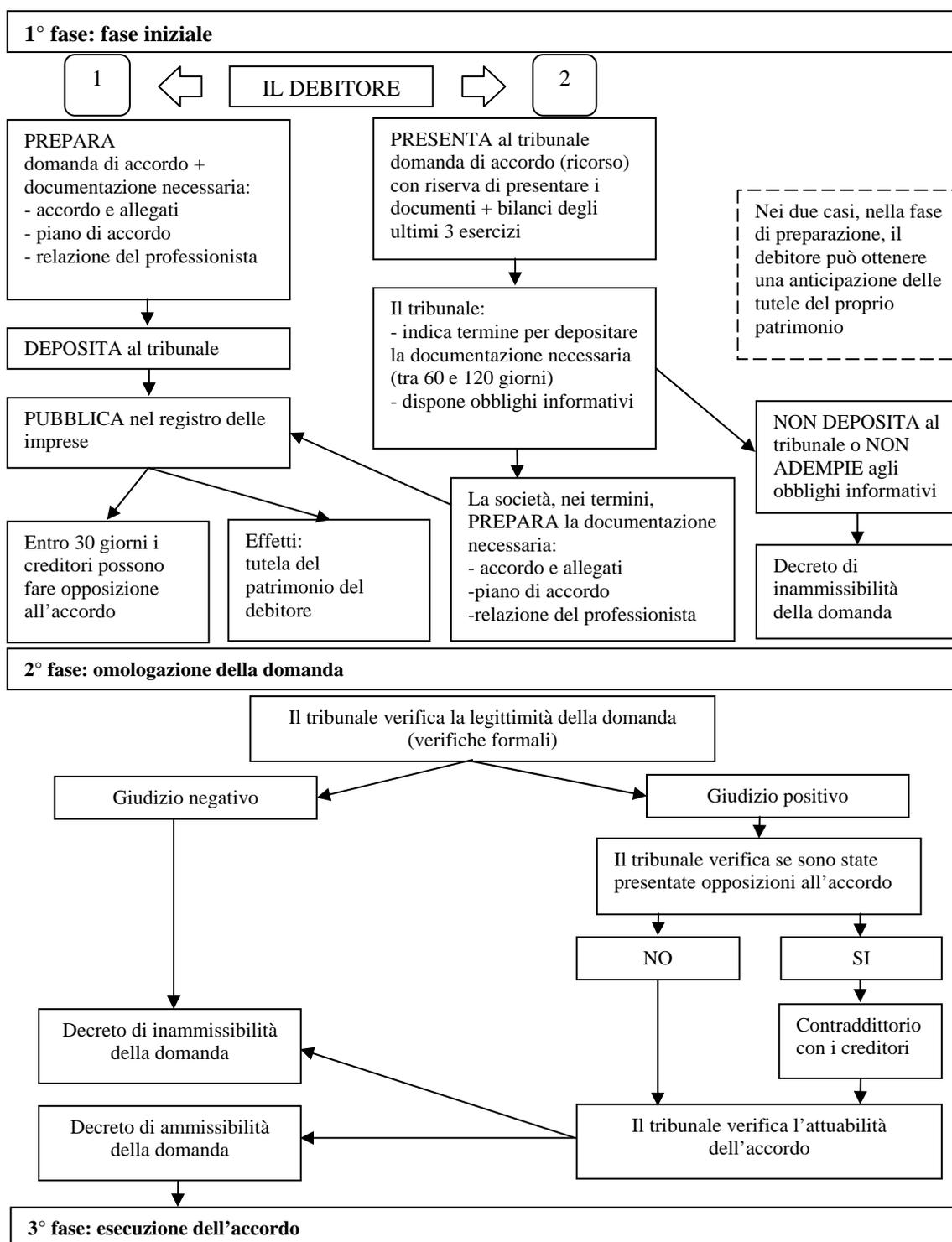
<sup>73</sup> Buccarella (2013).

<sup>74</sup> Il Sole 24 ORE (2014).

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

<sup>76</sup> Per una approfondita disamina della seguente figura, si rimanda al capitolo 4 del presente documento.

Figura 2.2 – Schema generale della procedura



Fonte: Ipsos-Francis Lefebvre (2013)

Dall'11 settembre 2012, il debitore può scegliere se depositare la domanda di accordo contemporaneamente all'accordo di ristrutturazione, al piano di risanamento e alla relazione del professionista oppure se depositarla riservandosi di presentare gli stessi entro il termine stabilito dal giudice.<sup>77</sup>

Tuttavia, la scelta di depositare successivamente la documentazione mancante non solo comporta oneri aggiuntivi, ossia il deposito dei bilanci relativi agli ultimi tre esercizi e il rispetto degli obblighi informativi, ma è inammissibile qualora, nei due anni precedenti alla domanda di accordo con riserva, il debitore abbia già presentato una domanda con riserva alla quale non sia seguita l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione.<sup>78</sup>

In ogni caso, una volta che l'intera documentazione necessaria è stata depositata presso il tribunale, la procedura rimane identica, indipendentemente dal fatto che la domanda sia stata presentata con o senza riserva.<sup>79</sup>

### **2.3.4.1 – Contenuti e presupposti di ammissibilità**

La tesi prevalente<sup>80</sup> riconosce all'accordo di ristrutturazione natura privatistica, in quanto si configura come un'operazione di tipo negoziale condotta tra privati, i cui contenuti sono lasciati alla libera scelta delle parti.

Il Legislatore non detta infatti in alcun modo quali debbano essere i contenuti dell'accordo, lasciando che siano il debitore e i creditori a negoziarne gli elementi (prima fase stragiudiziale), anche se nella prassi generalmente hanno per oggetto:<sup>81</sup>

- Dilazioni di pagamento;
- Rinunce totali o parziali agli interessi e/o al capitale;
- Cessione di beni ai creditori;
- Rinunce a posizioni creditorie;
- Conversione dei crediti in capitale;
- Acquisizione di nuove garanzie in favore dei creditori.

All'accordo di ristrutturazione può accedere qualunque imprenditore,<sup>82</sup> per cui è prevista la possibilità che venga proposto non solo da persone fisiche, ma anche dalla

---

<sup>77</sup> In base all'articolo 161, comma 6, L.F., il giudice può fissare il termine compreso tra 60 e 120 giorni e prorogabile qualora sussistano giustificati motivi fino ad ulteriori 60 giorni. Oltre a fissare i termini di deposito della documentazione mancante, il tribunale dispone gli obblighi informativi periodici a carico del debitore che devono essere assolti sino alla scadenza del termine prestabilito (art. 161, comma 8, L.F.); il mancato rispetto degli obblighi informativi e di deposito della documentazione mancante può portare a decretare l'inammissibilità della domanda e la possibilità di dichiarare il fallimento del debitore su istanza del creditore o del P.M. (art. 162, commi 2 e 3, L.F.).

<sup>78</sup> Art. 161, comma 9, L.F.

<sup>79</sup> Ipsosa-Francis Lefebvre (2013).

<sup>80</sup> Cass. 4 settembre 2009, n. 19214, App. Torino 7 maggio 2010.

<sup>81</sup> Capizzi (2012).

stessa società per mezzo dei propri rappresentanti, purché vengano rispettati i seguenti requisiti:

- ✓ Possono accedervi gli imprenditori commerciali fallibili,<sup>83</sup> comprese le società che sono in possesso dei requisiti per l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi o la liquidazione coatta amministrativa;
- ✓ La società deve trovarsi in uno stato di crisi.<sup>84</sup>

### 2.3.4.2 – Il consenso dei creditori

Al comma 1 dell'articolo 182-bis, il Legislatore asserisce che "L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'articolo 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con creditori rappresentanti almeno il sessanta per cento dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista designato dal debitore, in possesso dei requisiti previsti nell'articolo 67 terzo comma lettera d) sulla veridicità dei dati aziendali e sull'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei nel rispetto dei seguenti termini: a) entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data; b) entro centoventi giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione".

La ristrutturazione dei debiti non deve quindi ricevere il consenso da parte di un numero di creditori che rappresentino l'intero ammontare di debito detenuto dalla società, ma è necessaria e sufficiente la maggioranza minima: tale accordo può essere stipulato da tanti creditori che rappresentino almeno il 60% dell'intera esposizione debitoria della società in crisi, ammettendo quindi la possibilità che venga stipulato anche con un singolo creditore, qualora costui detenga almeno il 60% dei debiti dell'impresa (non è quindi richiesta la maggioranza per teste).

In caso di creditori astenuti o dissenzienti, gli effetti di tale pattuizione non ha conseguenze nei loro confronti per cui permane l'obbligo, da parte della società, di rimborso dell'intero debito vantato da costoro, entro 120 giorni dall'omologazione se i crediti sono già scaduti o entro 120 giorni dalla scadenza.

Il consenso per l'adesione all'accordo deve essere prestato per iscritto, mostrando chiaramente la volontà del creditore di prendere parte all'accordo.

Analogamente, anche l'accordo di ristrutturazione stipulato tra creditori e società deve essere necessariamente redatto in forma scritta, tale da consentire successivamente l'omologazione, il deposito e l'iscrizione dello stesso nel registro delle imprese.

---

<sup>82</sup> Art. 182-bis, comma 1, L.F.

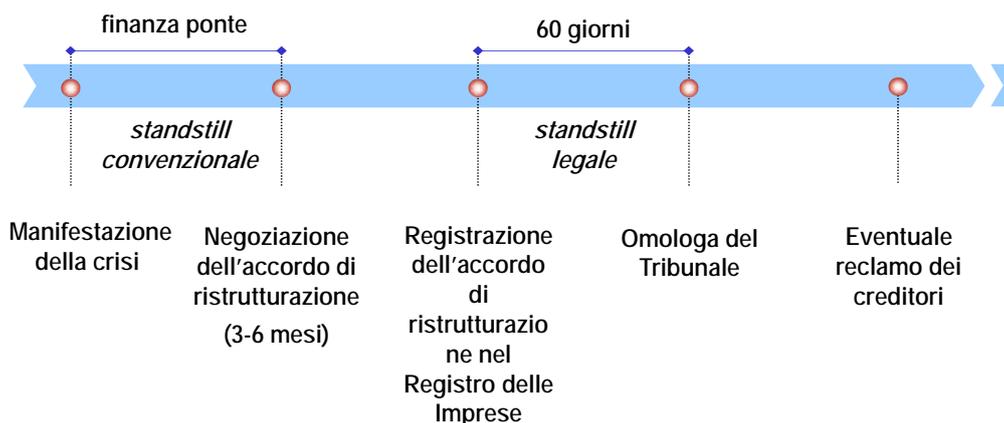
<sup>83</sup> Vengono considerati fallibili gli imprenditori che esercitano un'attività commerciale, esclusi gli enti pubblici, che superano i limiti dimensionali previsti dall'articolo 1.

<sup>84</sup> Art. 182-bis, comma 1, L.F.

### 2.3.4.3 – L’evoluzione della procedura

Nel grafico successivo viene fornita una rappresentazione dell’evoluzione della procedura di ristrutturazione dei debiti, indicante non solo i vari passaggi tra le diverse fasi, ma anche le tempistiche necessarie per portarle a termine.

**Figura 2.3 – L’evoluzione della procedura di ristrutturazione dei debiti**



Fonte: Capizzi (2012)

Come illustrato graficamente, il primo passo del processo di ristrutturazione è rappresentato dalla manifestazione della crisi aziendale, in seguito alla quale iniziano le prime trattative, per le quali è possibile fare ricorso alla finanza ponte.<sup>85</sup>

Nel periodo di preparazione dell'accordo e di redazione del piano di risanamento, l'impresa necessita infatti di risorse che ne supportino la gestione in questa fase preliminare, in modo da consentire la continuità dell'attività ordinaria, in attesa della definizione dell'accordo.

Caratteristica di questi primi mesi, è la possibilità di riscontrare un “accordo di sospensione” (c.d. standstill), ossia un patto tra debitore e finanziatore volto a evitare azioni esecutive individuali da parte dei creditori, i quali si impegnano a non promuovere pratiche legali per il recupero del credito fino a una certa data o al verificarsi di un determinato evento.

Preparata la documentazione necessaria<sup>86</sup> e terminata questa prima fase negoziale, l'accordo assume efficacia in seguito alla sua pubblicazione nel Registro delle Imprese;

<sup>85</sup> La concessione della finanza ponte è agevolata dall'introduzione, con il D.L. 78/2010 convertito nella L. 122/2010, dell'articolo 182-quater L.F. che prevede la prededucibilità ex art. 111 L.F. della stessa, anche se concessa prima della presentazione della domanda di concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F.

<sup>86</sup> Al fine di ottenere l'omologazione dell'accordo, oltre alla domanda di accordo è necessario che venga predisposta altra documentazione aggiuntiva da depositare presso il tribunale, che riguarda:

- L'accordo di ristrutturazione per il quale viene richiesta l'omologazione con i relativi allegati;

in ogni caso, in seguito alla pubblicazione, è facoltà dei creditori fare opposizione all'accordo entro 30 giorni.

È da precisarsi che il Legislatore ha introdotto la possibilità di bloccare le azioni cautelari ed esecutive da parte dei creditori già nella fase delle trattative e quindi prima della pubblicazione dell'accordo nel registro delle imprese, qualora venga pubblicata un'apposita istanza sospensiva nel registro delle imprese.<sup>87</sup>

Per richiedere questa tutela, è necessario che il debitore presenti l'istanza di sospensione ai sensi dell'art. 161, comma 1, L.F., unitamente a:<sup>88</sup>

- Una proposta di accordo;
- Un'autocertificazione dell'imprenditore che attesti che sono in corso trattative con i creditori che rappresentino almeno il 60% dei crediti;
- La documentazione richiesta per la domanda di concordato preventivo ad esclusione del piano con la descrizione delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta;
- Una dichiarazione di un professionista circa l'idoneità della proposta, ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori con i quali non sono in corso trattative o che hanno comunque negato la propria disponibilità a trattare.

A partire dalla data di pubblicazione dell'istanza di sospensione, non solo vige il divieto di inizio/prosecuzione delle azioni esecutive e cautelari, ma anche quello di acquisire titoli di prelazione successivi al sorgere del credito se non concordati.<sup>89</sup>

Depositata l'istanza e la documentazione sopra citata, sarà compito del tribunale di verificare la completezza e l'adeguatezza della documentazione depositata e di fissare l'udienza entro 30 giorni dal deposito dell'istanza.<sup>90</sup>

Nel corso dell'udienza, il tribunale dovrà verificare se sussistono i presupposti per raggiungere un accordo con almeno il 60% del ceto creditorio e se sussistono le condizioni per il totale soddisfacimento dei creditori estranei all'accordo, stabilendo successivamente il termine per la deposizione dell'accordo di ristrutturazione e della relazione redatta dal professionista, che non dovrà in ogni caso superare i 60 giorni.<sup>91</sup>

Superate le verifiche formali da parte del tribunale e completato il procedimento di omologazione, l'accordo non solo sarà vincolante nei confronti dei creditori ad esso aderenti, i quali non potranno intraprendere azioni esecutive se non a fronte di

- 
- Il piano di risanamento dell'impresa;
  - La relazione del professionista sull'idoneità dell'accordo.

Inoltre, secondo Capizzi (2012), è necessario allegare anche:

- La relazione aggiornata sulla situazione patrimoniale economica e finanziaria dell'impresa;
- Lo stato analitico dell'attività;
- L'elenco analitico dei creditori e titolari di diritti reali o personali.

<sup>87</sup> Art. 182-bis, comma 6, L.F.

<sup>88</sup> Ipsoa-Francis Lefebvre (2013).

<sup>89</sup> Art. 182-bis, comma 6, L.F.

<sup>90</sup> Art. 182-bis, comma 7, L.F.

<sup>91</sup> Art. 182-bis, comma 7, L.F.

inadempimenti all'accordo da parte del debitore, ma produrrà anche l'effetto di esenzione da revocatoria per "gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria".<sup>92</sup>

#### **2.3.4.4 – Conclusioni**

In conclusione, dall'analisi della normativa di riferimento, l'istituto in esame appare idoneo ad affrontare situazioni di crisi acuta di natura prevalentemente finanziaria, sia reversibile che irreversibile, poiché consente di optare sia per la continuità aziendale, sia per la sua liquidazione.

Uno dei maggiori punti di convenienza di questa procedura è rappresentato dalla prededucibilità dei crediti derivanti da finanziamenti, sia per la finanza ponte, sia per la nuova finanza, effettuati in funzione della presentazione della domanda al concordato preventivo o di omologa dell'accordo di ristrutturazione, purché essi siano stati previsti nel piano e la prededucazione sia approvata dal giudice.

A questo si aggiunge anche l'esenzione dai reati di bancarotta preferenziale e semplice per le operazioni effettuate in esecuzione del piano, come disciplinato dall'articolo 217-bis L.F.

Tuttavia, prevedendo l'istituto in esame il consenso all'accordo da parte di un numero di creditori che rappresenti almeno il 60% dell'esposizione debitoria della società, può risultare difficile la sua concretizzazione qualora l'ammontare complessivo del debito sia in capo a molti soggetti e costoro non siano disposti a rinegoziare le condizioni del loro credito.

#### **2.3.5 – Il concordato preventivo in continuità**

Nel nostro ordinamento, si è assistito negli anni ad una serie di riforme che hanno portato al sopravanzamento della salvaguardia della continuità aziendale a scapito della *par condicio creditorum*.

In merito, un'importante svolta è avvenuta con la riforma del 2005, prevedendo esenzioni da revocatoria<sup>93</sup> al fine di incentivare la costruzione di un piano per il

---

<sup>92</sup> Art. 67, comma 3, d).

<sup>93</sup> Art. 67, comma 3, L.F.

risanamento aziendale, oppure la possibilità, per quanto riguarda il concordato preventivo, di suddividere i creditori in differenti classi.<sup>94</sup>

Nell'attuale normativa, la finalità conservativa ha condotto a importanti deroghe al principio della *par condicio*.<sup>95</sup>

1. il debitore può contrarre finanziamenti prededucibili ai sensi dell'articolo 111, se un professionista attesta che tali finanziamenti sono erogati in funzione del migliore soddisfacimento dei creditori, ossia qualora tali finanziamenti consentano di ripristinare l'attività aziendale attraverso la quale sarà poi possibile soddisfare i diritti vantati dal ceto creditorio. Anzi, se i creditori vengono pagati con risorse provenienti da terzi, non sono previste specifiche formalità;<sup>96</sup>
2. è possibile contrarre debiti finalizzati alla conservazione dell'attività d'impresa ai quali è riconosciuta la prededuzione sia in caso di successivo fallimento, sia se sono stati concessi in occasione di un accordo ex art. 182-bis per un successivo concordato sia all'interno della stessa procedura in occasione della quale sono stati concessi;<sup>97</sup>
3. è possibile fornire garanzie reali a favore dei titolari di crediti prededucibili.<sup>98</sup>

La conservazione dell'impresa rappresenta un obiettivo primario del Legislatore, il quale ha previsto strumenti idonei per il raggiungimento di tale scopo, come ad esempio il concordato preventivo.

Il concordato preventivo<sup>99</sup>, disciplinato dagli artt. 160-186 L.F., è una procedura concorsuale con cui l'impresa in crisi o in stato di insolvenza può presentare ai creditori un piano per il risanamento aziendale attraverso la continuità dell'attività, oppure liquidando il proprio patrimonio, così da evitare il fallimento, il cui contenuto è lasciato alla libera scelta del debitore.

Nello specifico, l'articolo 186-bis disciplina sia i concordati che prevedono la continuità dell'attività senza cessione a terzi dell'attività, sia la cessione dell'azienda in esercizio, sia il conferimento dell'azienda in esercizio ad un'altra società, anche di nuova costituzione: il concordato preventivo in continuità raggruppa quindi tutti i concordati in cui vi è una prosecuzione dell'attività d'impresa, indipendentemente dal fatto che questa prosegua in capo all'imprenditore originale o a un terzo.<sup>100</sup>

---

<sup>94</sup> Art. 160, comma 1, lettera c), L.F.

<sup>95</sup> Arato (2012).

<sup>96</sup> Art. 182-quinquies, comma 4, L.F.

<sup>97</sup> Art. 182-quinquies, L.F.

<sup>98</sup> Art. 182-quinquies, comma 3, L.F.

<sup>99</sup> Regolato dal R.D. 267/1942 ha subito recentemente grandi modifiche e integrazioni, quali con il D.L. 83/2012 convertito in L. 134/2012 (c.d. decreto crescita) e dal D.L. 179/2012 convertito in L. 221/2012 (c.d. decreto crescita-bis).

<sup>100</sup> È lo stesso art. 186-bis, comma 1, L.F. che stabilisce: "quando il piano di concordato di cui all'articolo 161 secondo comma, lettera e) prevede la prosecuzione dell'attività di impresa da parte del debitore, la cessione dell'azienda in esercizio ovvero il conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione, si applicano le disposizioni del presente articolo."

È inoltre opportuno precisare che, sempre in tema di concordato in continuità, “il piano può prevedere anche la liquidazione di beni non funzionali all’esercizio dell’impresa”<sup>101</sup>, rientrando quindi in questa categoria di concordati anche quelli “misti”, nei quali la prosecuzione dell’attività aziendale avviene mediante la valorizzazione di una sola parte dell’attivo, liquidando beni o asset non funzionali all’esercizio dell’impresa.

### **2.3.5.1 – Presupposti di ammissibilità**

La normativa consente all’imprenditore in crisi o in stato di insolvenza di richiedere l’ammissione alla procedura prima della predisposizione del piano di risanamento e di aver sottoposto la proposta di concordato al vaglio dei creditori.

L’ammissione alla procedura può essere richiesta unicamente dal debitore qualora rispetti tre condizioni.

La prima condizione riguarda l’attività promossa dall’impresa che versa in stato di crisi: essa deve necessariamente svolgere attività commerciale.<sup>102</sup>

Secondo questo primo principio, possono quindi accedere alla procedura di concordato tutte le società commerciali, siano esse di persone o di capitali, oppure che si tratti di un semplice imprenditore individuale che svolge attività commerciale o un gruppo d’imprese.<sup>103</sup>

Secondo quanto disciplinato dalla legge, solo “l’imprenditore che si trova in stato di crisi può proporre ai creditori un concordato preventivo”,<sup>104</sup> specificando però che “per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza”.<sup>105</sup>

Il concordato preventivo è infatti uno strumento normativo adeguato per quelle imprese che si trovano in gravi stati di crisi o insolvenza e che presentano consistenti problemi di liquidità, non trovandosi in un semplice stato di crisi recuperabile, risolvibile attraverso altri strumenti tipici quali l’accordo di ristrutturazione o il piano attestato di risanamento.<sup>106</sup>

La terza condizione per l’ammissibilità alla procedura è il rispetto di almeno una delle soglie di fallibilità previste dal Legislatore al comma 2 dell’articolo 1 L.F.<sup>107</sup>

---

<sup>101</sup> Art. 186-bis, comma 1, L.F.

<sup>102</sup> Art. 1, comma 1, L.F.

<sup>103</sup> La legge non disciplina direttamente l’ipotesi di concordato per gruppi di società. Tuttavia, nella prassi, ciascuna società appartenente al gruppo può presentare una domanda di concordato che sia analoga a quelle presentate dalle altre società del gruppo. In tal caso, il Tribunale dovrà verificare che ogni società rispetti i requisiti per l’ammissibilità al concordato preventivo. (Trib. Roma 14 novembre 2012).

<sup>104</sup> Art. 160, comma 1, L.F.

<sup>105</sup> Art. 160, comma 3, L.F.

<sup>106</sup> Per un confronto tra le procedure si rimanda al prossimo paragrafo.

<sup>107</sup> I requisiti imposti dalla legge al suddetto articolo sono:

Il rispetto delle soglie non è importante solo da un punto di vista normativo, ma anche pratico in quanto, in caso di successivo fallimento dell'impresa, è prevista l'esenzione da revocatoria sia per "gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del concordato preventivo"<sup>108</sup>, sia per "i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili alla scadenza per ottenere la prestazione di servizi strumentali all'accesso al concordato preventivo"<sup>109</sup>.

### 2.3.5.2 – Le due tipologie di concordato in continuità

In figura 2.4 viene fornita una rappresentazione grafica dell'istituto in esame, mettendo in evidenza i momenti chiave che caratterizzano la procedura.

Già nella prima fase è possibile notare una distinzione tra due tipologie di concordato: la legge consente infatti al debitore di presentare la documentazione necessaria o successivamente alla presentazione della domanda al concordato (c.d. concordato con riserva o in bianco), o congiuntamente ad essa (c.d. concordato ordinario).

Infatti, grazie alla novità inserita nell'articolo 161 L.F., introdotta dal D.L. 83/2012 convertito in L. 134/2012, dall'11 settembre 2012 è facoltà del debitore di depositare la sola domanda di ammissione al concordato preventivo, riservandosi di depositare il piano e l'ulteriore documentazione richiesta<sup>110</sup> in un secondo momento (entro un termine compreso tra 60 e 120 giorni, come stabilito dal giudice al momento del deposito e prorogabile, in presenza di giustificati motivi, fino ad altri 60 giorni<sup>111</sup>).

Per una migliore analisi dell'istituto in esame, si dedicheranno i successivi due paragrafi rispettivamente al concordato ordinario e a quello in bianco.

---

"a) aver avuto, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito della istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, un attivo patrimoniale di ammontare complessivo annuo non superiore ad euro trecentomila;

b) aver realizzato, in qualunque modo risulti, nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività se di durata inferiore, ricavi lordi per un ammontare complessivo annuo non superiore ad euro duecentomila;

c) avere un ammontare di debiti anche non scaduti non superiore ad euro cinquecentomila."

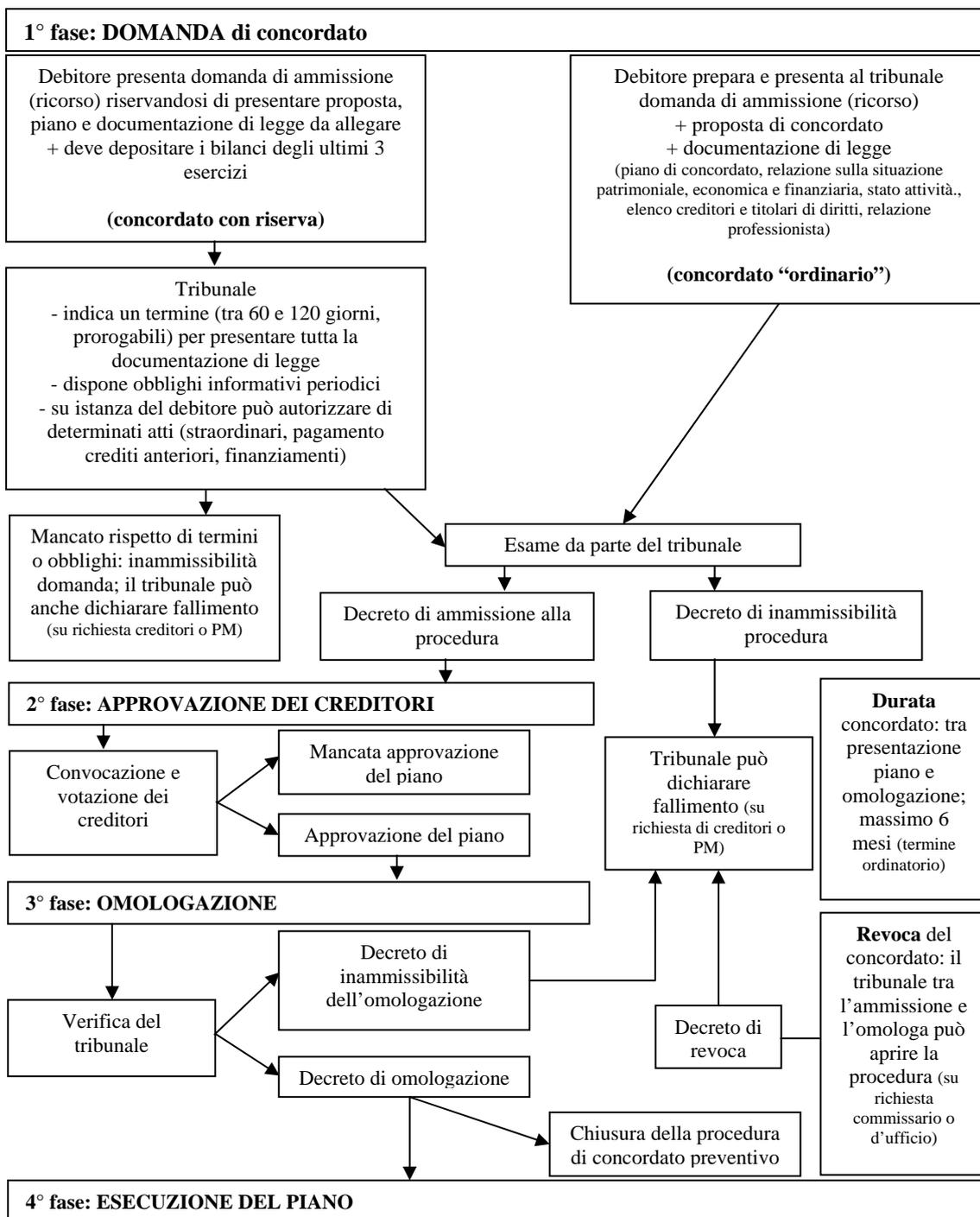
<sup>108</sup> Art. 67, comma 3, lettera e), L.F.

<sup>109</sup> Art. 67, comma 3, lettera g), L.F.

<sup>110</sup> Previste dall'art. 161, commi 2 e 3, L.F.

<sup>111</sup> Art. 161, comma 6, L.F.

Figura 2.4 – Schema generale della procedura



Fonte: Ipsoa-Francis Lefebvre (2013)

### 2.3.5.3 – Il concordato ordinario

Con il concordato ordinario il debitore presenta al tribunale, congiuntamente alla domanda di ammissione, il piano di concordato e la documentazione obbligatoria per legge, precedentemente preparata, come ad esempio la relazione sulla situazione patrimoniale della società, l'elenco dei creditori e dei titolari di diritti e la relazione del professionista circa la fattibilità del piano e la veridicità dei dati aziendali.

La domanda per l'ammissione al concordato deve pervenire al tribunale ove ha sede l'impresa<sup>112</sup> e venire ad essa allegati:<sup>113</sup>

- a) una aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa;
- b) uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco normativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione;
- c) l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore;
- d) il valore dei beni e i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili;
- e) un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta.

La documentazione appena esposta deve inoltre essere accompagnata “dalla relazione di un professionista designato dal debitore in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo comma, lett. d), che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo. Analoga relazione deve essere presentata nel caso di modifiche sostanziali della proposta o del piano.”<sup>114</sup>

Il Tribunale<sup>115</sup>, verificata l'adeguatezza della documentazione presentata dal debitore, dichiara l'ammissibilità alla procedura di concordato (in caso contrario il Tribunale può dichiarare il fallimento dell'impresa su richiesta dei creditori o del PM), alla quale segue una fase di votazione del piano da parte dei creditori e, in caso di raggiungimento della maggioranza, la successiva omologa da parte dello stesso Tribunale.

Il concordato ordinario si distingue da quello in bianco solo nella fase antecedente al deposito della proposta, del piano e della documentazione di legge in quanto avviene nel primo caso congiuntamente alla domanda di ammissione alla procedura, mentre nel secondo dopo il termine assegnato dal Tribunale.

Una volta sottoposta tutta la documentazione all'esame da parte del Tribunale, la procedura è analoga sia per il concordato ordinario che per quello in bianco, motivo per

---

<sup>112</sup> Art. 161, comma 1, L.F.

<sup>113</sup> Art. 161, comma 2, L.F.

<sup>114</sup> Art. 161, comma 3, L.F.

<sup>115</sup> In base all'art. 161, comma 1, L.F., “La domanda per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo è proposta [...] al tribunale del luogo in cui l'impresa ha la propria sede principale; il trasferimento della stessa intervenuto nell'anno antecedente al deposito del ricorso non rileva ai fini della individuazione della competenza”.

cui, nella seguente trattazione, viene fatta una distinzione solamente riguardo la prima fase della procedura, lasciando ai successivi paragrafi ulteriori approfondimenti sulle specifiche dell'istituto concordato preventivo.

### **2.3.5.4 – Il concordato con riserva o in bianco**

Come precedentemente accennato, il concordato in bianco si caratterizza per la possibilità di depositare la documentazione richiesta dalla legge entro un termine stabilito dal giudice successivo alla proposta di ammissione al concordato.

Dall'11 settembre 2012 è infatti facoltà del debitore “depositare il ricorso contenente la domanda di concordato unitamente ai bilanci relativi agli ultimi tre esercizi, riservandosi di presentare la proposta, il piano e la documentazione di cui ai commi secondo e terzo entro un termine fissato dal giudice compreso fra sessanta e centoventi giorni e prorogabile, in presenza di giustificati motivi di non oltre sessanta giorni.”<sup>116</sup>

Il Legislatore impone quindi l'obbligo in capo all'imprenditore di consegnare la documentazione necessaria entro un termine compreso tra 60 e 120 giorni, con la possibilità però di posticipare tale data di consegna, in presenza di giustificati motivi, di altri sessanta giorni, allorquando sulla società penda il procedimento per la dichiarazione di fallimento; permane comunque la possibilità di opposizione a tale dichiarazione, in base all'art. 22 comma 1 L.F.<sup>117</sup>

La possibilità di depositare successivamente la documentazione secondo i termini stabiliti dal giudice viene espressamente prevista al comma 6 dell'art. 161, il quale rimanda ai commi 2 e 3 del medesimo articolo per la documentazione da presentare con il ricorso, che sono:

- a) una aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa;
- b) uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione;
- c) l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore;
- d) il valore dei beni e i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili;
- e) un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta;
- f) una relazione di un professionista designato dal debitore in possesso di requisiti previsti all'art. 67, terzo comma, lettera d), che attesti la veridicità dei dati

---

<sup>116</sup> Art. 161, comma 6, L.F.

<sup>117</sup> Art. 161, comma 10, L.F.

aziendali e la fattibilità del piano medesimo, anche in caso di modifiche sostanziali della proposta o del piano.

La legge impone però due vincoli alla possibilità di accedere a tale procedura: innanzitutto, è necessario che l'imprenditore depositi, insieme alla domanda di concordato, i bilanci relativi agli ultimi tre esercizi;<sup>118 119</sup> in seconda analisi, è vincolante che, nei due anni precedenti il deposito della domanda, l'imprenditore non abbia presentato una medesima domanda alla quale non abbiano fatto seguito l'ammissione alla procedura di concordato preventivo o l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti.<sup>120</sup>

La domanda deve obbligatoriamente essere sottoscritta dal debitore<sup>121</sup> in possesso dei requisiti di cui al paragrafo 2.3.5.1 e dev'essere indirizzata al Tribunale in cui l'impresa ha sede.

L'imprenditore è inoltre soggetto agli obblighi periodici d'informativa disposti dal Tribunale che deve per legge assolvere fino alla scadenza del termine fissato; in caso di violazione, il Legislatore prevede che venga applicato l'articolo 162, commi 2 e 3.<sup>122 123</sup>

Il mancato rispetto dell'obbligo d'informativa o del deposito della documentazione di legge può comportare la dichiarazione di inammissibilità della proposta di concordato da parte del Tribunale e, su istanza dei creditori o del PM, la dichiarazione di fallimento dell'impresa (con sentenza reclamabile).<sup>124</sup>

È tuttavia opportuno sottolineare che l'imprenditore, alla scadenza del termine fissato dal Tribunale per la presentazione della documentazione richiesta dalla legge, può depositare, in alternativa alla proposta di concordato, la domanda di omologazione per l'accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F.

---

<sup>118</sup> Art. 161, comma 6, L.F.

<sup>119</sup> In merito rimangono però aperti due quesiti nella dottrina. Il primo riguarda il soggetto che deposita il bilancio in quanto il Legislatore non ha chiarito se l'obbligo di deposito dei "bilanci relativi agli ultimi tre esercizi" si riferisca unicamente a quelle imprese costituite in forma societaria che per legge sono tenute alla redazione del bilancio o anche agli imprenditori individuali; si ritiene però preferibile la prima ipotesi (Panzani 2012). Il secondo quesito, tuttora aperto e irrisolto dalla giurisprudenza, è se il bilancio debba necessariamente essere approvato e depositato o se sia sufficiente una documentazione sulla situazione patrimoniale; in merito, Panzani (2012) afferma che è sufficiente il deposito dei bilanci relativi agli ultimi tre esercizi, anche se non approvati.

<sup>120</sup> Art. 161, comma 9, L.F.

<sup>121</sup> Art. 161, comma 1, L.F.

<sup>122</sup> Art. 161, comma 8, L.F.

<sup>123</sup> In tema di inammissibilità della proposta, l'articolo 162, commi 2 e 3, L.F., dispone:

"2. Il Tribunale, se all'esito del procedimento verifica che non ricorrono i presupposti di cui agli articoli 160, commi primo e secondo, e 161, sentito il debitore in camera di consiglio, con decreto non soggetto a reclamo dichiara inammissibile la proposta di concordato. In tali casi il Tribunale, su istanza del creditore o su richiesta del pubblico ministero, accertati i presupposti di cui agli articoli 1 e 5 dichiara il fallimento del debitore.

3. Contro la sentenza che dichiara il fallimento è proponibile reclamo a norma dell'articolo 18. Con il reclamo possono farsi valere anche motivi attinenti all'ammissibilità della proposta di concordato."

<sup>124</sup> Art. 162, commi 2 e 3, L.F.

Infatti, trascorso il termine di 60-120 giorni, prorogabili di ulteriori 60 giorni in presenza di giustificati motivi, il debitore non è obbligato ad accedere all'istituto concordato preventivo, ma può depositare domanda, ai sensi dell'articolo 182-bis, per l'omologazione di un accordo di ristrutturazione, conservando sino all'omologazione gli effetti prodotti dal ricorso<sup>125</sup>. E' quindi facoltà del debitore scegliere se utilizzare il termine concesso dal Tribunale per presentare la proposta di concordato o di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, potendo comunque godere in tale periodo delle tutele garantite dalla legge.

### **2.3.5.5 – Abuso del concordato in bianco**

La ragione per la quale il Legislatore italiano ha deciso con il D.L. 83/2012, convertito in L. 134/2012, di introdurre il concordato in bianco risiedeva nel fatto che era stata da molti individuata una difficoltà per il debitore di predisporre il piano senza poter nel frattempo beneficiare di protezione dalle azioni esecutive e cautelari dei creditori.<sup>126</sup>

Tale innovazione, consentendo al debitore di beneficiare del c.d. “ombrello protettivo” dalle azioni individuali dei creditori, ha riscontrato, sin dalla sua introduzione,<sup>127</sup> un grande successo tanto che, grazie al vivo ricorso a tale procedura, il numero di concordati preventivi è più che raddoppiato tra il 2012 e il 2013.<sup>128</sup>

Tuttavia, alla scadenza del termine fissato dal Tribunale per il deposito della documentazione necessaria richiesta dalla legge, il tasso di conversione in domande “in pieno” è stato limitato,<sup>129</sup> così che si è assistito spesso ad un uso improprio dell'istituto in esame da parte dei debitori, in quanto sfruttavano il periodo di moratoria concesso dal Tribunale non per la costruzione di un efficiente piano di risanamento, ma per ridurre la propria consistenza patrimoniale ed incrementare l'esposizione debitoria.<sup>130</sup>

La possibilità concessa dal Legislatore di beneficiare in breve tempo degli effetti dell'ombrello protettivo, quale reazione o prevenzione a iniziative opportunistiche da parte dei creditori, ha quindi prodotto due effetti: da un lato è cresciuto il ricorso ai concordati, mentre dall'altro ha portato ad un abuso della procedura.

L'abuso del concordato in bianco si configura qualora il debitore faccia ricorso a tale strumento col solo fine di evitare la dichiarazione di fallimento e le relative

---

<sup>125</sup> Art. 161, comma 6, L.F.

<sup>126</sup> Panzani (2012).

<sup>127</sup> 11 settembre 2012.

<sup>128</sup> Per maggiori informazioni circa il ricorso al concordato preventivo e all'utilizzo del concordato in bianco dalla sua introduzione, si rimanda al paragrafo 1.3.3.3 del capitolo 1.

<sup>129</sup> Poli (2013).

<sup>130</sup> La Tribuna (2014).

conseguenze, sfruttando il diritto riconosciuto dalla legge di accedere allo strumento per finalità diverse.<sup>131</sup>

Questo utilizzo distorto del concordato in bianco, a danno del ceto creditorio, ha indotto il Legislatore, a circa un anno di distanza dalla sua introduzione, ad una rivisitazione dello strumento.

A tal proposito, la relazione di accompagnamento del D.L. 69/2013 (c.d. Decreto Fare), convertito in L. 98/2013, mostra chiaramente l'intento del Legislatore di porre rimedio a tale abuso, sottolineando che: "le prime evidenze empiriche emerse nel corso di rilevazioni statistiche condotte dalla Direzione generale di statistica del Ministero della giustizia hanno consentito di rilevare un non trascurabile ricorso all'istituto del cosiddetto "concordato in bianco" non del tutto corrispondente alle finalità che ne hanno ispirato l'introduzione, rappresentante dall'anticipazione degli effetti protettivi del patrimonio dell'impresa in crisi a prescindere dalla elaborazione della proposta e del piano di concordato".

Per questo motivo, il recente intervento sulla legge fallimentare da parte del "Decreto Fare" "è volto pertanto a conservare la flessibilità e la snellezza dello strumento, approntando però delle misure volte ad implementare il patrimonio informativo dei creditori e del tribunale già in sede di fissazione del termine attraverso l'estensione degli obblighi di deposito del debitore."<sup>132</sup>

Il D.L. 69/2013 ha quindi modificato l'art. 161 L.F. prevedendo che il debitore, insieme alla domanda di concordato in bianco, presenti non solo i bilanci relativi agli ultimi tre esercizi, ma anche un elenco completo dei creditori con l'indicazione dell'importo dei relativi crediti.

Inoltre, con il "Decreto Fare" il Legislatore ha attribuito al Tribunale la facoltà di nominare, congiuntamente alla fissazione del termine per la presentazione del piano, un commissario giudiziale<sup>133</sup> il quale, "se accerta che il debitore ha occultato o dissimulato parte dell'attivo, dolosamente omesso di denunciare uno o più crediti, esposto passività insussistenti o commesso altri atti di frode, deve riferirne al tribunale, il quale – nelle forme seguite per la dichiarazione di fallimento e verificata la sussistenza delle condotte stesse – può con decreto dichiarare improcedibile la domanda di concordato e, su istanza del creditore o del P.M., accertati i presupposti per la dichiarazione di fallimento, lo dichiara con sentenza reclamabile ai sensi dell'art. 18 L. Fall."<sup>134</sup>

Gli effetti di tale intervento non sono passati inosservati; infatti, come mostrato nella figura 1.16 del capitolo 1 in merito all'utilizzo dei concordati in bianco, nella seconda metà del 2013, in seguito alle modifiche apportate dal D.L. 69/2013, il ricorso a tale

<sup>131</sup> Cass. 18190/2012, in *Foro.it*, Trib. Terni 26/02/2013 in *Il Caso*.

<sup>132</sup> Disponibile su [www.camera.it](http://www.camera.it)

<sup>133</sup> Prima della riforma la nomina del commissario poteva avvenire solamente con il decreto che apre la procedura dopo la presentazione del piano.

<sup>134</sup> Disponibile su [www.camera.it](http://www.camera.it)

strumento si è ridimensionato, arrivando a contare circa la metà dei concordati in bianco rispetto a quanto era avvenuto prima della modifica.

Dunque, mentre nel 2012 il Legislatore è intervenuto al fine di “premere l’acceleratore sulla soluzione delle crisi incentivando il ricorso al concordato preventivo”<sup>135</sup>, con il “Decreto Fare” ha voluto modificare il concordato in bianco, in modo tale da evitare che “imprenditori di poco scrupolo, al fine di evitare o ritardare le iniziative dei creditori”<sup>136</sup> abusassero di tale strumento.

### **2.3.5.6 – Effetti della domanda, pubblicazione e tutele**

Come precedentemente affermato, il concordato ordinario e quello in bianco si distinguono unicamente nella fase preliminare in cui, oltre alla domanda di ammissione al concordato, necessaria in entrambi i casi, viene presentata la documentazione prevista dalla legge in momenti differenti; il resto della procedura rimane uguale in entrambi i casi, motivo per cui da ora in avanti non si farà più distinzione tra concordato ordinario e in bianco.

Infatti, l’articolo 168 L.F., disciplinando parte degli effetti della presentazione del ricorso, non distingue tra concordato ordinario e in bianco, chiarendo che “dalla data della pubblicazione del ricorso nel registro delle imprese e fino al momento in cui il decreto di omologazione del concordato preventivo diventa definitivo, i creditori per titolo o causa anteriore al decreto non possono, sotto pena di nullità, iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio del debitore.”<sup>137</sup>

La pubblicazione della domanda di concordato è necessaria per questo istituto e deve essere comunicata al PM e pubblicata, ad opera del cancelliere, nel registro delle imprese il giorno seguente al deposito della domanda in cancelleria.<sup>138</sup>

Il parere positivo del PM circa la fattibilità della proposta di concordato rappresenta un elemento importante in quanto, in caso di parere contrario, egli potrebbe opporsi all’ammissione del debitore alla procedura e “produrre documenti e dedurre prove”<sup>139</sup> tali da impedire all’imprenditore di accedere indebitamente a questo istituto.<sup>140</sup>

La legge fornisce quindi tutele all’impresa in crisi dalla data di pubblicazione fino all’omologazione del concordato, garantendo non solo il blocco delle azioni esecutive o cautelari sul patrimonio del debitore ad opera dei creditori, ma anche l’inapplicabilità

---

<sup>135</sup> Fabiani (2012).

<sup>136</sup> Lo Cascio (2013).

<sup>137</sup> Art. 168, comma 1, L.F.

<sup>138</sup> Art. 161, comma 5, L.F.

<sup>139</sup> Art. 72, comma 2, c.p.c.

<sup>140</sup> Cass. 24 luglio 2007, n. 16396.

delle norme che impongono la riduzione del capitale sociale a fronte di perdite e di scioglimento della società per riduzione o perdita del capitale sociale.<sup>141</sup>

Il debitore, dopo il deposito del ricorso e fino al decreto di ammissione alla procedura, “può compiere gli atti urgenti di straordinaria amministrazione previa autorizzazione del tribunale il quale può assumere sommarie informazioni. Nello stesso periodo e a decorrere dallo stesso termine il debitore può altresì compiere gli atti di ordinaria amministrazione”.<sup>142</sup>

Possono essere ricondotti tra gli atti di straordinaria amministrazione, ad esempio, le operazioni di fusione<sup>143</sup> tra una società in crisi e una solvibile, di scissione<sup>144</sup> parziale o totale trasferendo il patrimonio ad una o più società o di trasformazione<sup>145</sup> societaria.<sup>146</sup>

Al fine di favorire la continuità di gestione societaria, il Legislatore ha previsto per i crediti legalmente sorti a fronte di tali operazioni la prededucibilità ai sensi dell'articolo 111,<sup>147</sup> in base al quale i crediti prededucibili sono i primi ad essere soddisfatti grazie alle somme di denaro ottenute attraverso la liquidazione dell'attivo societario.<sup>148</sup>

In base all'articolo 182-quater, anche per il concordato preventivo, come avviene per gli accordi di ristrutturazione dei debiti, vale la prededucibilità dei crediti derivanti dai finanziamenti erogati in qualsiasi forma<sup>149</sup>; ciò vale anche per i finanziamenti effettuati dai soci, ma fino alla concorrenza dell'80% del loro ammontare.

Va però sottolineato, in tema di finanziamenti prededucibili, che, in base a quanto predisposto al comma 1 dell'art. 182-quinquies, “il debitore che presenta, anche ai sensi dell'articolo 161, sesto comma, una domanda di ammissione al concordato preventivo o una domanda di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti [...] può

---

<sup>141</sup> Art. 182-sexies, L.F.

<sup>142</sup> Art. 161, comma 7, L.F.

<sup>143</sup> Art. 2501 c.c.

<sup>144</sup> Art. 2506 c.c.

<sup>145</sup> Art. 2499 c.c.

<sup>146</sup> Non si tratta delle uniche tipologie di operazioni straordinarie; è infatti possibile che il piano preveda l'accollo, ossia l'intervento di un terzo soggetto che si assume i debiti dell'impresa o l'attribuzione ai creditori o a società di costoro di strumenti finanziari e titoli di debito.

<sup>147</sup> Art. 161, comma 7, L.F.

<sup>148</sup> All'art. 111, L.F., il Legislatore prevede infatti: “1. Le somme ricavate dalla liquidazione dell'attivo sono erogate nel seguente ordine:

1) per il pagamento dei crediti prededucibili;  
2) per il pagamento dei crediti ammessi con prelazione sulle cose vendute secondo l'ordine assegnato dalla legge;

3) per il pagamento dei creditori chirografari, in proporzione dell'ammontare del credito per cui ciascuno di essi fu ammesso, compresi i creditori indicati al n.2, qualora non sia stata ancora realizzata la garanzia, ovvero per la parte per cui rimasero non soddisfatti da questa.

2. Sono considerati crediti prededucibili quelli così qualificati da una specifica disposizione di legge, e quelli sorti in occasione o in funzione delle procedure concorsuali di cui alla presente legge; tali debiti sono soddisfatti con preferenza ai sensi del primo comma n. 1).”

<sup>149</sup> Sono parificati, secondo quanto disposto dal primo comma dell'art 182-quater L.F., i crediti derivanti da finanziamenti erogati in funzione della presentazione della domanda di ammissione al concordato, purché essi siano previsti nel piano e la prededucazione sia espressamente disposta nel provvedimento col quale il Tribunale accoglie la domanda di ammissione al concordato. (Art. 182-quater, comma 2, L.F.)

chiedere al tribunale di essere autorizzato, assunte se del caso sommarie informazioni, a contrarre finanziamenti, prededucibili ai sensi dell'articolo 111, se un professionista designato dal debitore in possesso dei requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), verificato il complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa sino all'omologazione, attesta che tali finanziamenti sono funzionali alla migliore soddisfazione dei creditori.”

Oltre alla prededucibilità, che viene quindi concessa anche nel caso di concordato preventivo, al fine di una migliore soddisfazione del ceto creditorio, il Legislatore ha previsto anche l'esenzione da revocatoria fallimentare per “gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del concordato preventivo [...] nonché gli atti, i pagamenti e le garanzie legalmente posti in essere dopo il deposito del ricorso di cui all'articolo 161”.<sup>150</sup>

### **2.3.5.7 – Esame del tribunale**

Ricevuta la domanda di concordato e tutta la documentazione richiesta dalla legge, il Tribunale effettua un esame in camera di consiglio, con la presenza del PM e dei rappresentanti dell'impresa in crisi, verificando la sussistenza dei presupposti formali e documentali presentati per stabilire se rigettare la domanda o se aprire la procedura.

Il Tribunale, per esprimersi in merito all'ammissibilità o inammissibilità della proposta di concordato, verifica in prima analisi se ricorrono i requisiti fissati dalla legge per la presentazione del piano,<sup>151</sup> procedendo con le verifiche sostanziali e formali della documentazione presentata e stabilendo, in base alla relazione fornita dal professionista sulla fattibilità del piano, se lo stesso possa essere approvato o meno.

Il Tribunale non deve infatti esprimere un giudizio sulla fattibilità del piano, in quanto è compito del professionista, ma deve solamente decidere se, a fronte dell'analisi e delle motivazioni riportate dall'esperto nella propria relazione, il piano sia o meno da approvare.<sup>152</sup>

Qualora l'esito delle verifiche mostri la non sussistenza dei presupposti di cui agli articoli 160 (commi 1 e 2) e 161, sentito il parere del debitore in camera di consiglio, il Tribunale dichiara l'inammissibilità della proposta con decreto non reclamabile e, su istanza del creditore o su richiesta del PM, dichiara il fallimento dell'impresa, previo accertamento dei requisiti di cui agli articoli 1 e 5 L.F.<sup>153</sup>

---

<sup>150</sup> Art. 67, comma 3, lettera e), L.F.

<sup>151</sup> In base all'art. 160, commi 1 e 2, L.F., il Tribunale deve verificare l'esistenza dello stato di crisi e l'idoneità del piano a garantire la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei creditori, rispettando gli ordini di prelazione e la correttezza nell'eventuale divisione dei creditori in classi (art. 163, comma 1, L.F.).

<sup>152</sup> Cass. 25 ottobre 2010, n. 21860.

<sup>153</sup> Art. 162, comma 2, L.F.

Contrariamente, nel caso in cui dalle verifiche sostanziali, formali e documentali si ritenga ammissibile la proposta di concordato, il Tribunale dichiara aperta la procedura, con decreto non reclamabile,<sup>154</sup> immediatamente pubblicato, ad opera del giudice delegato, nei libri contabili presentati.<sup>155</sup>

### 2.3.5.8 – Approvazione dei creditori

Comunicato il decreto di ammissione alla procedura, ha inizio la fase di approvazione da parte dei creditori del piano.

Possono partecipare alla votazione tutti i creditori chirografari,<sup>156</sup> i coobbligati, i fideiussori dell'impresa in crisi, gli obbligazionisti, i creditori della società che hanno un privilegio sui beni personali dei soci illimitatamente responsabili<sup>157</sup> e i creditori privilegiati.<sup>158</sup>

Ai sensi dell'articolo 171, comma 1, il Commissario giudiziale deve controllare l'elenco dei creditori e debitori presentato, i quali sono poi chiamati a partecipare all'adunanza per l'approvazione del piano.

Ma il Commissario giudiziale ha anche il compito di comunicare con raccomandata o telegramma ai creditori la data di convocazione e le proposte del debitore,<sup>159</sup> affinché essi si riuniscano per la votazione.

L'adunanza dei creditori è presieduta dal giudice delegato<sup>160</sup> e vi prendono parte tutti i creditori convocati e con diritto di voto, il commissario giudiziale e il debitore in persona o i suoi rappresentanti legali, qualora si tratti rispettivamente di imprenditore individuale o di una società.

Per l'approvazione del concordato è sufficiente il consenso da parte della "maggioranza dei crediti ammessi al voto", ossia il voto favorevole di almeno il 51% del totale dei crediti ammessi; nel caso in cui il piano preveda la suddivisione dei creditori in classi,

---

<sup>154</sup> Art. 163, comma 1, L.F.

<sup>155</sup> Art. 170, L.F.

<sup>156</sup> Hanno diritto di voto tutti i creditori chirografari anteriori al concordato; per quanto riguarda i creditori chirografari postergati, "sono esclusi dal voto e dal computo delle maggioranze il coniuge del debitore, i suoi parenti e affini fino al quarto grado, i cessionari o aggiudicatari dei loro crediti da meno di un anno prima della proposta di concordato" (art. 177, comma 4, L.F.). Non hanno diritto di voto nemmeno i creditori posteriori all'apertura del concordato per atti autorizzati finalizzati alla riuscita della procedura (il loro credito verrà soddisfatto interamente).

<sup>157</sup> Trib. Milano, 1° settembre 1997.

<sup>158</sup> Per quanto riguarda i creditori privilegiati, la legge distingue se il contenuto della proposta prevede il pagamento integrale o parziale dei creditori: nel primo caso, i creditori privilegiati "non hanno diritto al voto se non rinunciano in tutto o in parte al diritto di prelazione" (art. 177, comma 2, L.F.) mentre nel secondo caso, essi hanno diritto al voto in quanto "sono equiparati ai chirografari per la parte residua del credito." (art. 177, comma 3, L.F.).

<sup>159</sup> Art. 171, comma 2, L.F.

<sup>160</sup> Art. 174, comma 1, L.F.

per l'approvazione è necessaria non solo la maggioranza dei crediti ammessi al voto, ma anche quella del numero delle classi.<sup>161</sup>

In seguito alla fase di approvazione da parte dei creditori, se è stata raggiunta la maggioranza dei crediti, si apre la fase di omologazione.

Qualora invece non sia stata raggiunta la maggioranza, il giudice delegato ne dà informazione al Tribunale che dichiara, sentito il parere del debitore in camera di consiglio, l'inammissibilità alla procedura e, su istanza del creditore o richiesta del PM, può dichiarare il fallimento dell'impresa.<sup>162</sup>

### 2.3.5.9 – Omologazione

Conclusa la fase di approvazione della proposta da parte dei creditori, ha inizio la fase di omologazione del concordato, che deve intervenire nel termine di sei mesi dalla presentazione del ricorso.<sup>163</sup>

Tale fase viene disciplinata all'articolo 180, comma 1, L.F., dove si specifica che “se il concordato è stato approvato a norma del primo comma dell'articolo 177, il giudice delegato riferisce al tribunale il quale fissa un'udienza in camera di consiglio per la comparizione delle parti e del commissario giudiziale, disponendo che il provvedimento venga pubblicato a norma dell'articolo 17 e notificato, a cura del debitore, al commissario giudiziale e agli eventuali creditori dissenzienti.”

È però necessario che il debitore, il commissario giudiziale, gli eventuali creditori dissenzienti e qualsiasi interessato si riuniscano almeno 10 giorni prima della data dell'udienza<sup>164</sup> e, se non sono pervenuti pareri dissenzienti, il Tribunale omologa il concordato con decreto motivato.<sup>165</sup>

Se sono state contrariamente proposte opposizioni, il Tribunale assume i mezzi istruttori necessari per svolgere un adeguato controllo, al fine di emettere il decreto di omologazione o di respingere il concordato, dichiarando, in quest'ultima ipotesi, il fallimento dell'impresa su istanza del creditore o su richiesta del PM, con separata sentenza.<sup>166</sup>

---

<sup>161</sup> Art. 177, comma 1, L.F.

<sup>162</sup> Art. 179 L.F. che rimanda all'art. 162, comma 2, L.F.

<sup>163</sup> Tale termine può essere prorogato una sola volta dal Tribunale per massimo 60 giorni (art. 181, L.F.). Nel caso di inosservanza, questo non ha effetti sulla validità del concordato (cass. 4 febbraio 2009, n. 2706).

<sup>164</sup> Art. 180, comma 2, L.F.

<sup>165</sup> Art. 180, comma 3, L.F.

<sup>166</sup> Art. 180, commi 4 e 7, L.F.

### **2.3.5.10 – Conclusioni**

Dall'analisi della normativa e delle caratteristiche dell'istituto concordato preventivo, è possibile affermare che tale procedura appare idonea in un contesto di grave crisi aziendale o insolvenza, caratterizzata da consistenti problemi di liquidità e dalla necessità di protezione da azioni esecutive.

Il presente istituto garantisce infatti importanti tutele al finanziatore, quali la prededucibilità della finanza ponte, l'esclusione del finanziatore dal reato di bancarotta semplice e preferenziale e l'esenzione da revocatoria fallimentare per gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del concordato o concessi dopo il deposito del ricorso.

Una delle principali caratteristiche di questo istituto risiede nella possibilità per il debitore di presentare il concordato "in bianco" e di godere del vantaggio del blocco delle azioni dei creditori, presentando in un secondo momento la documentazione richiesta dalla legge per la procedura.

Un'ulteriore caratteristica del concordato preventivo è che, pur essendo richiesta per l'approvazione la maggioranza dei creditori, esso vincola anche quelli dissenzienti o estranei.

Tuttavia, a tale istituto sono associati costi maggiori rispetto agli accordi di ristrutturazione e ai piano di risanamento e, nel caso manchino i presupposti indicati dalla legge, il Tribunale può dichiarare il fallimento dell'impresa su istanza dei creditori o del PM.

## **2.4 – Valutazione comparativa delle soluzioni giudiziali alternative al fallimento**

Dopo aver fornito nel precedente paragrafo un'analisi del piano di risanamento ex art. 67 L.F., dell'accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F. e del concordato preventivo in continuità ex artt. 160 e ss., nel seguente paragrafo si fornirà sia una valutazione dei vantaggi e svantaggi connessi con ciascuna procedura, sia una valutazione comparativa degli istituti appena citati, evidenziandone le principali caratteristiche che li accomunano o che li differenziano.

Al fine di garantire una migliore analisi e confrontabilità degli istituti in esame, nel seguente paragrafo verrà proposta una loro esposizione in forma tabellare, così da risultare di più facile interpretazione.

Con l'obiettivo di capire quali siano i tratti caratteristici di ciascun istituto che possano far propendere il debitore nella scelta tra l'una o l'altra ipotesi, nella tabella 2.2 vengono rappresentati i vantaggi e gli svantaggi relativi a ciascuna procedura presa

singolarmente, così da fornire una rappresentazione sintetica delle principali caratteristiche proprie di ciascuna procedura.

**Tabella 2.2 – Vantaggi e svantaggi delle soluzioni giudiziali**

	<b>Piano di risanamento ex art. 67 L.F.</b>	<b>Accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F.</b>	<b>Concordato preventivo ex artt. 160 e ss. L.F.</b>
<b>Vantaggi</b>	<p>1) Semplicità della procedura; 2) Mantenimento, durante l'attuazione del piano, da parte del debitore, di tutti i poteri di amministrazione (ordinaria e straordinaria) dell'impresa; 3) Mancanza dell'obbligo di pubblicità legale; 4) Esenzione da revocatoria per i finanziamenti erogati in funzione del piano.</p>	<p>1) Durante l'attuazione del piano il debitore mantiene tutti i poteri di amministrazione (ordinaria e straordinaria) dell'impresa; 2) Prededucibilità dei finanziamenti; 3) Protezione da azioni cautelari ed esecutive dei creditori; 4) Possibilità di concludere una transazione fiscale per i creditori; 5) Intervento del Tribunale per l'omologazione dell'accordo ma libertà nelle fasi di negoziazione con i creditori e di esecuzione del piano; 6) Esenzione da revocatoria per i finanziamenti erogati in funzione del piano.</p>	<p>1) Possibilità di presentare un concordato "in bianco", potendo godere del blocco delle azioni dei creditori durante l'elaborazione del piano; 2) Prededucibilità dei finanziamenti; 3) Protezione da azioni cautelari ed esecutive dei creditori; 4) Possibilità di concludere una transazione fiscale per i creditori; 5) Approvazione del piano da parte della maggioranza vincolando anche i creditori dissenzienti; 6) Esenzione da revocatoria per i finanziamenti erogati in funzione del piano; 7) Possibilità di prevedere una soddisfazione parziale dei creditori privilegiati.</p>
<b>Svantaggi</b>	<p>1) Assenza di prededucibilità dei crediti; 2) Impossibilità di concludere una transazione fiscale per i creditori; 3) Mancanza di protezione da azioni cautelari ed esecutive dei creditori.</p>	<p>1) Procedura più lunga e complessa rispetto al piano di risanamento, prevedendo al suo interno una componente giudiziale (omologazione); 2) Obbligo di pubblicazione dell'accordo; 3) Obbligo di soddisfare integralmente i creditori non aderenti; 4) Vincolo di adesione di creditori che rappresentino almeno il 60% dell'ammontare del credito.</p>	<p>1) Complessità della procedura; 2) Obbligo di pubblicazione dell'accordo; 3) Procedura più lunga e onerosa rispetto alle precedenti e necessità per l'impresa di depositare il 50% dei costi della procedura; 4) Forte controllo dell'autorità giudiziaria; 5) Possibilità di trasformazione del concordato preventivo in fallimento su istanza dei creditori o del PM; 6) Possibilità per il debitore, dal deposito del ricorso fino al decreto di ammissione della procedura, di compiere atti di amministrazione straordinaria solo previa autorizzazione del Tribunale.</p>

Fonte: elaborazione dell'Autore

Nella tabella 2.3, viene fornita una valutazione comparativa delle tre procedure in esame, confrontando le caratteristiche (righe) proprie di ciascun istituto (colonne).

Questa modalità di rappresentazione consente di comprendere immediatamente gli elementi in comune tra le varie procedure e quelli che le differenziano: ad esempio, per quanto riguarda il soggetto proponente o i presupposti di ammissibilità, appare chiaro che sono gli stessi per tutte e tre le procedure mentre, per quanto riguarda il numero di creditori aderenti agli accordi, vi sono differenti quorum.

*Tabella 2.3 – Valutazione comparativa delle soluzioni giudiziali*

	<b>Piano di risanamento ex art. 67 L.F.</b>	<b>Accordi di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F.</b>	<b>Concordato preventivo ex artt. 160 e ss. L.F.</b>
<b>Soggetto proponente</b>	Impresa in crisi		
<b>Presupposti di ammissibilità</b>	Stato di crisi temporanea e reversibile; Attività commerciale; Superamento di una delle soglie di fallimento (art. 1 L.F.)		
<b>Caratteristiche della crisi</b>	Lievi problemi di liquidità; Beni cedibili o concedibili in garanzia	Moderati problemi di liquidità a medio termine; Detenzione del credito da parte di pochi soggetti; Necessità di ristrutturare il debito	Forti problemi di liquidità; Necessità di protezione da azioni esecutive dei creditori; Possibile cessione di beni o asset; Riduzione del debito
<b>Obiettivo</b>	Risanamento, per il ritorno ad un equilibrio economico/finanziario	Ristrutturazione dell'impresa, con la soddisfazione integrale dei creditori non aderenti all'accordo	Ristrutturazione dell'impresa, proseguendo l'attività in capo allo stesso imprenditore o conferendola in esercizio a terzi
<b>Durata</b>	Non vi sono né scadenze né termini da rispettare, ma dipende dal tempo impiegato per la redazione del piano e l'ottenimento dell'attestazione	Non vi sono né scadenze né termini da rispettare, ma dipende dalla fase preparatoria e da quella giudiziale	Dalla presentazione della domanda all'omologazione possono passare fino a 6 mesi (prorogabili di 2)
<b>Pubblicità legale</b>	Facoltativa	Obbligatoria, nel Registro delle Imprese	
<b>Intervento del Tribunale</b>	Nessuno	Solo nella fase di omologazione della domanda	Forte intervento degli organi giuridici, quali Tribunale, commissario giudiziale e PM (per istanza di fallimento)
<b>Quorum dei creditori</b>	Nessuno	60% del totale dei crediti	51% del totale dei crediti ammessi al voto dopo l'esame del Tribunale
<b>Protezione da azioni cautelari o esecutive</b>	Assente	Concessa durante le trattative su richiesta del debitore o automatica con la	Concessa dalla fase di presentazione della domanda

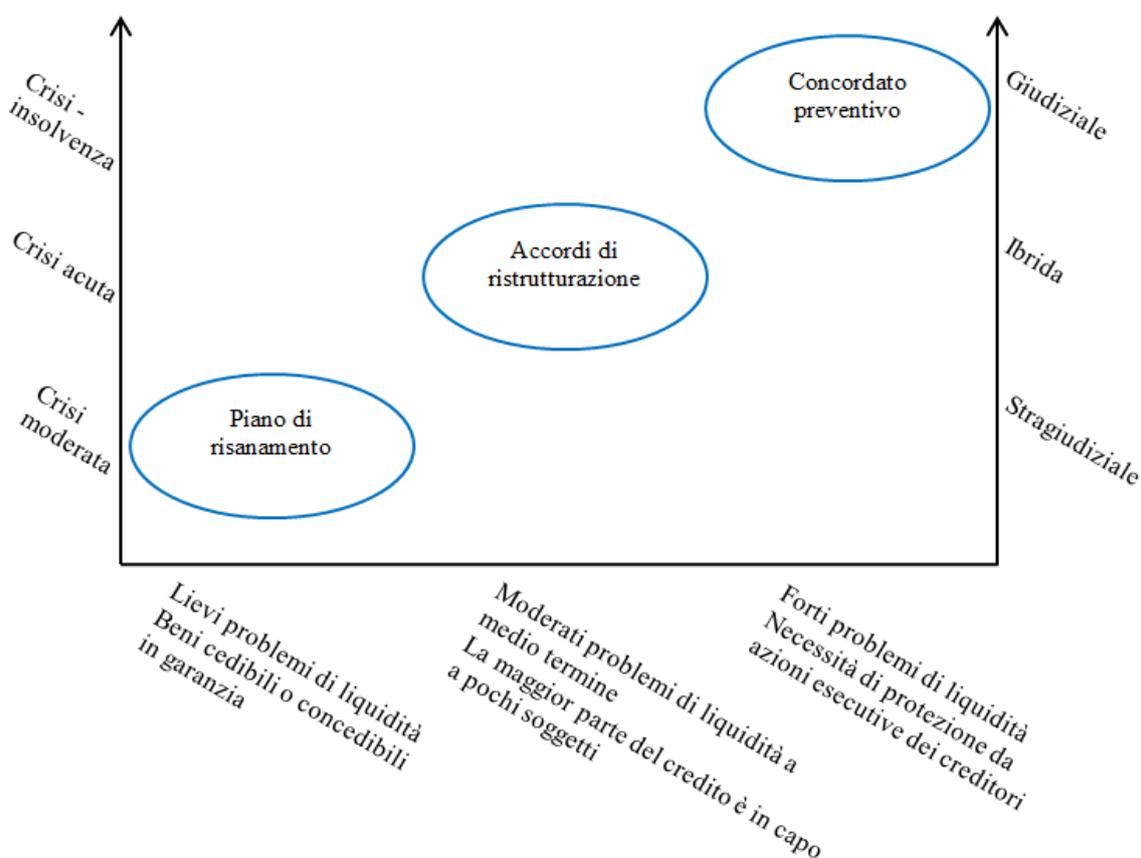
## Le soluzioni alla crisi per la continuità aziendale

		pubblicazione dell'accordo	
<b>Prededucibilità dei crediti</b>	Assente	Prevista per finanziamenti funzionali all'accordo (per quelli effettuati dai soci fino alla concorrenza dell'80% del loro ammontare)	
<b>Esenzione da revocatoria</b>	Concessa, ex art. 67 L.F.		
<b>Esenzione da reati di bancarotta semplice e preferenziale</b>	Concessa, ex art. 217-bis L.F.		
<b>Transazione fiscale ex art. 182-ter L.F.</b>	Non applicabile	Applicabile	

Fonte: elaborazione dell'Autore da Ipsos-Francis Lefebvre (2013)

Analizzati i vantaggi e gli svantaggi ed effettuata una valutazione comparativa dei tre istituti, nella figura 2.5 viene fornita una rappresentazione grafica della complessità delle tre procedure in esame, quale sintesi di quanto fino ad ora argomentato.

**Figura 2.5 – La complessità delle soluzioni giudiziali**



Fonte: elaborazione dell'Autore

Gli istituti in oggetto sono stati collocati nella rappresentazione sulla base di tre direttrici:

- 1- *gravità della crisi*. È possibile distinguere tre livelli di gravità in ordine crescente: crisi moderata, crisi acuta e crisi/insolvenza. Tali livelli si caratterizzano per una diversa intensità di manifestazione ma sono accomunati da una prospettiva di continuità aziendale dato che per tutti e tre questi stati si tratta di una crisi temporanea e reversibile.
- 2- *caratteristiche dell'impresa*. All'interno di questa voce vengono classificate tre differenti situazioni che si riferiscono non solo a quelle che sono le caratteristiche specifiche dell'impresa, come ad esempio la possibilità di cedere o concedere beni in garanzia, ma anche a quelle che sono le caratteristiche dell'impresa in seguito alla manifestazione della crisi, come ad esempio la polverizzazione o l'aggregazione del debito in capo ai creditori o la capacità di generazione di cassa dell'impresa o i problemi di liquidità.
- 3- *intervento del tribunale*. Ciascuna procedura ha un diverso rapporto con il tribunale; in questo senso, mentre il piano di risanamento può essere interpretato come una procedura stragiudiziale in quanto non sono previsti vaglio, autorizzazione o omologazione da parte dell'autorità giudiziaria, nel concordato preventivo vi è un forte controllo da parte dell'autorità giudiziaria che si manifesta sia nella fase di ammissibilità del piano, sia in quella di approvazione da parte dei creditori, sia in quella di omologazione. Tra questi due estremi si colloca una forma ibrida, ossia l'accordo di ristrutturazione dei debiti, in quanto si caratterizza per la presenza di due fasi stragiudiziali intervallate da una giudiziale (paragrafo 2.3.4).

## 2.4.1 – Le procedure in esercizio

Con l'obiettivo di non limitare il confronto unicamente ad un piano teorico, ma di osservare come le tre procedure precedentemente comparate siano state concretamente utilizzate dalle imprese in crisi, di seguito vengono proposti i risultati di una ricerca effettuata dal Cresv.

Tali dati consentono di confrontare i principali valori economici delle imprese che accedono a procedure di ristrutturazione e delle imprese che terminano la loro attività, nonché di mostrare come questi valori varino in seguito all'adozione di una specifica procedura.

La ricerca si è basata su un campione di 172 aziende, di cui la metà ha cessato l'attività e metà ha adottato procedure di ristrutturazione.

Delle 86 imprese che hanno optato per la continuità aziendale, 32 hanno fatto ricorso al concordato preventivo, 38 alla ristrutturazione del debito e 16 al piano di risanamento.

Tabella 2.4 – Valori economici di 172 imprese in crisi

	Procedure di ristrutturazione (86 aziende)			Cessazione attività (86 aziende)
	Pre	Anno	Post	Anno
Attivo breve/Passivo breve	100%	80%	91%	72%
EBITDA margin	-6%	-8%	8%	-37%
Costo personale/Fatturato	25%	24%	19%	18%
Risultato di esercizio/Fatturato	-11%	-11%	-7%	-45%
PFN/Equity	3,91	2,87	2,46	6,92
Oneri finanziari/PFN	19%	12%	9%	23%
PFN/EBITDA	n.s.	n.s.	4,12	-10,08
ROI	-1%	-3%	3%	-10%
AFN/Attivo totale	48%	44%	42%	28%

Fonte: Cresv (2014)

Nella tabella 2.4 viene proposto un confronto tra le aziende che hanno fatto ricorso alle procedure di ristrutturazione, comprendendo al proprio interno tutti e tre gli istituti in esame e le imprese che hanno cessato la propria attività.

Osservando i dati è possibile affermare che le società che accedono a una procedura di ristrutturazione sono mediamente più solide di quelle che cessano la loro attività.

Infatti, prendendo ad esempio come campione di riferimento l'*EBITDA margin*, emerge immediatamente la differenza di valori tra le imprese che hanno fatto ricorso a procedure di ristrutturazione (-8%) e quelle che hanno cessato la propria attività (-37%).

Discorso analogo può essere fatto con altre determinanti, come ad esempio gli *oneri finanziari/PFN* dove, per il secondo gruppo di aziende, il valore è quasi il doppio rispetto a quelle che hanno optato per la continuità aziendale (rispettivamente 23% e 12% nell'anno).

È possibile inoltre notare che le imprese che hanno cessato la loro attività hanno una redditività e un'efficienza economica della gestione caratteristica oltre tre volte inferiore rispetto a quelle che hanno fatto ricorso a procedure di ristrutturazione (rispettivamente -10% e -3%).

In sostanza, dal confronto dei valori di queste determinanti, è possibile individuare dei "valori soglia" di gravità, superati i quali qualsiasi intervento orientato al ritorno al valore sarebbe inutile.<sup>167</sup>

Nella tabella 2.5, vengono rappresentati i valori economici delle 86 imprese che hanno fatto ricorso alle procedure di ristrutturazione, divise per istituto.

<sup>167</sup> Cresv (2014).

Tabella 2.5 – Valori economici di 86 imprese in continuità

	Concordato preventivo (32 aziende)			Ristrutturazione del debito (38 aziende)			Piano di risanamento (16 aziende)		
	Pre	Anno	Post	Pre	Anno	Post	Pre	Anno	Post
Attivo breve/Passivo breve	92%	60%	93%	108%	106%	95%	95%	64%	84%
EBITDA margin	-8%	-9%	6%	2%	-4%	5%	-9%	-11%	18%
Costo personale/Fatturato	22%	33%	19%	19%	21%	18%	36%	16%	20%
Risultato di esercizio/Fatturato	13%	-13%	-8%	-13%	-9%	-2%	-15%	-13%	-12%
PFN/Equity	2,80	3,22	2,93	5,41	2,77	2,39	4,07	2,36	1,43
Oneri finanziari/PFN	4%	9%	6%	24%	14%	11%	16%	13%	7%
PFN/EBITDA	n.s.	n.s.	2,29	2,17	n.s.	2,72	n.s.	n.s.	3,95
ROI	1%	-4%	6%	-4%	-4%	2%	2%	1%	n.s.
AFN/Attivo	45%	44%	38%	47%	41%	46%	48%	45%	43%

Fonte: Cresv (2014)

Nonostante il campione oggetto di analisi non sia molto numeroso, è comunque possibile trarre alcune importanti informazioni dai dati esposti.

Infatti, pur non essendo possibile classificare le tre procedure in base alla loro efficacia, esse mostrano tendenzialmente risultati positivi.

Dai dati esposti in entrambe le tabelle è inoltre possibile osservare che le aziende che hanno fatto ricorso alle procedure di ristrutturazione hanno tendenzialmente ridotto i costi legati all'attività d'impresa.

Infatti, da entrambe le tabelle si evidenzia mediamente, ad esempio, una riduzione dell'incidenza sia degli *oneri finanziari/PFN*, in particolare per gli accordi di ristrutturazione del debito (da 24% pre a 11% post), sia del *PFN/equity*, dove si sono registrati i risultati migliori per gli accordi di ristrutturazione e i piani di risanamento (rispettivamente da 5,41 pre a 2,39 post e da 4,07 pre a 1,43 post).

Pur indicando questi dati che tutte e tre le procedure si dimostrano in grado di risolvere potenzialmente le crisi d'impresa, soprattutto per quelle società che intervengono tempestivamente, ricorrendo a questi strumenti prima che la crisi diventi irreversibile, “in base alla tipologia di crisi che si affronta (ad esempio, di struttura finanziaria o di redditività), l'impresa dovrebbe scegliere la procedura che permette di risolvere le proprie esigenze specifiche.”<sup>168</sup>

<sup>168</sup> Cresv (2014).

## 2.4.2 – Conclusioni

In conclusione, in seguito a quanto fino ad ora esposto, è possibile affermare che non esiste una procedura che sia migliore delle altre in assoluto e per qualsiasi impresa, ma che il Legislatore mette a disposizione delle imprese in crisi degli strumenti di soluzione alla crisi dotati ognuno di proprie caratteristiche che le differenzia dalle altre.

Queste procedure consentono quindi tutte di porre rimedio alla crisi intervenendo prima che la situazione diventi irreversibile e si superino i “valori soglia” di gravità, spettando quindi al debitore di adottare la soluzione più consona alle caratteristiche e alle esigenze specifiche dell’impresa.

Non esiste quindi una procedura migliore a priori, ma sarà il debitore, in base alle caratteristiche dell’impresa, alla gravità della crisi e alle modalità con cui questa si è manifestata a scegliere quale sia la più idonea alla specifica situazione, operando un’analisi sui vantaggi/svantaggi di ogni procedura, al fine di garantire la continuità aziendale e il ritorno a una situazione di equilibrio economico-finanziaria.



## Capitolo III

# Le soluzioni alla crisi per la liquidazione aziendale

### Sommario

<b>LE SOLUZIONI ALLA CRISI PER LA LIQUIDAZIONE AZIENDALE.....</b>	<b>85</b>
3.1 – INTRODUZIONE .....	86
3.2 – LE PROCEDURE CON FINALITÀ LIQUIDATORIA .....	86
3.2.1 – <i>Il concordato preventivo liquidatorio</i> .....	87
3.2.2 – <i>Il fallimento</i> .....	88
3.2.2.1 – Presupposti di ammissibilità.....	89
3.2.2.2 – La dichiarazione di fallimento .....	92
3.2.2.3 – Gli effetti del fallimento .....	94
3.2.2.3.1 – Gli effetti del fallimento sul fallito.....	95
3.2.2.3.2 – Gli effetti del fallimento sui creditori.....	96
3.2.2.4 – La revocatoria fallimentare.....	97
3.2.2.4.1 – La revocatoria degli atti.....	98
3.2.2.4.2 – Gli effetti della revocatoria.....	101
3.2.2.5 – L’evoluzione della procedura .....	102
3.2.3 – <i>Il concordato fallimentare</i> .....	104
3.2.3.1 – L’evoluzione della procedura .....	105
3.2.4 – <i>La liquidazione coatta amministrativa</i> .....	107
3.2.4.1 – Soggetti coinvolti e presupposti di ammissibilità .....	108
3.2.4.2 – L’evoluzione della procedura .....	109
3.2.5 – <i>La composizione delle crisi da sovraindebitamento e di liquidazione del patrimonio</i> .....	110
3.2.5.1 – Soggetti coinvolti e presupposti di ammissibilità al sovraindebitamento .....	111
3.2.5.2 – L’accordo di composizione della crisi .....	112
3.2.5.3 – La liquidazione del patrimonio.....	113
3.3 – IL LIQUIDATORE GIUDIZIALE .....	114
3.3.1 – <i>Nomina, requisiti e revoca</i> .....	115
3.3.2 – <i>Vendita dell’azienda, di rami e di beni</i> .....	116
3.3.3 – <i>Responsabilità e compenso</i> .....	117

### **3.1 – Introduzione**

Come precedentemente accennato, il presente capitolo si propone come obiettivo di mostrare le soluzioni alla crisi attraverso la liquidazione d'impresa.

In ragione dell'argomento trattato, tale capitolo si configura come la logica continuazione nonché l'alter ego del precedente, in quanto mostra le soluzioni alla crisi d'impresa che non hanno come finalità la continuità aziendale, bensì la sua cessazione.

Tale capitolo è quindi stato strutturato in modo simile al precedente mostrando, dopo una breve introduzione, una rassegna delle possibilità a disposizione delle imprese per la soluzione della crisi per poi dedicare, a ciascuna di esse, un paragrafo di analisi.

Infatti, dopo aver rappresentato le procedure con finalità liquidatoria nel paragrafo 3.2, i successivi sono dedicati allo studio di ognuna delle soluzioni illustrate, per meglio comprendere i loro tratti distintivi.

Si deve però precisare che, pur non rappresentando gli istituti di seguito trattati il vero fulcro dell'elaborato, in quanto non si prefiggono come obiettivo la continuità aziendale bensì la sua cessazione, essi vengono analizzati nei loro tratti salienti, mostrando per ciascuno di essi gli elementi distintivi che li caratterizzano.

Conclusa la trattazione delle procedure con finalità liquidatoria, nel paragrafo 3.3 si analizza la figura del liquidatore nelle operazioni di cessione dei valori aziendali.

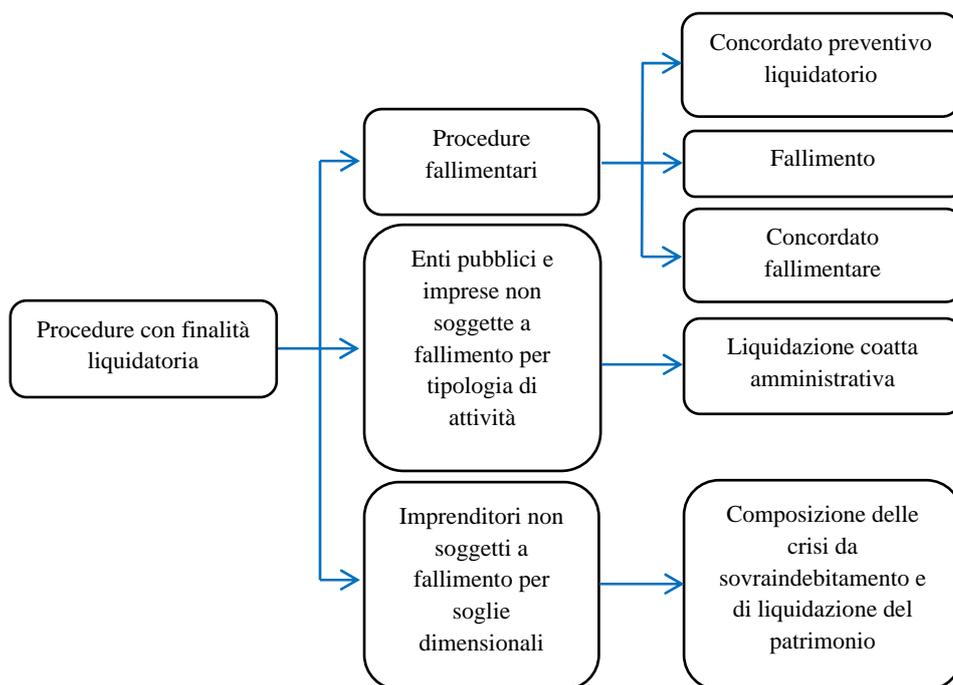
### **3.2 – Le procedure con finalità liquidatoria**

Per le imprese caratterizzate da una crisi irreversibile, la liquidazione dei valori aziendali può rappresentare l'unica soluzione per il migliore soddisfacimento dei creditori.

Anche in questo caso, come per le procedure volte alla continuità aziendale, il Legislatore italiano mette a disposizione delle imprese diverse soluzioni alle quali le aziende possono accedere, adottabili in base alle caratteristiche proprie dell'azienda e alle intenzioni del fallito e del ceto creditorio.

Per una più agile lettura dei prossimi paragrafi, la figura 3.1 rappresenta unicamente le procedure con finalità liquidatoria che verranno successivamente trattate, così come rappresentate nella figura 2.1 del capitolo 2.

Figura 3.1 – Le procedure con finalità liquidatoria



Fonte: elaborazione da Capizzi (2012)

Il prosieguo del capitolo vede quindi la distinzione tra 5 paragrafi: il 3.2.1 dedicato al concordato preventivo liquidatorio, il 3.2.2 al fallimento, il 3.2.3 al concordato fallimentare, il 3.2.4 alla liquidazione coatta amministrativa e il 3.2.5 agli accordi di sovraindebitamento e alla liquidazione del patrimonio.

### 3.2.1 – Il concordato preventivo liquidatorio

Il concordato preventivo liquidatorio, disciplinato dagli art. 160 e ss. L.F., è una tipologia di concordato in cui il debitore mette a disposizione dei creditori l'intero suo patrimonio (c.d. cessio bonorum) al fine di realizzare il soddisfacimento dei medesimi attraverso la liquidazione dei valori aziendali.<sup>169</sup>

Tale strumento presenta le stesse caratteristiche formali del concordato preventivo in continuità, di cui al paragrafo 2.3.5 del capitolo 2, motivo per cui non si rendono necessari nel prosieguo della trattazione ulteriori approfondimenti sulla normativa con specifici riferimenti alla L.F.

<sup>169</sup> Pedoja (2014).

La principale differenza tra queste due procedure è riconducibile alla finalità per la quale vengono adottate: mentre il concordato preventivo in continuità propone ai creditori la loro soddisfazione attraverso i ricavi derivanti dalla prosecuzione dell'attività d'impresa,<sup>170</sup> il concordato liquidatorio è rivolto agli imprenditori insolventi le cui imprese valgono più morte che vive, rendendo quindi necessaria la liquidazione degli asset aziendali per il pagamento dei creditori.<sup>171</sup>

Per questo motivo, nel caso di concordato preventivo liquidatorio, il piano dovrà essere costruito avendo cura di massimizzare i ricavi derivanti dalla liquidazione dei beni aziendali, necessari per una migliore soddisfazione dei creditori.

### 3.2.2 – Il fallimento

La disciplina fallimentare, regolata dal R.D. 267/1942, è stata profondamente modificata, tra il 2005 e il 2007, attraverso tre interventi legislativi:<sup>172</sup>

- 1) il primo, con il D.L. 35/2005, convertito in L. 80/2005 e in vigore dal 17 marzo 2005, ha riguardato unicamente l'azione di revocatoria fallimentare;
- 2) il secondo, con il D.L. 5/2006, in vigore dal 16 luglio 2006, ha apportato sostanziali modifiche alla normativa, introducendo ex novo la disciplina dell'esdebitazione e portando all'estensione dei soggetti esonerati dall'applicabilità dell'istituto del fallimento<sup>173</sup>, al fine di ridurre il numero di fallimenti con attivo insufficiente;<sup>174</sup>
- 3) il terzo, con il D.L. 169/2007, in vigore dal 1° gennaio 2008, ha espanso l'area di fallibilità, riuscendo a trovare "il giusto punto di equilibrio tra l'esigenza deflattiva e quella di riesperire l'area della fallibilità in modo da non sottrarre al controllo giurisdizionale fattispecie di crisi di impresa comunque significative".<sup>175</sup>

La ragione del susseguirsi in così poco tempo di interventi al presente istituto può essere ricondotta alla volontà da parte del Legislatore di "riservare la complessa e onerosa procedura ai casi più significativi, riducendo il ventaglio dei soggetti fallibili, attraverso la modifica dei presupposti per accedere al fallimento".<sup>176</sup>

Nei paragrafi successivi si analizzeranno quindi dapprima i presupposti di ammissibilità alla procedura, per poi illustrare la dichiarazione di fallimento, gli effetti del fallimento

---

<sup>170</sup> È possibile ricondurre ai concordati in continuità anche quelli "misti" ossia quelli che prevedono la liquidazione di beni o interi asset che non sono funzionali all'esercizio dell'impresa.

<sup>171</sup> Forestieri (2011).

<sup>172</sup> Ipsa-Francis Lefebvre (2013).

<sup>173</sup> Altalex (2006).

<sup>174</sup> Vitiello (2012) motiva questo intervento per "un'esigenza deflattiva e di economia".

<sup>175</sup> Vitiello (2012).

<sup>176</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

sul fallito e sui creditori, la revocatoria fallimentare e le diverse fasi di cui si compone l'istituto in esame.

### 3.2.2.1 – Presupposti di ammissibilità

La legge fallimentare delinea i confini della c.d. area di fallibilità, definendo due tipologie di presupposti per l'ammissibilità alla procedura, uno soggettivo e uno oggettivo.

Mentre il presupposto oggettivo, ossia la presenza dello stato d'insolvenza che "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"<sup>177</sup> non è stato modificato negli anni, quello soggettivo è variato, comportando nel 2006 una riduzione dell'area di fallibilità grazie all'introduzione delle soglie dimensionali.<sup>178</sup>

Tale intervento, posto in essere per un'esigenza deflattiva volta a contenere il numero dei fallimenti, ha però portato alla perdita del controllo giurisdizionale di numerose imprese, con la necessità di un ulteriore intervento con il D.L. 169/2007, trovando un "giusto punto di equilibrio" tra le esigenze deflattive e quella di riesperire l'area della fallibilità, per non escludere dal controllo giurisdizionale alcune fattispecie di crisi di impresa significative.<sup>179</sup>

Il presupposto soggettivo è definito all'art. 1 L.F. e prevede che "sono soggetti alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo gli imprenditori che esercitano un'attività commerciale"<sup>180</sup>.

A norma di legge, possono dunque essere dichiarati falliti tutti gli imprenditori che svolgono un'attività commerciale, siano essi imprenditori individuali o società, sia di capitali che di persone o altri enti, escludendo quindi dal fallimento coloro che non svolgono attività commerciale, gli enti pubblici e tutti i soggetti che dimostrino il possesso congiunto dei seguenti tre requisiti:<sup>181</sup>

- a) aver avuto, nei tre esercizi antecedenti alla data di deposito dell'istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività, se di durata inferiore, un attivo patrimoniale annuo non superiore a 300.000 euro. A tal fine risulta ininfluenza se prima di tale intervallo sia stato superato questo vincolo, dovendo considerare a norma di legge unicamente gli ultimi tre esercizi già conclusi<sup>182</sup>;

---

<sup>177</sup> Art. 5, comma 2, L.F.

<sup>178</sup> Per una rappresentazione dell'andamento dei fallimenti in seguito alla riforma legislativa si rimanda alla figura 1.8 (capitolo 1, paragrafo 1.3.3.1).

<sup>179</sup> Vitiello (2012).

<sup>180</sup> Art. 1, comma 1, L.F.

<sup>181</sup> Art. 1, comma 2, L.F.

<sup>182</sup> Trib. Roma, 18 giugno 2008.

- b) aver realizzato nei tre esercizi antecedenti la data di deposito dell'istanza di fallimento o dall'inizio dell'attività, se di durata inferiore, ricavi lordi annui non superiori a 200.000 euro. Questo valore non deve essere superato in nessun anno del triennio considerato, non configurandosi quindi come una media dei ricavi lordi ottenuti negli ultimi tre esercizi<sup>183</sup>;
- c) avere un ammontare di debiti, anche non scaduti, non superiore a 500.000 euro. Per tale requisito, diversamente dai due precedenti, non viene in alcun modo specificato un arco temporale nel quale tale debito deve esser maturato o il momento cui si riferisce, anche se "gli interpreti ritengono che esso debba essere verificato al momento in cui è presentata l'istanza di fallimento o in cui è dichiarato il fallimento"<sup>184</sup>.

Il Legislatore, all'art. 1 L.F., chiarisce dunque non solo quali imprenditori possono essere assoggettati alla procedura fallimentare, ma anche le soglie di fallibilità da rispettare; è sufficiente il superamento di almeno una delle tre soglie dimensionali perché l'imprenditore possa fallire.

L'onere di dimostrare che l'impresa in crisi non ha superato alcuna soglia spetta al debitore,<sup>185</sup> mentre sarà compito del creditore provare che l'impresa svolge attività commerciale e che si trova in stato di insolvenza.<sup>186</sup>

Inoltre, la dichiarazione di fallimento non può essere pronunciata qualora l'ammontare dei debiti scaduti e non pagati risultanti dagli atti dell'istruttoria prefallimentare sia inferiore a 30.000 euro,<sup>187</sup> importo modificabile con decreto del Ministero della Giustizia ogni tre anni, in base alle variazioni degli indici ISTAT.<sup>188</sup>

La figura che segue riassume i requisiti fino ad ora esposti per l'ammissibilità al fallimento.

---

<sup>183</sup> Per il calcolo di tale valore vengono considerati tutti i ricavi riconducibili all'attività dell'impresa.

<sup>184</sup> Ipsoa – Francis Lefebvre (2013).

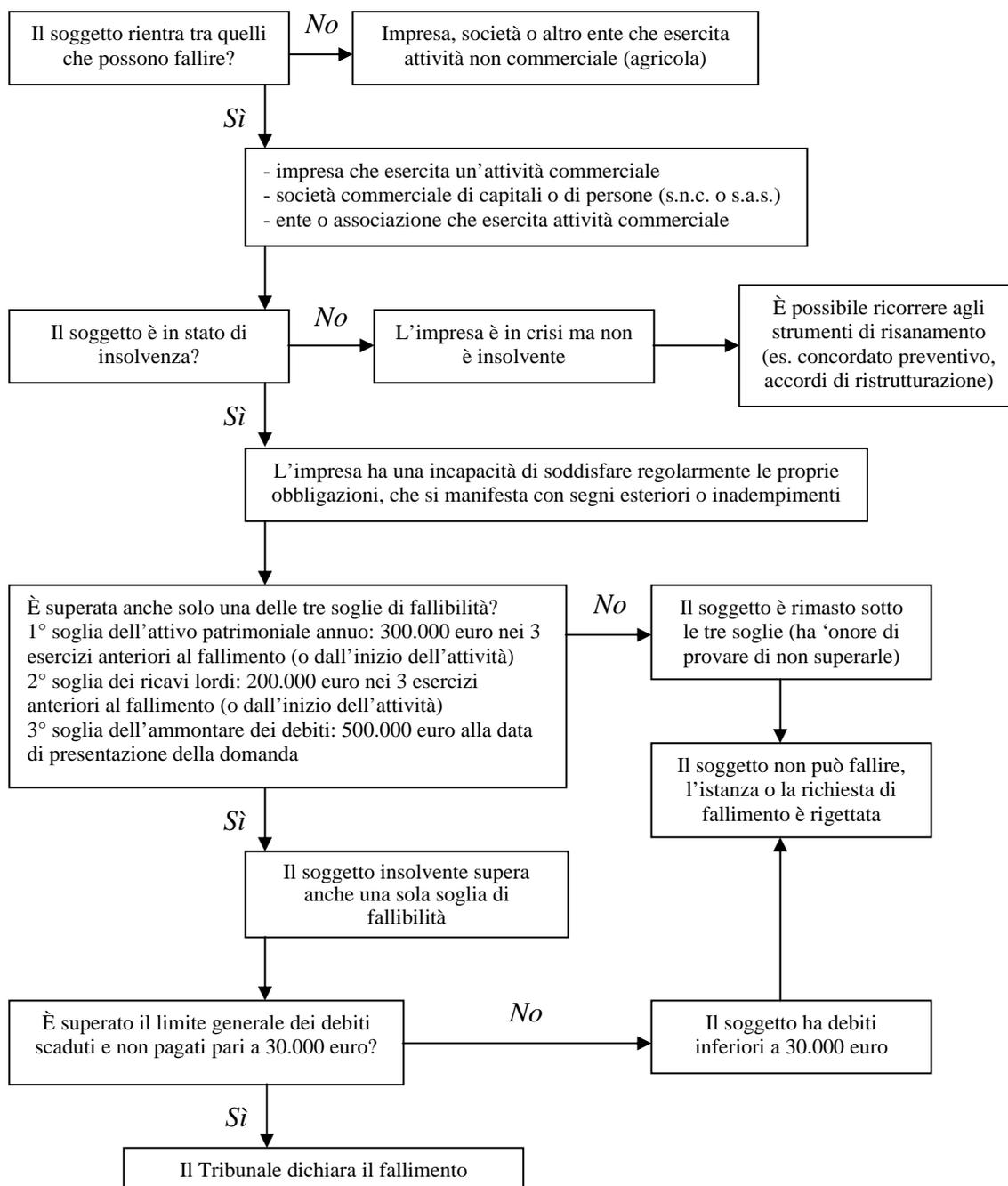
<sup>185</sup> Cass. 15 novembre 2010, n. 23052.

<sup>186</sup> Cass. 15 maggio 2009, n. 11309.

<sup>187</sup> Art. 15, comma 9, L.F.

<sup>188</sup> Art. 1, comma 3, L.F.

Figura 3.2 – Schema generale della procedura



Fonte: Ipsoa-Francis Lefebvre (2013)

Oltre ai due classici requisiti sostanziali di ammissibilità al fallimento appena esposti, in seguito alle modifiche apportate alla normativa si distingue una terza condizione di natura processuale: l'iniziativa di parte.

Il fallimento dell'impresa insolvente non può infatti essere dichiarato d'ufficio da parte del Tribunale, ma è necessario che sia consequenziale alla presentazione di un'istanza di fallimento da parte del debitore, di uno o più creditori o del P.M.<sup>189</sup>

A tal proposito, bisogna infatti precisare che il potere del Tribunale di dichiarare d'ufficio il fallimento dell'impresa è stato revocato con la riforma del 2006 attraverso l'abrogazione dell'art. 8 L.F.

### 3.2.2.2 – La dichiarazione di fallimento

Come precedentemente anticipato, in base all'art. 6, comma 1 L.F., sono legittimati a presentare l'istanza di fallimento dell'impresa i creditori, il debitore e il P.M., condizione necessaria affinché il Tribunale dichiari il fallimento della società in crisi.

I creditori che presentano la richiesta possono agire anche singolarmente, ma è necessario che siano assistiti da un avvocato<sup>190</sup> e che siano in grado di dimostrare l'esistenza del proprio credito e lo stato d'insolvenza dell'impresa.<sup>191</sup>

Similmente, anche il debitore che vuole richiedere il proprio fallimento<sup>192</sup> deve presentare il ricorso con l'ausilio di un avvocato, pena inammissibilità della richiesta<sup>193</sup> ma, diversamente dal creditore, deve essere in grado di dimostrare non solo che l'impresa trova in uno stato di insolvenza, ma anche che supera almeno una delle soglie di fallibilità di cui all'art. 1, comma 2 L.F.

Il debitore che non presenta la richiesta del proprio fallimento al fine di evitare un inevitabile dissesto dell'impresa può incorrere nel reato di bancarotta semplice a carico del rappresentante legale, il che comporta la sua reclusione da tre a dieci anni.<sup>194</sup>

Inoltre, il debitore che richiede il proprio fallimento “deve depositare presso la cancelleria del tribunale le scritture contabili e fiscali obbligatorie concernenti i tre esercizi precedenti ovvero l'intera esistenza dell'impresa, se questa ha avuto una minore durata. Deve inoltre depositare uno stato particolareggiato ed estimativo delle sue attività, l'elenco nominativo dei creditori e l'indicazione dei rispettivi crediti, l'indicazione dei ricavi lordi per ciascuno degli ultimi tre esercizi, l'elenco nominativo

---

<sup>189</sup> Art. 6, comma 1, L.F.

<sup>190</sup> “Risulta prevalente l'orientamento [...] che esige la difesa tecnica ai fini dell'iniziativa per la dichiarazione di fallimento del creditore ex art. 6 L.Fall.” (Trib. Terni, 22 marzo 2012).

<sup>191</sup> “Chi vuol far valere un diritto in giudizio deve provare i fatti che ne costituiscono il fondamento.” (art. 2697 c.c.).

<sup>192</sup> Art. 6, comma 1, L.F.

<sup>193</sup> Trib. Terni, 22 marzo 2012.

<sup>194</sup> “È punito con la reclusione da tre a dieci anni, se è dichiarato fallito, l'imprenditore che: [...] ha aggravato il proprio dissesto, astenendosi dal richiedere la dichiarazione del proprio fallimento o con altra grave colpa.” (art. 217, comma 1, n. 4, L.F.).

di coloro che vantano diritti reali e personali su cose in suo possesso e l'indicazione delle cose stesse e del titolo da cui sorge il diritto.”<sup>195</sup>

In base al comma 1 dell'art. 6 L.F., il terzo soggetto che può presentare l'istanza di fallimento è il P.M., il quale può presentare suddetta richiesta qualora:

- 1) l'insolvenza risulti nel corso di un procedimento penale, ovvero a seguito della fuga, della 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;<sup>196</sup>
- 2) l'insolvenza risulti dalla segnalazione proveniente dal giudice che l'abbia rilevata nel corso di un procedimento civile.<sup>197</sup>

La decisione in merito all'accoglimento della richiesta di fallimento su iniziativa di parte spetta inderogabilmente al Tribunale competente, ossia al Tribunale nella giurisdizione del quale ha la sede principale l'impresa;<sup>198</sup> a tal fine, risulta ininfluenza il trasferimento della sede intervenuto nell'anno precedente all'avvio della procedura fallimentare, individuabile nel deposito dell'istanza di fallimento.<sup>199</sup>

Con la presentazione dell'istanza da parte dei soggetti di cui al comma 1 art. 6 L.F., il Tribunale è quindi chiamato a decidere in merito alla dichiarazione di fallimento dell'impresa, per la quale è necessario che venga aperta la c.d. istruttoria prefallimentare.

Durante tale fase, il Tribunale convoca il debitore insolvente e verifica il rispetto dei requisiti per l'assoggettabilità al fallimento, nonché il superamento delle soglie dimensionali disciplinate all'art. 1, comma 2 L.F.

L'istruttoria è affidata ad un collegio composto da tre giudici “con le modalità dei procedimenti in camera di consiglio”<sup>200</sup> e prevede al suo termine il rigetto dell'istanza di fallimento con decreto motivato,<sup>201</sup> qualora il Tribunale ritenga che non sussistano i presupposti per la dichiarazione di fallimento, oppure la pronuncia del fallimento della società con sentenza che prevede:<sup>202</sup>

- 1) la nomina del giudice delegato;
- 2) la nomina del curatore;
- 3) il deposito da parte del fallito dei bilanci e delle scritture contabili e fiscali obbligatorie, nonché l'elenco dei creditori, entro tre giorni, se non è stato ancora eseguito a norma dell'articolo 14;
- 4) la determinazione del luogo, del giorno e dell'ora dell'adunanza in cui si procederà all'esame dello stato del passivo, nel termine di 120 giorni dal

---

<sup>195</sup> Art. 14, L.F.

<sup>196</sup> Art. 7, comma 1, L.F.

<sup>197</sup> Art. 7, comma 2, L.F.

<sup>198</sup> Art. 9, comma 1, L.F.

<sup>199</sup> Art. 9, comma 2, L.F.

<sup>200</sup> Art. 15, comma 1, L.F.

<sup>201</sup> Art. 22, comma 1, L.F.

<sup>202</sup> Art. 16, comma 1, L.F.

deposito della sentenza, ovvero 180 giorni in caso di particolare complessità della procedura;

- 5) l'assegnazione ai creditori e ai terzi, che vantano diritti reali o personali su cose in possesso del fallito, del termine perentorio di 30 giorni prima dell'adunanza di cui al numero 4 per la presentazione in cancelleria delle domande di insinuazione.

La dichiarazione di fallimento da parte del Tribunale comporta la comunicazione e pubblicazione della sentenza.

Infatti, il Legislatore prevede che il cancelliere, entro il giorno successivo al deposito della sentenza di fallimento in cancelleria, notifichi la stessa al debitore,<sup>203</sup> eventualmente presso il domicilio eletto nel corso del procedimento, e la comunichi<sup>204</sup> per estratto al P.M., al curatore e al soggetto che ha richiesto il fallimento dell'impresa, precisando al suo interno il nome del debitore, del curatore e il dispositivo e la data del deposito della sentenza.<sup>205</sup>

Il cancelliere deve inoltre trasmettere l'estratto della sentenza, anche per via telematica, all'ufficio del registro delle imprese,<sup>206</sup> in modo che questa venga annotata presso l'ufficio ove l'imprenditore ha la sede legale e, qualora differisca dalla sua sede effettiva, anche presso quello corrispondente al luogo ove la procedura è stata aperta.<sup>207</sup>

### 3.2.2.3 – Gli effetti del fallimento

Nei successivi due paragrafi si analizzano gli effetti del fallimento concentrando l'attenzione sul fallito e sui creditori.

La dichiarazione di fallimento comporta infatti importanti conseguenze su questi due soggetti, determinando principalmente per il primo la perdita della disponibilità dei propri beni, che vengono assegnati in amministrazione al curatore, mentre per i secondi l'impossibilità di procedere con azioni cautelative o esecutive nei confronti dei beni del fallito.

---

<sup>203</sup> Ai sensi dell'art. 137 del codice di procedura civile.

<sup>204</sup> Ai sensi dell'art. 136 del codice di procedura civile.

<sup>205</sup> Art. 17, comma 1, L.F.

<sup>206</sup> Art. 17, comma 3, L.F.

<sup>207</sup> Art. 17, comma 2, L.F.

### 3.2.2.3.1 – Gli effetti del fallimento sul fallito

La dichiarazione di fallimento comporta lo spossessamento del fallito, privandolo dell'amministrazione e della disponibilità dei suoi beni,<sup>208</sup> che viene attribuita al curatore, al fine di garantire la soddisfazione dei creditori.<sup>209</sup>

Vengono compresi nel fallimento anche quei beni che giungono al fallito nel corso della procedura fallimentare,<sup>210</sup> pur rimanendo al curatore, previa autorizzazione del comitato dei creditori, la facoltà di rinunciare ad acquisire i beni pervenuti in tale momento, qualora il costo di acquisto e di gestione di tali beni dovesse risultare superiore al valore di presumibile realizzo degli stessi.<sup>211</sup>

Più specificatamente, rientrano all'interno del fallimento:

- le somme di denaro, le cambiali e gli altri titoli compresi tra quelli scaduti;<sup>212</sup>
- i beni mobili che si trovano nella sede principale dell'impresa e gli altri beni del debitore;<sup>213</sup>
- i beni immobili e gli altri beni soggetti a pubblica registrazione;<sup>214</sup>
- i beni immateriali.

La legge concede però delle deroghe, definendo alcune caratteristiche che, se proprie dei beni del fallito, determinano la non assoggettabilità di questi al fallimento, così che essi rimangono in capo al fallito:<sup>215</sup>

- i beni e i diritti di natura strettamente personale;
- gli assegni aventi carattere alimentare, gli stipendi, le pensioni, i salari e ciò che il fallito guadagna con la sua attività entro i limiti di quanto occorre per il mantenimento suo e della famiglia;<sup>216</sup>
- i frutti derivanti dall'usufrutto legale sui beni dei figli, i beni costituiti in fondo patrimoniale e i frutti di questi, salvo quanto è disposto dall'articolo 170 del codice civile;
- le cose che non possono essere pignorate per disposizione di legge.

La dichiarazione di fallimento comporta quindi lo spossessamento dei beni del fallito, siano essi rappresentati da somme di denaro, beni mobili, immobili o immateriali, privandolo della loro disponibilità, ma non del loro diritto di proprietà, nei limiti concessi dalla legge.

---

<sup>208</sup> Art. 42, comma 1, L.F.

<sup>209</sup> Il fallito conserva comunque il diritto di proprietà sui beni fino al momento della vendita fallimentare.

<sup>210</sup> Art. 42, comma 2, L.F.

<sup>211</sup> Art. 42, comma 3, L.F.

<sup>212</sup> Art. 86, comma 1, L.F.

<sup>213</sup> Art. 84, comma 1, L.F.

<sup>214</sup> Art. 88, comma 2, L.F.

<sup>215</sup> Art. 46, comma 1, L.F.

<sup>216</sup> Tali limiti "sono fissati con decreto motivato del giudice delegato che deve tener conto della condizione personale del fallito e di quella della sua famiglia." (art. 46, comma 2, L.F.)

Lo spossessamento non riguarda quindi qualsiasi bene di proprietà del fallito, ma vi sono delle eccezioni, come ad esempio per i beni strettamente personali<sup>217</sup>, che rimangono in capo al fallito, oppure per le retribuzioni, che rimangono al fallito entro i limiti di quanto occorre a lui e alla sua famiglia per il sostentamento,<sup>218</sup> oppure per l'abitazione del fallito, che non può essere distratta da tale uso fino alla liquidazione delle attività.<sup>219</sup>

### 3.2.2.3.2 – Gli effetti del fallimento sui creditori

La dichiarazione di fallimento comporta, per i creditori, il divieto di iniziare o proseguire azioni individuali esecutive o cautelari sui beni del fallito.<sup>220</sup>

In termini generali, non è quindi possibile per i creditori porre in essere azioni esecutive volte alla soddisfazione del proprio credito, potendo prendere parte solo alla liquidazione dei beni del fallito secondo l'evoluzione della procedura fallimentare.

Tale veto non viene però applicato in condizioni eccezionali, quali:<sup>221</sup>

- crediti garantiti da pegno o assistiti da privilegio speciale sui beni mobili con diritto di ritenzione ex artt. 2756 e 2761 c.c., i quali possono essere venduti ai sensi dell'art. 53 se ammessi allo stato passivo con diritto di prelazione e previa autorizzazione del giudice delegato;
- crediti fondiari a favore delle banche, le quali possono esercitare un'azione esecutiva sui beni ipotecati a garanzia dei finanziamenti concessi.<sup>222</sup>

Per poter ottenere soddisfazione, i creditori devono partecipare alla procedura fallimentare e presentare domanda di ammissione al passivo, dimostrando l'esistenza del loro credito; essi vengono però rimborsati a seconda della tipologia di appartenenza del loro credito.

Infatti, pur nel rispetto della c.d. "par condicio creditorum", si distingue un ordine di soddisfazione dei crediti così rappresentato:<sup>223</sup>

- 1) prededucibili, ossia crediti che vengono soddisfatti con preferenza su qualsiasi altra tipologia di credito.<sup>224</sup> Essi sono "quelli così qualificati da una specifica

---

<sup>217</sup> Art. 46, comma 1, n. 1, L.F.

<sup>218</sup> Art. 46, comma 1, n. 2, L.F.

<sup>219</sup> Art. 47, comma 2, L.F.

<sup>220</sup> Art. 51, L.F.

<sup>221</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

<sup>222</sup> Art. 41, TUB.

<sup>223</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

<sup>224</sup> In base all'art. 111, comma 1, L.F., "le somme ricavate dalla liquidazione dell'attivo sono erogate nel seguente ordine:

- 1) per il pagamento dei crediti prededucibili;
- 2) per il pagamento dei crediti ammessi con prelazione sulle cose vendute secondo l'ordine assegnato dalla legge;

disposizione di legge, e quelli sorti in occasione o in funzione delle procedure concorsuali di cui alla presente legge.”<sup>225</sup> Fanno parte di questa categoria, ad esempio, quelli sorti in funzione della procedura di fallimento o per eventuali precedenti concordati preventivi o accordi di ristrutturazione;

- 2) privilegiati, ossia crediti che “hanno diritto di prelazione per il capitale, le spese e gli interessi, nei limiti di cui agli articoli 54 e 55, sul prezzo ricavato dalla liquidazione del patrimonio mobiliare, sul quale concorrono in un’unica graduatoria con i crediti garantiti da privilegio speciale mobiliare, secondo il grado previsto dalla legge”;<sup>226</sup>
- 3) chirografari, ossia crediti che non sono assistiti da alcun tipo di privilegio o garanzia, motivo per cui vengono rimborsati per ultimi.

Con riferimento ai crediti fruttiferi, ossia quei crediti che producono interessi, è osservabile un importante distinguo tra i crediti privilegiati e quelli chirografari.

Infatti, mentre per i crediti privilegiati la dichiarazione di fallimento non sospende il corso degli interessi, per i chirografari tale dichiarazione comporta la sospensione della loro maturazione, sia convenzionali che legali, fino alla chiusura del fallimento.<sup>227</sup>

Invece, per i crediti definiti dal Legislatore infruttiferi, ossia non produttori di interessi, che non sono ancora scaduti alla data della dichiarazione di fallimento, essi vengono ammessi per intero al passivo, anche se “ad ogni singola ripartizione saranno detratti gli interessi composti, in ragione del cinque per cento all’anno, per il tempo che resta a decorrere dalla data del mandato di pagamento sino al giorno della scadenza del credito.”<sup>228</sup>

### 3.2.2.4 – La revocatoria fallimentare

Nel periodo di tempo che intercorre tra il manifestarsi dell’insolvenza e la dichiarazione di fallimento dell’impresa, il debitore può aver effettuato pagamenti o concesso garanzie che hanno intaccato il patrimonio dell’impresa, procurando un danno al ceto creditorio.

La legge non impone infatti alcun divieto al debitore di effettuare pagamenti o stipulare contratti nel periodo che precede la dichiarazione di fallimento; si potrebbero quindi riscontrare comportamenti da parte del debitore che intaccano il patrimonio dell’impresa, ledendo la *par condicio creditorum*.

- 
- 3) per il pagamento dei creditori chirografari, in proporzione dell’ammontare del credito per cui ciascuno di essi fu ammesso, compresi i creditori indicati al n. 2, qualora non sia stata ancora realizzata la garanzia, ovvero per la parte per cui rimasero non soddisfatti da questa.”

<sup>225</sup> Art. 111, comma 2, L.F.

<sup>226</sup> Art. 111-quater, comma 1, L.F.

<sup>227</sup> Art. 55, comma 1, L.F.

<sup>228</sup> Art. 57, L.F.

Per ovviare a questo problema, il Legislatore ha introdotto uno strumento che consente al curatore, a fronte di un comportamento scorretto da parte del debitore, di ottenere la dichiarazione di inefficacia degli atti compiuti prima della dichiarazione di fallimento, consentendo in tal modo il recupero delle somme di denaro e di beni alla massa attiva del fallimento, evitando che alcuni creditori possano avvantaggiarsi, a danno della par condicio creditorum; tale strumento è l'azione di revocatoria fallimentare, disciplinato dagli artt. 64-71 L.F.

Bisogna però precisare che le azioni revocatorie “non possono essere promosse decorsi tre anni dalla dichiarazione di fallimento e comunque decorsi cinque anni dal compimento dell'atto.”<sup>229</sup>

### 3.2.2.4.1 – La revocatoria degli atti

È possibile distinguere tre tipologie di atti soggetti a revocatoria fallimentare:<sup>230</sup>

- ✓ atti anormali: sono gli atti che “per le loro caratteristiche sono palesemente pregiudizievoli delle ragioni dei creditori tanto che il loro compimento costituisce un sintomo della conoscenza dello stato di insolvenza da parte di chi se ne avvantaggia (ad esempio vendite con prezzo sproporzionato, pagamenti con mezzi anormali, garanzie prestate per debiti, garanzie prestate per debiti preesistenti)”.<sup>231</sup> I pagamenti di crediti che fanno parte di questa categoria sono privi di effetto rispetto ai creditori qualora scadano nel giorno della dichiarazione di fallimento o posteriormente e siano stati eseguiti dal fallito nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento.<sup>232</sup> Inoltre, “sono revocati, salvo che l'altra parte provi che non conosceva lo stato d'insolvenza del debitore:
  - 1) gli atti a titolo oneroso compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento, in cui le prestazioni eseguite o le obbligazioni assunte dal fallito sorpassano di oltre un quarto ciò che a lui è stato dato o promesso;
  - 2) gli atti estintivi di debiti pecuniari scaduti ed esigibili non effettuati con danaro o con altri mezzi normali di pagamento, se compiuti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento;
  - 3) i pegni, le anticresi e le ipoteche volontarie costituiti nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento per debiti preesistenti non scaduti;
  - 4) i pegni, le anticresi e le ipoteche giudiziali o volontarie costituiti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento per debiti scaduti.”<sup>233</sup>

<sup>229</sup> Art. 69-bis, comma 1, L.F.

<sup>230</sup> Ipsoa-Francis Lefebvre (2013).

<sup>231</sup> Ipsoa-Francis Lefebvre (2013).

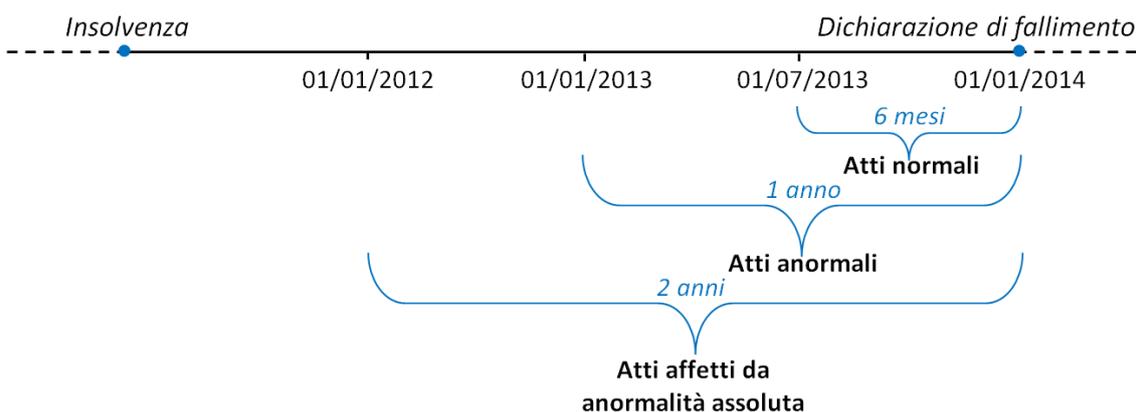
<sup>232</sup> Art. 65, L.F.

<sup>233</sup> Art. 67, comma 1, L.F.

- ✓ atti affetti da anormalità assoluta: fanno parte di questa categoria sia gli atti a titolo gratuito, sia i pagamenti anticipati; essi sono privi di effetto rispetto ai creditori qualora compiuti dal fallito nei due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento, “esclusi i regali d’uso e gli atti compiuti in adempimento di un dovere morale o a scopo di pubblica utilità, in quanto la liberalità sia proporzionata al patrimonio del donante.”<sup>234</sup>
- ✓ Atti normali: fanno parte di questa classe “i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili, gli atti a titolo oneroso e quelli costitutivi di un diritto di prelazione per debiti”<sup>235</sup> non caratterizzati da elementi di anormalità; essi “sono altresì revocati, se il curatore prova che l’altra parte conosceva lo stato d’insolvenza del debitore [...] se compiuti entro sei mesi anteriori alla dichiarazione di fallimento.”<sup>236</sup>

Al fine di rendere di più facile interpretazione quanto appena esposto, la figura 3.3 mostra il periodo di riferimento per ciascuno dei tre atti per essere assoggettabili a revocatoria fallimentare.

**Figura 3.3 – La revocatoria degli atti**



Fonte: elaborazione dell’Autore

Il curatore fallimentare, nel definire quali atti possono essere soggetti a revocatoria fallimentare, considera quindi i pagamenti, i contratti, le garanzie e gli atti a titolo oneroso e gratuito che, in base al periodo in cui sono stati esercitati, non sono esclusi dalla legge dall’applicabilità della revocatoria.

Infatti, come rappresentato nella figura 3.3, a seconda della tipologia di atto, il periodo di applicabilità della revocatoria è differente, arrivando a coprire un intervallo minimo di sei mesi per gli atti normali e massimo di due anni per gli atti affetti da anormalità

<sup>234</sup> Art. 64, L.F.

<sup>235</sup> Art. 67, comma 2, L.F.

<sup>236</sup> Art. 67, comma 2, L.F.

assoluta, escludendo quindi tutte quelle attività che sono state poste in essere in periodi anteriori rispetto alla classe a cui l'atto appartiene.

Un'ulteriore caratteristica per la quale i tre atti si differenziano tra loro concerne il soggetto che ha l'onere di dimostrare la conoscenza o la disconoscenza dello stato di insolvenza del beneficiario dell'atto.

Infatti la legge sancisce che, mentre in luogo di atti normali, al fine di richiedere la revocatoria, deve essere il curatore a dimostrare che la controparte era a conoscenza dello stato di insolvenza del debitore,<sup>237</sup> per gli atti anormali l'onere della disconoscenza dello stato di insolvenza del debitore è a carico della controparte, dando la legge per presupposto in questo caso che essa fosse consapevole dello stato di crisi in cui il fallito versava.<sup>238</sup>

Diversamente, gli atti affetti da anormalità assoluta, ossia gli atti a titolo gratuito e i pagamenti anticipati, sono inefficaci indipendentemente dalla conoscenza o meno dello stato di insolvenza del fallito.

Il Legislatore italiano, all'art. 67 comma 3 L.F., fornisce un elenco degli atti che non sono soggetti all'azione di revocatoria fallimentare, ossia:

- a) i pagamenti di beni e servizi effettuati nell'esercizio dell'attività d'impresa in termini d'uso;
- b) le rimesse effettuate su un conto corrente bancario, purché non abbiano ridotto in maniera consistente e durevole l'esposizione debitoria del fallito nei confronti della banca;
- c) le vendite e i preliminari di vendita trascritti ai sensi dell'art. 2645 bis del codice civile di immobili ad uso non abitativo, ma destinati a costituire la sede principale dell'attività d'impresa dell'acquirente, purché dalla data di dichiarazione di fallimento tale attività sia effettivamente esercitata;
- d) gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore, purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; un professionista designato dal debitore e in possesso dei requisiti previsti dall'art. 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano;<sup>239</sup>
- e) gli atti, i pagamenti e le garanzie posti in essere in esecuzione del concordato preventivo, nonché dell'accordo omologato ai sensi dell'articolo 182-bis, nonché gli atti, i pagamenti e le garanzie legalmente posti in essere dopo il deposito del ricorso di cui all'articolo 161;
- f) i pagamenti dei corrispettivi per prestazioni di lavoro effettuate da dipendenti e altri collaboratori, anche non subordinati, del fallito;

---

<sup>237</sup> Art. 67, comma 2, L.F.

<sup>238</sup> Art. 67, comma 1, L.F.

<sup>239</sup> Per il ruolo dell'attestatore sia rimanda al capitolo 2, paragrafo 2.3.3.4.

- g) i pagamenti di debiti liquidi ed esigibili eseguiti alla scadenza per ottenere la prestazione di servizi strumentali all'accesso al concordato preventivo.

### 3.2.2.4.2 – Gli effetti della revocatoria

In base a quanto sancito dalla legge all'art. 70 commi 1 e 2 L.F., la revocatoria dei pagamenti avvenuti tramite intermediari specializzati si esercita e produce effetti unicamente nei confronti del destinatario della prestazione; costui è obbligato a norma di legge a restituire quanto ricevuto, potendo però partecipare al passivo fallimentare per la soddisfazione del suo credito.

La revocatoria fallimentare comporta infatti:

- nel caso di pagamenti, la restituzione al curatore delle somme di denaro ricevute;
- nel caso di contratti, la restituzione del bene ricevuto affinché il curatore possa procedere con la liquidazione dello stesso e la distribuzione delle somme così ricavate tra i creditori;
- nel caso di garanzie, la modifica della qualifica da credito privilegiato a chirografario.

Quanto appena affermato viene schematicamente rappresentato nella tabella successiva.

*Tabella 3.1 – Effetti della revocatoria sugli atti*

Atti	Caratteristiche revocatoria		Conseguenze	Creditore revocato
contratti, pagamenti, altri atti a titolo oneroso ( <b>normali e anormali</b> )	azione giudiziale di revocatoria (art. 67 L.F.)	sentenza di revocatoria	restituzioni	insinuazione del credito al passivo
costituzione di garanzie ( <b>normali e anormali</b> )			cancellazione privilegio	insinuazione al passivo del credito come chirografario (e non più come privilegiato)
atti a titolo gratuito / pagamenti anticipati ( <b>anormalità assoluta</b> )	inefficacia automatica (art. 64 e 65 L.F.)	non è pronunciata sentenza	restituzioni spontanee	- atto a titolo gratuito: non può pretendere nulla - pagamenti anticipati: insinuazione del credito al passivo
	in mancanza di restituzioni spontanee: azione giudiziale di revocatoria	sentenza di revocatoria	restituzioni	

Fonte: Ipsoa-Francis Lefebvre (2013)

Gli effetti della revocatoria fallimentare sono applicati anche agli atti compiuti tra coniugi, a meno che non si dimostri la disconoscenza da parte del coniuge del fallito dello stato d'insolvenza dell'impresa.

Infatti, l'art. 69 L.F. sancisce che gli atti "compiuti tra coniugi nel tempo in cui il fallito esercitava un'impresa commerciale e quelli a titolo gratuito compiuti tra coniugi più di due anni prima della dichiarazione di fallimento, ma nel tempo in cui il fallito esercitava un'impresa commerciale sono revocati se il coniuge non prova che ignorava lo stato d'insolvenza del coniuge fallito".

### 3.2.2.5 – L'evoluzione della procedura

In seguito alla dichiarazione di fallimento ha inizio la procedura fallimentare.

Essa può essere distinta in 5 fasi,<sup>240</sup> ciascuna delle quali caratterizzata come segue:

1. conservazione e amministrazione delle attività fallimentari: è la prima fase, caratterizzata dall'acquisizione da parte del curatore fallimentare dei beni del fallito e dalla predisposizione, sulla base delle scritture contabili e delle notizie raccolte, dell'elenco dei creditori dell'impresa, avendo cura di precisare l'ammontare dei rispettivi crediti ed eventuali prelazioni, nonché dei titolari di diritti reali e personali dei beni del fallito. Il fallito perde inoltre l'amministrazione della società, ora in capo al curatore, il quale può compiere atti sia di ordinaria amministrazione, sotto la supervisione del giudice delegato e del comitato dei creditori, sia di straordinaria amministrazione, previa autorizzazione del comitato dei creditori. In base a quanto sancito dall'art. 104 comma 1 L.F., il Tribunale ha la facoltà di disporre l'esercizio provvisorio dell'azienda qualora dall'interruzione dell'attività d'impresa derivi un grave danno o un pregiudizio ai creditori;
2. accertamento del passivo: in questa fase il curatore deve provvedere ad avvisare del fallimento i creditori e tutti i titolari di diritti reali o personali su beni inventariati o propri del fallito, individuati in seguito all'analisi delle scritture contabili dell'azienda, della corrispondenza rinvenuta e delle informazioni acquisite.<sup>241</sup> La domanda di ammissione al passivo di un credito, di restituzione o di rivendicazione dei beni deve necessariamente essere proposta e depositata presso la cancelleria del Tribunale almeno 30 giorni prima dell'udienza fissata per l'esame dello stato passivo<sup>242</sup> dove, previo esame delle domande da parte del

---

<sup>240</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

<sup>241</sup> Art. 92, comma 1, L.F.

<sup>242</sup> Art. 93, comma 1, L.F.

- curatore,<sup>243</sup> queste potranno essere accolte, in tutto o in parte, ovvero respinte o dichiarate inammissibili da parte del giudice delegato;<sup>244</sup>
3. accertamento e liquidazione dell'attivo: tale fase consiste nella redazione, da parte del curatore, dell'inventario di tutti i beni posseduti dal fallito e dalla loro presa in consegna, al fine di liquidarli per il migliore soddisfacimento dei creditori. La liquidazione dell'attivo deve seguire il programma di liquidazione, redatto dal curatore stesso entro 60 giorni dalla redazione dell'inventario,<sup>245</sup> pur essendo possibile che lo stesso avvenga anche prima della chiusura della precedente fase. È opportuno però precisare che il curatore, previa autorizzazione del comitato dei creditori, può decidere di non acquisire all'attivo o rinunciare a liquidare uno o più beni, qualora la liquidazione degli stessi non risulti conveniente, oppure quando il costo per il recupero degli stessi sia maggiore rispetto al valore di possibile realizzo. Non solo, in base a quanto sancito dall'art. 105 L.F., può essere disposta "la liquidazione dei singoli beni [...] 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."<sup>246</sup> ;
  4. riparto dell'attivo: tale fase prevede che ogni 4 mesi, o in un diverso termine stabilito dal giudice delegato, il curatore presenti un prospetto delle somme disponibili ed un progetto di ripartizione delle medesime, depositando quest'ultimo in cancelleria ed avvisando di questo tutti i creditori con lettera raccomandata con avviso di ricevimento o altra modalità telematica con garanzia di avvenuta ricezione.<sup>247</sup> È però possibile per i creditori dissenzienti, decorso il termine di 15 giorni dalla ricezione della comunicazione, presentare reclamo al giudice delegato contro il progetto di riparto, comportando l'accantonamento delle somme corrispondenti ai crediti oggetto di contestazione; nel caso di decorso di tale termine, il giudice delegato, su richiesta del curatore, dichiara esecutivo il progetto di ripartizione.<sup>248</sup> In ogni caso, il Legislatore prevede un ordine di ripartizione delle somme ricavate dalla liquidazione dell'attivo, stabilendo che vengano pagati dapprima i crediti prededucibili, poi quelli ammessi con prelazione sulle cose vendute e infine i creditori chirografari in proporzione dell'ammontare del credito per cui ciascuno di essi è stato ammesso.<sup>249</sup> Dopo l'approvazione del conto, liquidato il compenso del curatore e risolte le eventuali contestazioni davanti al Tribunale, il giudice delegato, sentite le proposte del curatore, ordina il riparto finale;<sup>250</sup>

---

<sup>243</sup> Art. 95, L.F.

<sup>244</sup> Art. 96, L.F.

<sup>245</sup> Art. 104-ter, comma 1, L.F.

<sup>246</sup> Art. 105, art. 1, L.F.

<sup>247</sup> Art. 110, commi 1 e 2, L.F.

<sup>248</sup> Art. 110, commi 3 e 4, L.F.

<sup>249</sup> Art. 111, comma 1, L.F.

<sup>250</sup> Art. 117, L.F.

5. chiusura del fallimento: rappresenta l'ultima fase e viene dichiarata con decreto motivato dal Tribunale su istanza del curatore o del debitore o d'ufficio a fronte dei casi disciplinati all'art. 118 comma 1 L.F.<sup>251</sup> Con la chiusura cessano gli effetti del fallimento sul patrimonio del fallito, decadono gli organi preposti al fallimento, le azioni esperite dal curatore per l'esercizio di diritti derivanti dal fallimento non possono essere proseguite e i creditori riacquistano la possibilità di esercitare azioni verso il debitore per la parte non soddisfatta dei loro crediti per capitale e interessi<sup>252</sup>, a patto che non sia intervenuta l'esdebitazione del fallito.<sup>253</sup> Questo istituto, introdotto dal D.Lgs. 5/2006 e disciplinato dall'art. 142 L.F., prevede la liberazione del fallito dai debiti residui nei confronti dei creditori concorsuali non soddisfatti, a condizione che costui abbia adottato un comportamento collaborativo, condizione prevista al comma 1 dell'art. 142 L.F.

### 3.2.3 – Il concordato fallimentare

Il concordato fallimentare rappresenta una particolare forma di chiusura del fallimento attraverso la quale il fallito, uno o più creditori o un terzo presentano una proposta di accordo al fine di ottenere una maggior soddisfazione dei creditori e una più rapida chiusura della procedura fallimentare.

Questa proposta, come detto sopra, può essere presentata dal fallito, da uno o più creditori o da un terzo, ma non dal curatore.

Nel caso in cui la proposta venga presentata dai creditori o da terzi, essa non è soggetta a limiti temporali, potendo quindi essere presentata prima o dopo il decreto che rende esecutivo lo stato passivo; tuttavia, se la proposta viene presentata prima di tale decreto, risulta necessario non solo che sia stata tenuta la contabilità, ma anche che i dati risultanti da essa e le notizie disponibili consentano al curatore di predisporre un elenco provvisorio dei creditori del fallito da sottoporre all'approvazione del giudice delegato.<sup>254</sup>

---

<sup>251</sup> L'art. 118, comma 1, L.F., sancisce che “[...] la procedura di fallimento si chiude: 1) se nel termine stabilito nella sentenza dichiarativa di fallimento non sono state proposte domande di ammissione al passivo; 2) 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; 3) quando è compiuta la ripartizione finale dell'attivo; 4) 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 per le spese di procedura.”

<sup>252</sup> Art. 120, commi 1, 2 e 3, L.F.

<sup>253</sup> Art. 142, L.F.

<sup>254</sup> Art. 124, comma 1, L.F.

Qualora il concordato sia invece stato proposto dal fallito, la norma prevede che debba trascorrere almeno un anno dalla dichiarazione di fallimento e che non siano decorsi due anni dal decreto che rende esecutivo lo stato passivo.<sup>255</sup>

In ogni caso, indipendentemente dal soggetto promotore, la proposta di concordato non ha un contenuto predeterminato né vi sono obblighi di forma, limitandosi il Legislatore a indicare solamente alcuni dei possibili contenuti, quali:<sup>256</sup>

- la suddivisione dei creditori in classi, secondo posizione giuridica ed interessi economici omogenei;
- trattamenti differenziati fra creditori appartenenti a classi diverse, indicando le ragioni dei trattamenti differenziati dei medesimi;
- la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo o altre operazioni straordinarie.

La proposta può altresì prevedere che “i creditori muniti 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, lett. d) designato dal tribunale.”<sup>257</sup>

### 3.2.3.1 – L’evoluzione della procedura

La proposta di concordato è presentata con ricorso al giudice delegato, il quale richiede al curatore di esprimere un proprio giudizio in merito alla stessa, con specifico riferimento ai presumibili risultati della liquidazione e alle garanzie offerte;<sup>258</sup> una volta ottenuto il parere del curatore, il giudice delegato sottoporrà la proposta al comitato dei creditori, al fine di ricevere il loro giudizio.<sup>259</sup>

I pareri espressi dal curatore e dal comitato dei creditori sono entrambi necessari, ma non hanno la stessa importanza: infatti, mentre il parere del curatore è obbligatorio ma non è vincolante per la prosecuzione della procedura, in quanto solo in presenza di questo il giudice delegato comunicherà la proposta ai creditori,<sup>260</sup> il parere del comitato è vincolante, in quanto solamente in luogo del suo assenso il procedimento potrà proseguire.<sup>261</sup>

---

<sup>255</sup> Art. 124, comma 1, L.F.

<sup>256</sup> Art. 124, comma 2, L.F.

<sup>257</sup> Art. 124, comma 3, L.F.

<sup>258</sup> Art. 125, comma 1, L.F.

<sup>259</sup> Art. 125, comma 2, L.F.

<sup>260</sup> Cass. 10 febbraio 2011, n. 3274.

<sup>261</sup> Trib. Roma 27 ottobre 2011.

Ottenuti i pareri sia del curatore sia del comitato, il giudice delegato ha in primo luogo il compito di valutare la legittimità sia della proposta sia della formazione dei pareri che i due organi precedentemente indicati hanno pronunciato.

Infatti, qualora il giudice, sulla base delle analisi svolte, riscontri che non sussistono le condizioni di legittimità (ad esempio perché il comitato ha espresso un parere contrario), dichiara la proposta inammissibile; contrariamente, il giudice delegato promuove la continuazione della procedura, ordinando la comunicazione della proposta ai creditori, unitamente ai pareri del curatore e del comitato dei creditori, fissando un termine compreso tra i 20 e i 30 giorni entro il quale i creditori devono far pervenire presso la cancelleria del tribunale eventuali dichiarazioni di dissenso.<sup>262</sup>

Tale comunicazione deve indicare dove possono essere reperiti i dati per la valutazione della proposta ed informare i creditori che un'eventuale mancata risposta sarà considerata come voto favorevole.<sup>263</sup>

In ogni caso, con riferimento ai creditori legittimati al voto, il Legislatore distingue a seconda che la proposta sia stata presentata prima o dopo che lo stato passivo sia stato reso esecutivo.

Infatti, “se la proposta è presentata prima che lo stato passivo venga reso esecutivo, hanno diritto al voto i creditori che risultano dall’elenco provvisorio predisposto dal curatore e approvato dal giudice delegato; altrimenti, gli aventi diritto al voto sono quelli indicati nello stato passivo reso esecutivo ai sensi dell’articolo 97. In quest’ultimo caso, hanno diritto al voto anche i creditori ammessi provvisoriamente e con riserva.”<sup>264</sup>

Per l’approvazione del concordato non è necessario il voto favorevole di tutti i creditori, ma è sufficiente la maggioranza dei crediti ammessi al voto oppure, nel caso in cui siano previste diverse classi di creditori, è necessario che la maggioranza sia riscontrata nel maggior numero di classi.<sup>265</sup>

Decorso il termine per le votazioni, il curatore presenta al giudice delegato una relazione sul loro esito,<sup>266</sup> sia nel caso in cui la proposta sia stata approvata, sia nel caso in cui sia stata respinta dai creditori.

Nel caso di approvazione della proposta, il giudice delegato dispone che il curatore ne dia immediata comunicazione al proponente (il quale dovrà richiedere l’omologazione del concordato), al fallito e ai creditori dissenzienti e fissa un termine compreso tra i 15 e i 30 giorni per la proposizione di eventuali opposizioni e per il deposito da parte del comitato dei creditori di una relazione motivata con il suo parere definitivo.<sup>267 268</sup>

---

<sup>262</sup> Art. 125, comma 2, L.F.

<sup>263</sup> Art. 125, comma 2, L.F.

<sup>264</sup> Art. 127, comma 1, L.F.

<sup>265</sup> Art. 128, comma 1, L.F.

<sup>266</sup> Art. 129, comma 1, L.F.

<sup>267</sup> Art. 129, comma 2, L.F.

<sup>268</sup> Se il comitato dei creditori non provvede al deposito di tale relazione entro il termine, sarà compito del curatore redigerla e depositarla entro 7 giorni. (art. 129, comma 2, L.F.)

Se nel termine fissato non sono pervenute opposizioni, il Tribunale, verificata la regolarità della procedura e l'esito della votazione, omologa il concordato con decreto motivato;<sup>269</sup> diversamente, qualora siano pervenute opposizioni, il procedimento di omologazione si svolge di fronte al Tribunale con la partecipazione del proponente, dell'opponente, del fallito e del curatore.

In quest'ultimo caso, il Tribunale "assume i mezzi istruttori richiesti dalle parti o disposti di ufficio, anche delegando uno dei componenti del collegio"<sup>270</sup> e decide sull'omologazione "con decreto motivato pubblicato a norma dell'articolo 17."<sup>271</sup>

In ogni caso, sia in presenza di opposizioni sia in mancanza di esse, a fronte del decreto del Tribunale contrario all'omologazione, questo può essere reclamato dinanzi alla corte di appello dalle parti che nel processo di omologazione sono rimaste insoddisfatte.<sup>272</sup>

Il reclamo deve però essere proposto con ricorso da depositarsi presso la cancelleria della corte d'appello entro 30 giorni dalla notificazione del decreto e contenere, in base a quanto sancito dall'art. 18:<sup>273</sup>

- l'indicazione della corte d'appello competente;
- le generalità dell'impugnante e l'elezione del domicilio nel comune in cui ha sede la corte d'appello;
- l'esposizione dei fatti e degli elementi di diritto su cui si basa l'impugnazione, con le relative conclusioni;
- l'indicazione dei mezzi di prova di cui il ricorrente intende avvalersi e dei documenti prodotti.

Tale reclamo può però essere promosso non solo a fronte di un decreto che neghi l'omologazione del concordato, ma anche dalle parti contrarie a tale accordo, qualora il Tribunale abbia approvato la sua omologazione.

### **3.2.4 – La liquidazione coatta amministrativa**

La liquidazione coatta amministrativa è una procedura concorsuale con finalità liquidatoria, applicabile solamente ad alcune categorie di aziende come ad esempio le imprese bancarie, quelle di intermediazione finanziaria (SIM, SGR, Sicav), le cooperative o gli enti pubblici.

Diversamente dalle altre procedure liquidatorie, come il fallimento, per le imprese soggette a questa procedura la liquidazione non viene gestita dall'autorità giudiziaria, ma da quella amministrativa.

---

<sup>269</sup> Art. 129, comma 4, L.F.

<sup>270</sup> Art. 129, comma 5, L.F.

<sup>271</sup> Art. 129, comma 6, L.F.

<sup>272</sup> Art. 131, comma 1, L.F.

<sup>273</sup> Art. 131, commi 2 e 3, L.F.

Inoltre, tale istituto si caratterizza per essere normato da due diverse discipline, ossia dalla Legge Fallimentare<sup>274</sup> e da Leggi Speciali specifiche delle singole categorie di settore.

Il presente istituto viene quindi esaminato distinguendo tra due paragrafi: il primo dedicato ai soggetti e ai presupposti necessari per l'ammissibilità alla procedura e il secondo che ne descrive lo svolgimento.

### **3.2.4.1 – Soggetti coinvolti e presupposti di ammissibilità**

La L.F. non precisa quali imprese siano assoggettabili alla presente procedura, lasciando che siano le Leggi Speciali a indicarlo: l'art. 2 L.F., pur riferendosi esplicitamente a tale istituto, non precisa in alcun modo a quali imprese sia rivolto.

Ipsosa-Francis Lefebvre (2013) distingue tra imprese che sono assoggettabili unicamente alla liquidazione coatta amministrativa da quelle per le quali, oltre a tale istituto, è possibile applicare anche la procedura fallimentare.

Appartengono infatti al primo gruppo gli istituti di credito (artt. 80 e s. TUB), le società cooperative che non svolgono attività commerciale (art. 2545 terdecies, comma 1, c.c.), le società fiduciarie e di revisione (D.L. 233/86 conv. in L. 430/86), le imprese private di assicurazione (art. 245 e s. c.ass.), le SIM, SICAV e SGR (artt. 57 e s. D.Lgs 58/98), le società di gestione accentrata di strumenti finanziari (art. 83, comma 2 D.Lgs 58/98), le fondazioni liriche (art. 20 D.Lgs 367/96), gli intermediari finanziari organizzati in forma di società di capitali (art. 113 ter comma 6 TUB) e gli istituti autonomi delle case popolari (art. 23 comma 2 RD 1165/38).

Diversamente, sono assoggettabili anche alla procedura fallimentare le società cooperative che svolgono attività commerciale (art. 2545 terdecies c.c.) ma, “per le imprese soggette a liquidazione coatta amministrativa, per le quali la legge non esclude la procedura fallimentare, la dichiarazione di fallimento preclude la liquidazione coatta amministrativa e il provvedimento di liquidazione coatta amministrativa preclude la dichiarazione di fallimento.”<sup>275</sup>

Per quanto riguarda invece i presupposti per l'ammissibilità alla procedura in esame, essi vengono specificatamente individuati dalle Leggi Speciali e possono essere legati allo stato di insolvenza dell'impresa, alla violazione di norme imposte dalla legge, di provvedimenti amministrativi o di norme statutarie che disciplinano il regolare funzionamento dell'attività o dal pubblico interesse.<sup>276</sup>

---

<sup>274</sup> Titolo V, artt. 194-215, L.F.

<sup>275</sup> Art. 196, L.F.

<sup>276</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

### 3.2.4.2 – L’evoluzione della procedura

In base all’art. 195 comma 1 L.F., la dichiarazione d’insolvenza della società viene pronunciata dal Tribunale del luogo ove l’impresa ha la sede principale, su richiesta di uno o più creditori, dell’autorità di vigilanza o da parte della stessa impresa.

Tuttavia, in ragione del fatto che la causa alla base del ricorso a tale procedura può non essere lo stato d’insolvenza, come accennato nel precedente paragrafo, l’accertamento di tale condizione può essere svolto sia prima che dopo l’apertura di tale procedura.

Il Tribunale, nella stessa sentenza (o successiva) di dichiarazione dello stato di insolvenza per l’ammissione alla procedura, adotta provvedimenti conservativi sul patrimonio dell’impresa al fine di salvaguardare gli interessi dei creditori fino all’inizio della procedura di liquidazione.<sup>277</sup>

Diversamente, nel caso in cui l’impresa soggetta a liquidazione coatta amministrativa si trovi in stato di insolvenza non preventivamente dichiarato, l’accertamento di tale condizione, con sentenza in camera di consiglio, viene effettuato dal Tribunale del luogo dove l’impresa ha la sede principale, su ricorso del commissario liquidatore o su istanza del PM.<sup>278</sup>

Le modalità di procedimento adottate dal Tribunale per questo istituto sono analoghe a quelle previste per la dichiarazione di fallimento di cui all’art. 15 L.F., in quanto prevedono la convocazione del debitore, dei creditori e dell’autorità amministrativa e dispongono il deposito dei bilanci relativi agli ultimi tre esercizi e della situazione patrimoniale, economica e finanziaria aggiornata.

Un altro elemento di somiglianza tra la presente procedura e quella fallimentare è la distinzione in tre fasi:

1. formazione dello stato passivo: questa prima fase inizia con la comunicazione da parte del commissario, entro un mese dalla sua nomina, a ciascun creditore, mediante raccomandata con avviso di ricevimento, delle somme risultanti a credito di ciascuno dalle scritture contabili e dai documenti dell’impresa;<sup>279</sup> i creditori hanno 15 giorni di tempo dal ricevimento della raccomandata per far pervenire al commissario mediante raccomandata le loro osservazioni o istanze.<sup>280</sup> Nel caso in cui alcuni creditori non abbiano ricevuto tale comunicazione, essi possono chiedere entro 60 giorni dalla pubblicazione della liquidazione sulla Gazzetta Ufficiale, a mezzo di raccomandata, il riconoscimento dei propri crediti.<sup>281</sup> Il commissario, sulla base delle informazioni raccolte e delle istanze pervenute, stila l’elenco dei crediti e delle domande pervenute, ammesse o respinte, entro 90 giorni dalla data del

---

<sup>277</sup> Art. 195, comma 2, L.F.

<sup>278</sup> Art. 202, comma 1, L.F.

<sup>279</sup> Art. 207, comma 1, L.F.

<sup>280</sup> Art. 207, comma 3, L.F.

<sup>281</sup> Art. 208, L.F.

provvedimento di liquidazione, a meno che le Leggi Speciali non prevedano un'ulteriore scadenza; in ogni caso, l'elenco diventa esecutivo solo a fronte del deposito dello stesso in cancelleria;<sup>282</sup>

2. liquidazione dell'attivo: in questa seconda fase il commissario liquidatore, in ragione dei poteri a lui conferiti dalla legge, sotto il controllo dell'autorità che vigila sull'impresa e del comitato di sorveglianza, procede alla liquidazione dei beni dell'azienda.<sup>283</sup> Le somme che vengono ricavate da tale attività sono erogate secondo quanto disciplinato all'art. 111 L.F.,<sup>284</sup> ossia antepoendo il pagamento dei crediti prededucibili, per poi soddisfare quelli privilegiati e infine i chirografari;
3. chiusura del procedimento: la chiusura del procedimento avviene con la ripartizione dell'attivo tra i creditori dell'impresa nell'ordine disciplinato all'art. 111. A tal proposito, prima di procedere con la ripartizione, è necessario che il bilancio finale della liquidazione e il piano di riparto vengano sottoposti al vaglio dell'autorità che vigila sulla liquidazione, la quale ne autorizza il deposito presso la cancelleria del Tribunale.<sup>285</sup> Gli interessati possono eventualmente contestare la procedura con ricorso al Tribunale entro 20 giorni dalla data di comunicazione del commissario per quanto riguarda i creditori, mentre dall'inserzione nella Gazzetta Ufficiale per quanto riguarda qualsiasi altro interessato;<sup>286</sup> decorso tale termine senza contestazioni, il bilancio, il conto di gestione e il piano di riparto sono ufficialmente approvati e il commissario provvede alle ripartizioni tra i creditori.<sup>287</sup>

### **3.2.5 – La composizione delle crisi da sovraindebitamento e di liquidazione del patrimonio**

La composizione della crisi da sovraindebitamento, disciplinata dalla L. 3/2012, rappresenta un rimedio alla crisi per le imprese che non possono accedere al fallimento o alle procedure concorsuali.

Il sovraindebitamento può essere definito come “una situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, nonché la definitiva incapacità del debitore di adempiere regolarmente le proprie obbligazioni.”<sup>288</sup>

---

<sup>282</sup> Art. 209, comma 1, L.F.

<sup>283</sup> Art. 210, comma 1, L.F.

<sup>284</sup> Art. 212, comma 1, L.F.

<sup>285</sup> Art. 213, comma 1, L.F.

<sup>286</sup> Art. 213, comma 3, L.F.

<sup>287</sup> Art. 213, comma 4, L.F.

<sup>288</sup> Art. 6, comma 2, L. 3/2012.

In alternativa a tale procedura, il debitore può optare per la liquidazione del patrimonio, ossia per una procedura alternativa che consente la liquidazione di tutti i beni del fallito, al fine di distribuire il ricavato tra tutti i creditori.

Il presente paragrafo è quindi stato distinto in tre sottoparagrafi: i primi due (3.2.5.1 e 3.2.5.2) dedicati esclusivamente al sovraindebitamento, mentre il terzo (3.2.5.3) alla liquidazione del patrimonio.

### **3.2.5.1 – Soggetti coinvolti e presupposti di ammissibilità al sovraindebitamento**

L'innalzamento delle soglie di fallibilità<sup>289</sup> ha portato all'esclusione di numerosi imprenditori commerciali, di imprenditori agricoli e di piccoli imprenditori dalle procedure concorsuali, costringendoli quindi a trovare un altro rimedio alla soluzione della crisi d'impresa.

Tuttavia, grazie alla L. 3/2012, essi possono presentare una proposta di accordo di sovraindebitamento, a condizione che il debitore:<sup>290</sup>

1. si trovi in stato di sovraindebitamento;
2. non sia assoggettabile alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo;
3. non abbia fatto ricorso, nei precedenti tre anni, alla procedura di composizione della crisi.

Per la composizione della crisi da sovraindebitamento è possibile costituire organismi con garanzie di indipendenza e professionalità, le cui attività vengono svolte nell'ambito delle risorse umane, strumentali e finanziarie, senza comportare oneri aggiuntivi a carico della finanza pubblica, né alcun compenso o rimborso spese per i componenti degli stessi.<sup>291</sup>

Questi organismi devono però essere iscritti in un apposito registro tenuto presso il Ministero della Giustizia,<sup>292</sup> il quale ne determina i criteri e le modalità di iscrizione.<sup>293</sup>

---

<sup>289</sup> A tal proposito si rimanda al paragrafo 3.2.2 del presente capitolo.

<sup>290</sup> Art. 7, commi 1 e 2, L. 3/2012.

<sup>291</sup> Art. 15, commi 1, 5 e 6, L. 3/2012.

<sup>292</sup> Art. 15, comma 2, L. 3/2012.

<sup>293</sup> Art. 15, comma 3, L. 3/2012.

### 3.2.5.2 – L'accordo di composizione della crisi

L'accordo di composizione della crisi può prevedere diverse soluzioni, quali:<sup>294</sup>

- la ristrutturazione dei debiti;
- la soddisfazione dei crediti dopo aver assicurato il pagamento dei crediti impignorabili;
- la suddivisione dei creditori in classi;
- il non integrale pagamento dei debitori privilegiati;
- la dilazione dei debiti di natura fiscale;
- l'affidamento del patrimonio del debitore a un gestore della liquidazione;
- l'intervento di un terzo che garantisca il debitore al rispetto del piano/accordo;
- la proroga fino ad un anno per il pagamento dei creditori privilegiati.

Indipendentemente dal contenuto specifico dell'accordo, il debitore, unitamente alla proposta, deve depositare presso il Tribunale del luogo di residenza o sede del debitore<sup>295</sup> "l'elenco di tutti i creditori, con l'indicazione delle somme dovute, dei beni e degli eventuali atti di disposizione compiuti negli ultimi cinque anni, corredati delle dichiarazioni dei redditi degli ultimi tre anni e dell'attestazione sulla fattibilità del piano, nonché l'elenco delle spese correnti necessarie al sostentamento suo e della sua famiglia, previa indicazione della composizione del nucleo familiare corredata del certificato dello stato di famiglia."<sup>296</sup>

Inoltre, il debitore che svolge attività d'impresa deve depositare anche le scritture contabili degli ultimi tre esercizi, congiuntamente ad una dichiarazione che ne attesti la conformità all'originale.<sup>297</sup>

Se la proposta soddisfa i requisiti previsti dalla legge, il giudice fissa immediatamente con decreto l'udienza, disponendo la comunicazione ai creditori, anche per telegramma o raccomandata con avviso di ricevimento o telefax o per posta elettronica certificata, della proposta e del decreto,<sup>298</sup> disponendo la loro pubblicazione in apposita sezione del registro delle imprese.<sup>299</sup>

In questa udienza il giudice, salvo iniziative o atti in frode ai creditori, dispone il divieto fino a 120 giorni per i creditori aventi titolo o causa anteriore di iniziare o proseguire azioni esecutive individuali, nonché di disporre sequestri conservativi o di acquisire diritti di prelazione sul patrimonio del debitore.<sup>300</sup>

Ai fini dell'omologazione, risulta però necessario il consenso all'accordo di un numero di creditori che rappresenti almeno il 70% dei crediti,<sup>301</sup> potendo però quest'ultimo

---

<sup>294</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

<sup>295</sup> Art. 9, comma 1, L. 3/2012.

<sup>296</sup> Art. 9, comma 2, L. 3/2012.

<sup>297</sup> Art. 9, comma 3, L. 3/2012.

<sup>298</sup> Art. 10, comma 1, L. 3/2012.

<sup>299</sup> Art. 10, comma 2, L. 3/2012.

<sup>300</sup> Art. 10, comma 3, L. 3/2012.

<sup>301</sup> Art. 11, comma 2, L. 3/2012.

essere revocato di diritto qualora il debitore non esegua integralmente, entro 90 giorni dalle scadenze previste, i pagamenti dovuti alle agenzie fiscali e agli enti gestori di forme di previdenza e assistenza obbligatorie.<sup>302</sup>

Raggiunto l'accordo, l'organismo di composizione della crisi ha quindi il compito di trasmettere a tutti i creditori una relazione sul raggiungimento dell'accordo, potendo però i creditori, nei 10 giorni successivi al ricevimento della relazione, sollevare eventuali contestazioni; decorso tale termine, l'organismo di composizione della crisi trasmette la relazione al giudice, allegando le contestazioni ricevute, nonché una relazione sulla fattibilità del piano.<sup>303</sup>

Verificato il raggiungimento dell'accordo nonché l'idoneità del piano ad assicurare il pagamento dei creditori estranei e ogni altra contestazione, il giudice omologa l'accordo e ne dispone l'immediata pubblicazione,<sup>304</sup> il che comporta il blocco delle azioni esecutive individuali e dei sequestri dalla data di omologazione fino ad un anno.<sup>305</sup>

### 3.2.5.3 – La liquidazione del patrimonio

Come precedentemente accennato, la liquidazione del patrimonio rappresenta una procedura con la quale il debitore può chiedere al Tribunale la liquidazione di tutti i suoi beni<sup>306</sup>, al fine di distribuire il ricavato della vendita tra tutti i creditori.

Essa si svolge seguendo il programma di liquidazione in cui sono indicate le modalità di vendita, i tipi di atti da liquidare, i criteri di scelta, il prezzo minimo e ogni altra informazione utile per la vendita dei beni.

A tal proposito il Legislatore italiano prevede che gli atti posti in essere in esecuzione del programma devono essere effettuati dal curatore tramite procedure competitive, sulla base di stime effettuate da operatori esperti e assicurando, attraverso adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione dei soggetti interessati.<sup>307</sup>

Il curatore deve inoltre dare informativa al giudice delegato e al comitato dei creditori degli esiti delle procedure, depositando in cancelleria la relativa documentazione.<sup>308</sup>

Conclusa la fase di liquidazione del patrimonio del debitore, il giudice delegato provvede alla distribuzione della somma ricavata dalla vendita tra i creditori, prelevando da tale somma il compenso del curatore e le spese di procedura e di amministrazione;<sup>309</sup>

---

<sup>302</sup> Art. 11, comma 5, L. 3/2012.

<sup>303</sup> Art. 12, comma 1, L. 3/2012.

<sup>304</sup> Art. 12, comma 2, L. 3/2012.

<sup>305</sup> Art. 12, comma 3, L. 3/2012.

<sup>306</sup> A norma dell'art. 46 L.F., non vengono compresi i beni di natura strettamente personale, i crediti derivanti da stipendi, i frutti derivanti dall'usufrutto legale sui beni dei figli e le cose che non possono essere pignorate per disposizione di legge.

<sup>307</sup> Art. 107, comma 1, L.F.

<sup>308</sup> Art. 107, comma 5, L.F.

<sup>309</sup> Art. 109, commi 1 e 2, L.F.

il curatore provvede quindi al pagamento dei creditori nell'ordine stabilito dalla legge, ossia favorendo i crediti prededucibili, poi quelli con diritto di prelazione e infine quelli chirografari.<sup>310</sup>

### 3.3 – Il liquidatore giudiziale

Dopo aver mostrato nei precedenti paragrafi le soluzioni alla crisi d'impresa con finalità liquidatorie, il presente paragrafo è incentrato sulla figura del liquidatore e sul ruolo che svolge all'interno di queste procedure.

Il liquidatore giudiziale, non potendosi agglomerare tra gli organi della procedura concordataria, viene definito come “un mandatario dei creditori che, attraverso la disposizione del patrimonio ceduto, nel rispetto delle modalità fissate dal tribunale, lo monetizza procedendo quindi alla soddisfazione degli aventi diritti, con piani di riparto anche parziali.”<sup>311</sup>

Nonostante l'importante ruolo che riveste questa figura nelle procedure liquidatorie, la L.F. vi dedica un solo articolo, facendo rimandi alla normativa prevista per il Curatore in tema di requisiti per nomina, responsabilità e revoca.

Per una corretta analisi di questo attore, nei successivi paragrafi si è quindi analizzato quanto previsto all'art. 182 L.F., il quale sancisce:

“Se il concordato consiste nella cessione dei beni e non dispone diversamente, il tribunale nomina nel decreto di omologazione uno o più liquidatori e un comitato di tre o cinque creditori per assistere alla liquidazione e determina le altre modalità della liquidazione.

Si applicano ai liquidatori gli articoli 28, 29, 37, 38, 39 e 116 in quanto compatibili.

Si applicano al comitato dei creditori gli articoli 40 e 41 in quanto compatibili. Alla sostituzione dei membri del comitato provvede in ogni caso il tribunale.

Le vendite di aziende e rami di aziende, beni immobili e altri beni iscritti in pubblici registri, nonché le cessioni di attività e passività dell'azienda e di beni o rapporti giuridici individuali in blocco devono essere autorizzate dal comitato dei creditori.

Si applicano gli articoli da 105 a 108-ter in quanto compatibili.”

Dall'analisi dell'appena citato articolo, è stato possibile distinguere nel prosieguo della trattazione tre paragrafi: il primo dedicato alla nomina del liquidatore giudiziale, nonché ai requisiti in suo possesso e alla sua revoca, il secondo incentrato sulla cessione dei valori aziendali e il terzo sulle responsabilità e sul compenso spettanti a questo attore.

---

<sup>310</sup> Art. 111, comma 1, L.F.

<sup>311</sup> Odcec Lecco (2012).

### 3.3.1 – Nomina, requisiti e revoca

Esaminando con attenzione l'art. 182 L.F., pare evidente come la nomina di tale figura si renda necessaria solamente in caso di concordato liquidatorio, ossia di quella tipologia di concordato in cui il debitore mette a disposizione il proprio patrimonio al fine della sua liquidazione per il soddisfacimento degli interessi dei creditori. Il Legislatore, al comma 1, esordisce infatti asserendo che si deve ricorrere a uno o più liquidatori "se il concordato consiste nella cessione dei beni e non dispone diversamente".

L'attività svolta da questa figura, sulla base del rinvio di cui al comma 2, deve necessariamente essere svolta da un soggetto che sia in possesso dei requisiti previsti all'art. 28 L.F. e che accetti l'incarico nel rispetto di quanto sancito all'art. 29 L.F.

Può infatti essere nominato liquidatore solamente un avvocato, un ragioniere, un ragioniere commercialista, uno studio associato tra professionisti o chiunque, dando prova delle proprie capacità, abbia svolto funzioni di amministrazione, direzione e controllo in una S.P.A., a condizione che non vi sia un legame di parentela o di credito con il debitore, che non abbia concorso al dissesto dell'impresa o che si trovi in conflitto di interessi con la procedura<sup>312</sup>. La nomina diventa quindi effettiva solo a fronte dell'accettazione da parte del nominato, il quale deve far pervenire il suo consenso al Giudice delegato entro due giorni, pena sostituzione.<sup>313</sup>

Non si può però non notare come, al comma 2 dell'art. 182 L.F., il Legislatore abbia volutamente tralasciato il richiamo all'art. 30 L.F., il quale qualifica il Curatore come pubblico ufficiale: tale trascuranza consente dunque di configurare il liquidatore come un mero ausiliario del Tribunale, esente dall'applicabilità delle norme penali relative al pubblico ufficiale.

Nel rispetto dei requisiti di cui all'art. 28 L.F., l'attività di liquidatore non può dunque essere certamente svolta dal debitore o da un creditore in quanto in conflitto di interessi, ma rimane aperto l'interrogativo se tale compito possa essere svolto dal Commissario giudiziale. A tal proposito, mancando un'esplicita previsione del Legislatore, è tuttora in corso un dibattito in quanto parte della dottrina è contraria alla nomina del Commissario in qualità di liquidatore (seppur ciò comporti una riduzione dei costi della procedura); rileva infatti un conflitto di interessi tra il suo ruolo di controllore dell'esecuzione del concordato e l'attività di liquidazione, che porta ad annullare completamente il compito di monitoraggio da lui svolto, lasciandolo interamente alla responsabilità del Comitato dei creditori.<sup>314</sup>

Infine, in merito alla sua revoca, il Legislatore rimanda all'art. 37 L.F., disponendo anche in questo caso che il Liquidatore sia soggetto alla stessa normativa prevista per il Curatore, per cui può essere revocato in qualsiasi momento dal Tribunale con decreto

---

<sup>312</sup> Art. 28, L.F.

<sup>313</sup> Art. 29, L.F.

<sup>314</sup> Lucente (2012), Ungdcec.

motivato, su proposta del Giudice delegato, su richiesta del Comitato dei creditori o d'ufficio.

### 3.3.2 – Vendita dell'azienda, di rami e di beni

L'art. 182 L.F., oltre a regolare la figura del liquidatore nei primi due commi e del Comitato dei creditori nel terzo, disciplina ai commi 4 e 5 le modalità per la liquidazione dell'attivo attraverso la vendita dell'azienda, di suoi rami o di suoi beni.

Più precisamente, mentre il comma 4 stabilisce che per “le vendite di aziende e di rami di aziende, di beni immobili e altri beni iscritti in pubblici registri, nonché le cessioni di attività e passività dell'azienda e di beni o rapporti giuridici individuali in blocco” si rende necessaria l'autorizzazione da parte del Comitato dei creditori, il comma 5 prevede che, in quanto compatibili, vengano applicati nelle liquidazioni gli artt. da 105 a 108-ter.

Sono pertanto coinvolti nelle procedure di liquidazione l'art. 105 sulla vendita dell'azienda o di suoi rami e di beni singoli o in blocco, l'art. 106 sulla cessione di crediti, di diritti e quote e azioni, l'art. 107 sulle modalità di compimento delle vendite, l'art. 108 sui poteri del Giudice delegato e l'art. 108-ter sulle modalità della vendita di diritti sulle opere di ingegno, sulle invenzioni industriali e sui marchi.<sup>315</sup>

In questa sede, si vuole quindi proporre una distinzione tra 3 categorie di valori assoggettabili a liquidazione, nel rispetto di quanto disciplinato dalla L.F.:

1. il complesso aziendale, i suoi rami e i beni: questi possono essere liquidati singolarmente invece che in blocco, a condizione che il valore di presumibile realizzo derivante dalla vendita separata sia superiore a quello atteso dalla vendita integrale.<sup>316</sup> Negli atti di vendita, effettuabili tramite procedure competitive, il liquidatore può farsi supportare da operatori esperti per meglio stimare l'effettivo valore del bene, promuovendo adeguate forme di pubblicità, così da garantire una maggiore partecipazione da parte degli interessati;<sup>317</sup>
2. i crediti, le azioni e le quote: la normativa prevede la possibilità per il liquidatore di cedere i propri crediti, compresi quelli di natura fiscale o futuri, anche se oggetto di contestazione, nonché le azioni revocatorie concorsuali a fronte di giudizi già pendenti;<sup>318</sup> in alternativa a ciò, è facoltà del liquidatore stipulare contratti di mandato per la riscossione dei crediti.<sup>319</sup> Per quanto concerne invece

<sup>315</sup> Si sottolinea che l'art. 108-bis, sulle modalità della vendita di navi, galleggianti ed aeromobili, è abrogato dal 1° gennaio 2008 in accordo con quanto previsto dal D.Lgs. 169/2007 (art. 7 comma 8).

<sup>316</sup> Art. 105, comma 1, L.F.

<sup>317</sup> Art. 107, comma 1, L.F.

<sup>318</sup> Art. 106, comma 1, L.F.

<sup>319</sup> Art. 106, comma 3, L.F.

la vendita di quote delle S.R.L., il Legislatore rimanda all'art. 2471 c.c.,<sup>320</sup> il quale prevede esplicitamente che “la partecipazione può formare oggetto di espropriazione”,<sup>321</sup>

3. i diritti sulle opere d'ingegno, sulle invenzioni industriali e sui marchi: il Legislatore, al fine di garantire il soddisfacimento dei creditori per mezzo dell'attività svolta dal liquidatore, acconsente alla cessione dei diritti sulle opere d'ingegno e sulle invenzioni industriali e delle banche dati, nonché al trasferimento dei marchi; tale attività deve però, in base a quanto sancito dalla L.F., essere fatta “a norma delle rispettive leggi speciali”.<sup>322</sup>

In ogni caso, non bisogna però dimenticare che, indipendentemente da quale sia l'oggetto della cessione, l'obiettivo del liquidatore deve essere quello di garantire la maggiore soddisfazione dei creditori, ottenibile attraverso la migliore cessione dei valori aziendali; a tal proposito si evidenzia la possibilità da parte del liquidatore di procedere alla liquidazione anche mediante il conferimento in una o più società (anche di nuova costituzione) dell'azienda o di alcuni dei suoi rami, ovvero di beni o crediti.<sup>323</sup>

Permane comunque in possesso del Giudice delegato il potere di sospendere le operazioni di vendita, con decreto motivato e sentito il parere del Comitato dei creditori, su istanza del fallito, dello stesso Comitato o di chiunque altro ne abbia interesse, qualora ricorrano gravi e giustificati motivi, oppure sia pervenuta un'offerta irrevocabile d'acquisto migliorativa per un importo non inferiore al 10% del prezzo offerto, oppure quando il prezzo offerto risulti “notevolmente inferiore a quello giusto, tenuto conto delle condizioni di mercato”.<sup>324</sup>

### 3.3.3 – Responsabilità e compenso

Sulla base del richiamo dell'art. 182 L.F. (comma 2) all'art. 38 L.F., non vi è alcun dubbio sulla responsabilità del liquidatore nei confronti dei creditori in merito all'esecuzione del mandato a lui conferito.

Il primo comma dell'art. 38 L.F. prevede infatti che il liquidatore adempia “ai doveri del proprio ufficio, imposti dalla legge o derivanti dal piano di liquidazione approvato, con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico.”

Quello che la dottrina non è però ancora riuscita a definire in maniera esaustiva è la natura della responsabilità del liquidatore, permanendo una controversia in merito alla

---

<sup>320</sup> Art. 106, comma 2, L.F.

<sup>321</sup> Art. 2471, comma 1, c.c.

<sup>322</sup> Art. 108-ter, L.F.

<sup>323</sup> Art. 105, comma 8, L.F.

<sup>324</sup> Art. 108, comma 1, L.F.

qualificazione giuridica<sup>325</sup> di questo soggetto: mentre i sostenitori della natura privatistica dell'ufficio vedono una responsabilità contrattuale derivante da un rapporto di mandato tra liquidatore e creditori, i sostenitori della natura pubblicistica vedono una responsabilità contrattuale o extracontrattuale per violazione dei doveri d'ufficio.<sup>326</sup>

Non si trova invece nella L.F. alcun riferimento alla responsabilità penale del liquidatore anche se, secondo la giurisprudenza, il liquidatore può essere chiamato a rispondere di bancarotta fraudolenta per distrazione.<sup>327</sup>

Per quanto concerne invece la liquidazione del compenso e delle spese dovute a costui, ne è responsabile il Tribunale che lo ha nominato, il quale provvede con decreto non soggetto a reclamo, su relazione del Giudice delegato.<sup>328</sup>

Tale attività viene però compiuta dopo l'approvazione del rendiconto, rimanendo comunque facoltà del Tribunale di accordare al liquidatore acconti sul compenso per giustificati motivi.<sup>329</sup>

Il compenso concesso dal Tribunale rappresenta l'unica forma di pagamento per il liquidatore, il quale non può pretendere alcuna altra cifra, nemmeno a titolo di rimborso spese; il comma 4 dell'art. 39 L.F. stabilisce infatti che qualsiasi promessa o pagamento fatti in contrapposizione a tale imposizione sono da ritenersi nulli.

---

<sup>325</sup> Vi sono due orientamenti: il primo minoritario che qualifica il liquidatore come pubblico ufficiale in quanto i suoi compiti possono essere assimilati a quelli del curatore nella gestione e liquidazione del patrimonio del fallito e il secondo maggioritario che qualifica il liquidatore come titolare di un ufficio privato in quanto svolge la propria attività nell'interesse dei creditori ma sotto il controllo di soggetti pubblici.

<sup>326</sup> Ungdcec.

<sup>327</sup> Trib. Ancona, n. 22956, 2003.

<sup>328</sup> Art. 39, comma 1, L.F.

<sup>329</sup> Art. 39, comma 2, L.F.

## Capitolo IV

# Gli attori coinvolti nei processi di gestione della crisi aziendale

### Sommario

<b>GLI ATTORI COINVOLTI NEI PROCESSI DI GESTIONE DELLA CRISI AZIENDALE .....</b>	<b>119</b>
4.1 – INTRODUZIONE .....	120
4.2 – L' ATTESTATORE .....	121
4.2.1 – <i>I requisiti del professionista</i> .....	121
4.2.2 – <i>L'attività dell'esperto</i> .....	122
4.2.3 – <i>La responsabilità penale e civile dell'attestatore</i> .....	124
4.3 – GLI ADVISOR.....	126
4.4 – IL TEMPORARY MANAGER .....	129
4.5 – IL LOAN AGENT .....	130
4.6 – IL CHIEF RESTRUCTURING OFFICER.....	131
4.7 – GLI ORGANI GIUDIZIARI .....	132
4.8 – IL COMMISSARIO GIUDIZIALE .....	135
4.9 – CONCLUSIONI .....	137

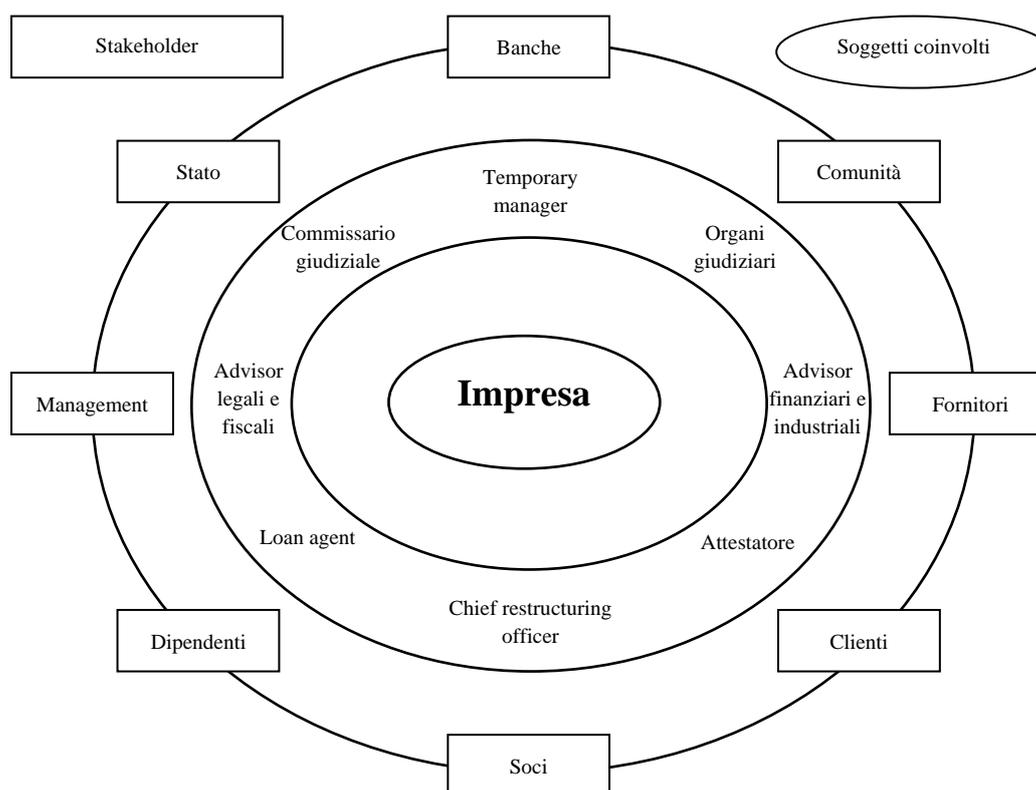
## 4.1 – Introduzione

Dopo aver illustrato nei due precedenti capitoli i diversi strumenti per la gestione della crisi d'impresa, il presente capitolo si concentra sull'individuazione e definizione degli attori che entrano a far parte delle procedure di ristrutturazione.

Nel prosieguo della trattazione viene quindi esaminato l'insieme di soggetti coinvolti in queste procedure, distinguendo diverse figure: l'attestatore, gli advisor, il temporary manager, il loan agent, il chief restructuring officer, gli organi giudiziari e il commissario giudiziale.

Questi attori vengono ben raffigurati nella figura 4.1, che rappresenta l'impresa quale entità attorno alla quale ruotano non solo un insieme di esperti con differenti qualifiche, ma anche gli stakeholder, ciascuno dei quali detiene specifici interessi nei confronti dell'azienda.

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



Fonte: Capizzi (2014)

I prossimi paragrafi sono quindi dedicati all'analisi di questi soggetti attraverso l'illustrazione del ruolo e dei compiti propri di ciascuno di essi, adottando una struttura simile a quella utilizzata dall'Autore della precedente figura, ma proponendo un

paragrafo conclusivo che illustri gli attori coinvolti in relazione alla figura nominante e alle attività svolte.

## 4.2 – L’attestatore

L’attestatore riveste un ruolo centrale all’interno delle procedure in continuità, tanto che la disciplina fallimentare prevede il suo intervento all’interno sia dei piani di risanamento,<sup>330</sup> sia del concordato preventivo,<sup>331</sup> sia degli accordi di ristrutturazione dei debiti.<sup>332</sup>

Si tratta di un esperto qualificato, persona fisica o società di professionisti, in possesso di specifici requisiti imposti dalla legge, che svolge il delicato ruolo di garante della correttezza della procedura che è chiamato ad attestare.

Tali requisiti sono stati oggetto di profonde modifiche negli ultimi anni, tanto che il Legislatore è intervenuto prima con il D.Lgs 169/2007 imponendo il rispetto dei requisiti di cui all’art. 28, lettere a) e b) L.F. e l’iscrizione a precisi albi professionali, poi con il D.L. 83/2012 precisando ulteriori caratteristiche che devono essere proprie del professionista, quali l’iscrizione al registro dei revisori legali, la nomina da parte del debitore e il requisito dell’indipendenza.

Data l’importanza dell’attività che è chiamato a svolgere, il Legislatore ha previsto forme di responsabilità civili e penali per il professionista colpevole di falso in relazione e attestazione, disponendo sanzioni che prevedono il pagamento di una multa compresa tra i 50.000 e i 100.000 euro o la reclusione del professionista.

Nel prosieguo del paragrafo, si distinguono innanzitutto i requisiti richiesti dalla legge per poter svolgere il ruolo di attestatore, per poi analizzare le caratteristiche che accomunano l’attività svolta dall’esperto nelle procedure di ristrutturazione e infine individuare quali siano le responsabilità e le conseguenze nelle quali incorre il professionista.

### 4.2.1 – I requisiti del professionista

Il professionista, incaricato della relazione che attesta la veridicità dei dati di partenza e la fattibilità del piano, deve, a norma della presente legge, possedere contemporaneamente 4 requisiti per poter svolgere il suo compito:<sup>333</sup>

---

<sup>330</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

<sup>331</sup> Art. 161, comma 3, L.F.

<sup>332</sup> Art. 182-bis, comma 1, L.F.

<sup>333</sup> Art. 67, comma 3, lettera d), L.F.

1. deve essere indipendente: la norma sancisce che tale requisito è rispettato quando l'attestatore "non è legato all'impresa e a coloro che hanno interesse all'operazione di risanamento da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio". Tale requisito è quindi rispettato quando tra l'esperto e il debitore, o chiunque abbia interesse nell'operazione, non sussistono rapporti di interdipendenza, ossia quando non può essere in alcun modo compromessa la terzietà del professionista;
2. deve essere iscritto nel registro dei revisori legali e possedere i requisiti di cui all'art. 28 lettere a) e b), ossia svolgere la professione di avvocato, dottore commercialista, ragioniere o ragioniere commercialista, oppure essere uno studio professionale associato o una società tra professionisti (in tal caso i soci devono svolgere una delle professioni appena citate);
3. non deve essere soggetto a nessuna delle cause che comportano l'ineleggibilità o la decadenza dalla carica di sindaco: in base all'art. 2399 cc, non possono essere eletti alla carica di sindaco e, se eletti decadono dall'ufficio, coloro che sono legati alla società da un rapporto di lavoro o da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza, nonché il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società né di società da questa controllate o che la controllano o sottoposte al comune controllo;
4. non deve aver prestato, negli ultimi 5 anni, attività di lavoro subordinato o autonomo in favore del debitore o partecipato ad organi di amministrazione o di controllo.

In ogni caso, è opportuno precisare che, nonostante la legge preveda che la nomina del professionista attestatore spetti al debitore,<sup>334</sup> nella prassi, al fine di garantire una maggiore correttezza e credibilità della procedura, questo avviene come il risultato di condivisioni e incontri tra il debitore e il ceto creditorio, in particolare quello bancario.<sup>335</sup>

## 4.2.2 – L'attività dell'esperto

Il professionista è chiamato dalla legge a rilasciare la sua attestazione sull'attuabilità dell'accordo, che si tratti di un piano di risanamento o di un concordato preventivo o di un accordo di ristrutturazione dei debiti.

Tuttavia, pur presentando i tre istituti appena citati dettati normativi e finalità differenti, essi prevedono tutti un ruolo centrale del professionista nella verifica della veridicità dei

---

<sup>334</sup> La norma definisce infatti tale figura come un "professionista designato dal debitore" (tra gli altri si cita l'art. 161, comma 3, L.F. o l'art. 182-bis, comma 1, L.F.).

<sup>335</sup> Capizzi (2014).

dati aziendali di partenza e nel controllo dell'astratta idoneità del piano a raggiungere lo scopo.<sup>336</sup>

Ne risulta quindi che le dimensioni oggetto di attestazione comuni ai tre strumenti sono due:

1. la veridicità dei dati aziendali, che comporta un esame approfondito dei dati contabili ed extracontabili del debitore, specificando la metodologia utilizzata;<sup>337</sup>
2. la fattibilità del piano, ossia il parere motivato dell'esperto circa le concrete possibilità di realizzo del piano stesso.

Per quanto riguarda la prima dimensione, il giudizio sulla veridicità dei dati aziendali è il frutto di un processo di analisi estremamente complesso, necessario al fine di garantire la regolarità dei dati alla base della costruzione del piano e fondamentale per tutti gli attori coinvolti nel processo di ristrutturazione per la formazione di proprie valutazioni sulla procedura, fondate su informazioni che siano il più possibile aderenti al vero.

L'interpretazione più consolidata in merito a tale dimensione è racchiusa nel concetto di "corrispondenza al vero", data l'impossibilità per l'attestatore di eseguire in breve tempo una completa analisi di tutti i valori aziendali tale da fornire una visione dettagliata di ogni singola voce della situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'azienda; a tal proposito Assonime (2010) suggerisce al professionista di concentrare l'attenzione sulla correttezza delle principali voci, sugli elementi di maggior rischio per l'attestazione e la prosecuzione del piano, nonché su quegli elementi che possono far dubitare della correttezza delle rappresentazioni contabili.

Pur esplicandosi il ruolo dell'attestatore, in questa dimensione, in una attività di verifica della corrispondenza al vero dei dati aziendali, la sua funzione non si limita a un mero controllo dei valori contabili ma, come sancito dall'art. 2423 c.c., comma 3, "se le informazioni richieste da specifiche disposizioni di legge non sono sufficienti a fare una rappresentazione veritiera e corretta, si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo scopo."

Successivamente all'analisi della veridicità dei dati aziendali, l'attestatore può dedicarsi alla verifica della fattibilità del piano, esprimendo un giudizio che derivi dallo studio di tre direttrici.<sup>338</sup>

- il processo sotteso alla formazione del piano, con specifico riferimento al livello di formalizzazione e alle capacità previsionali, alle società di consulenza strategica per il profilo industriale e all'advisor per quello finanziario, all'Independent Business Review e ad ulteriori verifiche da parte di esperti terzi;

---

<sup>336</sup> A tal proposito Ranalli (2011) afferma che le divergenze terminologiche che sussistono tra i tre istituti sono da attribuire alla diversa finalità che il Legislatore ha inteso assegnare alle attestazioni, tenuto conto della peculiarità di applicazione dei tre strumenti.

<sup>337</sup> Trib. Pordenone, 26 novembre 2008.

<sup>338</sup> Pozza (2012).

- la ragionevolezza dei flussi attesi, in base alla coerenza con i risultati storici e con i dati attesi dei comparables, agli studi prospettici di mercato e di settore, alle previsioni degli analisti e ai multipli dei comparables (PFN/Ebitda);
- il rischio di execution del piano, con l'implementazione di analisi di sensitività sotto il profilo sia industriale che finanziario, nonché di stress test.

In ogni caso, indipendentemente dal giudizio dell'esperto in merito alla fattibilità del piano, non è suo compito redigerne uno alternativo a quello proposto dal management societario, né intervenire negoziando modifiche da apportare: in questa sede, la sua funzione è unicamente quella di esprimere un giudizio sulla fattibilità del piano in relazione all'informativa prospettica e all'evoluzione attesa dell'impresa sulla base delle asserzioni fatte nel piano.

Queste due dimensioni appena evidenziate non devono essere considerate indipendenti, ma interrelate tra loro, in quanto non può esservi alcuna ragionevole previsione sulla situazione prospettica dell'impresa in assenza di un'adeguata verifica dei dati aziendali presenti.

Nella sua attività di attestazione, il professionista deve quindi verificare il rispetto di queste due dimensioni, cercando di essere il più trasparente possibile nello svolgimento della propria opera, illustrando gli effetti e i rischi dell'accordo, con particolare attenzione agli atti sottratti alla revocatoria e ai finanziamenti prededucibili, nonché le ipotesi su cui si fonda il piano e tutte le informazioni che possono essere utili sia ai creditori per formarsi un'idea in merito all'accordo, sia al Tribunale per verificare la completezza e la correttezza delle asserzioni contenute nel piano.

Il giudizio dell'attestatore deve inoltre essere coerente con i fatti descritti e adeguatamente motivato, per cui egli deve esprimersi anche in merito alle conseguenze che auspicabilmente possono derivare dai rischi a cui è soggetto il piano.<sup>339</sup>

Il parere del professionista, argomentato nell'attestazione, rappresenta dunque un elemento di credibilità del piano, indipendentemente da quale sia l'esito atteso dello stesso; a tal proposito, Capizzi e Chiesi (2013) affermano che "non è importante l'esito della crisi (ex-post), ma il fatto che la crisi possa essere considerata reversibile tenendo conto delle cause sottostanti e del piano di ristrutturazione adottato. Infatti i creditori devono effettuare un'oculata e attenta analisi delle condizioni patrimoniali e reddituali dell'impresa che abbiano fatto intravedere serie e credibili prospettive di recupero."

### **4.2.3 – La responsabilità penale e civile dell'attestatore**

Con il c.d. Decreto Sviluppo,<sup>340</sup> il Legislatore italiano ha introdotto ex novo il reato di falso in attestazione nell'ambito delle procedure concordate per le crisi d'impresa.

---

<sup>339</sup> Ranalli (2011).

Tale norma punisce il professionista che abbia espresso il falso nelle attestazioni e relazioni, sia fornendo informazioni non aderenti al vero, sia occultando informazioni rilevanti nelle:

1. relazioni o attestazioni della veridicità dei dati e della fattibilità del piano di cui agli artt. 67, comma 3, lettera d), 161, comma 3 e 182-bis, comma 1 L.F.;
2. relazioni o attestazioni che certifichino che la stipula di nuovi finanziamenti prededucibili e il pagamento di crediti anteriori siano funzionali alla migliore soddisfazione dei creditori e alla prosecuzione dell'attività;<sup>341</sup>
3. relazioni o attestazioni che sostengano che la prosecuzione dell'attività d'impresa attraverso il concordato con continuità aziendale è funzionale a un miglior soddisfacimento dei creditori e non pregiudica la partecipazione a contratti pubblici.<sup>342</sup>

Nel caso in cui il professionista non dichiari il vero, l'art. 236-bis L.F. rubricato "Falso in attestazioni e relazioni", sancisce le punizioni per l'attestatore, prevedendo che:

"1. Il professionista che nelle relazioni o attestazioni di cui agli articoli 67, terzo comma, lettera d), 161, terzo comma, 182-bis, 182-quinquies e 186-bis espone informazioni false ovvero omette di riferire informazioni rilevanti, è punito con la reclusione da due a cinque anni e con la multa da 50.000 a 100.000 euro.

2. Se il fatto è commesso al fine di conseguire un ingiusto profitto per sé o per gli altri, la pena è aumentata.

3. Se dal fatto consegue un danno per i creditori la pena è aumentata fino alla metà."

Il reato di cui all'art. 236-bis L.F. si configura quindi secondo due modalità alternative, ossia attraverso l'adozione di una condotta o commissiva, derivante dall'esposizione di informazioni false, oppure omissiva, celando informazioni rilevanti.<sup>343</sup>

La ratio dell'intervento è da ricercare nella necessità individuata dal Legislatore di "saldare i meccanismi di tutela e bilanciare adeguatamente il ruolo centrale riconosciuto al professionista attestatore nell'intero intervento normativo. Peraltro, tale soluzione si impone per evitare asimmetrie irragionevoli, in ottica costituzionale, rispetto alla rilevanza penale della condotta dell'organismo di composizione della crisi da sovraindebitamento del debitore non fallibile che "rende false attestazioni in ordine alla veridicità dei dati contenuti nella proposta o nei documenti ad essa allegati ovvero in ordine alla fattibilità del piano di ristrutturazione dei debiti proposto dal debitore", a norma dell'articolo 19, secondo comma, della legge n. 3 del 2012."<sup>344</sup>

Oltre alla responsabilità penale, l'attestatore è esposto anche alla responsabilità civile nei confronti sia dei creditori, sia del debitore, sia di qualsiasi altro interessato.

---

<sup>340</sup> D.L. 83/2012, convertito in L. 134/2012.

<sup>341</sup> Art. 182-quinquies, L.F.

<sup>342</sup> Art. 186-bis, L.F.

<sup>343</sup> Un'informazione è rilevante quando può compromettere il giudizio finale della relazione o attestazione (Borsari 2013).

<sup>344</sup> Relazione illustrativa del D.L. 83/2012.

Il professionista è infatti responsabile non solo nei confronti dei creditori, consenzienti o dissenzienti in merito all'accordo, in ragione della mancata protezione e garanzia di correttezza che tale figura deve rivestire nello svolgimento della sua attività, ma anche verso i terzi che, a causa della sua attestazione, hanno subito un danno (ad esempio i nuovi creditori); egli dovrà rispondere nei confronti di quest'ultimi a titolo di responsabilità extracontrattuale, pur rimanendo in capo ai terzi l'onere di dimostrare l'illecito compiuto dall'attestatore.

L'attestatore è però responsabile anche nei confronti del debitore che lo ha nominato qualora, nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio della sua attività professionale, non adotti la diligenza<sup>345</sup> richiesta dalla natura dell'incarico, ossia adotti un comportamento negligente o imprudente.

A tal proposito bisogna però specificare che, a fronte di “problemi tecnici di speciale difficoltà”, il prestatore d'opera risponde dei danni solamente in caso di dolo o colpa grave a lui imputabili<sup>346</sup> e qualora il suo errore non sia stato indotto da un comportamento ingannevole da parte del debitore che, in maniera fraudolenta, abbia nascosto delle passività o dichiarato attività inesistenti, producendo false documentazioni.<sup>347</sup>

### 4.3 – Gli advisor

In ogni operazione di ristrutturazione aziendale gli advisor rivestono un ruolo chiave nella soluzione della crisi, intervenendo sin dalle prime fasi per la risoluzione della situazione di difficoltà in cui versa l'impresa.

Sebbene tale figura non sia espressamente prevista né disciplinata dalla legge, potendo quindi un'impresa in crisi, almeno teoricamente, non ricorrere al supporto di alcun consulente esterno, nella prassi egli riveste un ruolo fondamentale nelle procedure di turnaround, valutando la convenienza tra le diverse ipotesi di soluzione della crisi e contribuendo alla redazione del piano industriale e finanziario, nonché dell'Independent Business Review (IBR).<sup>348</sup>

---

<sup>345</sup> Art. 1176, comma 2, c.c.

<sup>346</sup> Art. 2236, c.c.

<sup>347</sup> Monteleone (2013).

<sup>348</sup> Una IBR è un'analisi finanziaria che fornisce una visione obiettiva sulla situazione prospettica della società, costruita sulla base dei dati passati. Questa analisi può non solo riguardare aspetti finanziari, ma essere estesa anche ad altre dimensioni, ad esempio strategiche o fiscali. Per la redazione di tale documento non esistono disposizioni normative da seguire, rendendosi però preferibile che tale attività sia promossa da un soggetto indipendente, così da garantire una diagnosi sulla condizione dell'impresa che sia il più possibile oggettiva; si sottolinea infatti che questa analisi si rende particolarmente importante durante le fasi di negoziazione della struttura finanziaria tra impresa e ceto creditorio, configurandosi per quest'ultimi come un ulteriore elemento di credibilità per la soddisfazione dei propri crediti.

Un advisor è dunque un soggetto che fornisce una consulenza ad alto contenuto specialistico, chiamato ad affrontare problemi molto complessi, il cui compito è, partendo dall'analisi delle cause che hanno scatenato la crisi, quello di elaborare piani e strategie che consentano il ritorno a una situazione di equilibrio.

Per l'adempimento del suo ruolo è quindi necessario che l'advisor svolga un'analisi preventiva dell'azienda, con l'obiettivo di individuare i driver della crisi e le sue soluzioni, l'attività dell'impresa e il contesto/mercato in cui opera, nonché l'elaborazione di un piano di risanamento frutto di una analisi dell'andamento sia storico che previsionale e l'individuazione delle risorse necessarie per la sua implementazione.

È possibile individuare una duplice funzione svolta dagli advisor durante la loro attività: da un lato forniscono un contributo tecnico, gestendo la situazione di emergenza day by day fino all'attuazione del piano di risanamento ed elaborando un piano industriale-finanziario basato sull'analisi dell'impresa e sulle cause scatenanti della crisi, dall'altro offrono un contributo operativo durante la fase di attuazione del piano, coordinando tutti gli attori coinvolti nella procedura (ad esempio la società, i creditori, le istituzioni, ecc) verso l'obiettivo finale della soluzione della crisi d'impresa.

Per quanto riguarda la sua nomina, pare opportuno operare un distinguo in merito all'importanza dell'intervento di ristrutturazione cui deve essere soggetta l'impresa.

Infatti, qualora non sussistano grandi complessità nel turnaround aziendale, l'advisor viene scelto e nominato dagli azionisti di maggioranza, i quali propendono nella scelta verso consulenti che hanno già avuto rapporti con l'impresa, così da garantire una maggior rapidità di intervento, seppur a rischio di ledere gli interessi degli stakeholder nel caso in cui venga privilegiato l'azionista di maggioranza della società; contrariamente, a fronte di operazioni di ristrutturazione complesse, la nomina dell'advisor è frutto di incontri ufficiosi tra l'imprenditore e il ceto bancario, il quale cerca di individuare consulenti indipendenti caratterizzati da comprovate esperienze specifiche nelle ristrutturazioni.<sup>349</sup>

È comunque possibile individuare almeno quattro differenti categorie di advisor in relazione alle competenze in loro possesso, nonché sulla base dell'attività svolta: l'advisor industriale, quello finanziario, quello legale e quello fiscale.

Per quanto riguarda la prima tipologia, il suo principale compito è la redazione di un piano industriale (o business plan), ossia di un documento che illustra, in termini quantitativi e qualitativi, le azioni che si vogliono attuare durante il processo di ristrutturazione, gli obiettivi dell'intervento, le strategie competitive societarie, nonché la stima dei flussi di cassa prospettici derivanti dalla continuazione dell'attività d'impresa.

A tal proposito, egli dovrà prima di tutto partire da un'analisi dell'impresa per meglio comprendere quali siano le sue caratteristiche, quali le cause all'origine della crisi e

---

<sup>349</sup> Capizzi (2014).

quali interventi porre in essere al fine di consentire all'azienda di ritornare a una situazione di equilibrio.

Gli interventi da implementare devono infatti basarsi sulla situazione specifica dell'impresa, rendendosi possibili innumerevoli alternative di azione, come ad esempio ottimizzazioni della struttura, riduzione dei costi attraverso tagli del personale, operazioni di finanza straordinaria o vendita di rami d'azienda preservando il core business aziendale.

Il secondo profilo professionale che può assumere il consulente è quello di advisor finanziario.

L'intervento di questa figura si rende necessario quando i vari business dell'impresa non sono in grado di coprire i fabbisogni generati dalla struttura finanziaria esistente, con la conseguente necessità di un cambio della struttura del capitale.

Nell'implementazione di questa manovra finanziaria non è raro che l'advisor cerchi di stipulare con il ceto creditorio accordi, all'interno dei quali vengono proposte rinegoziazioni<sup>350</sup> dei debiti originari per renderli compatibili con l'effettiva capacità di generazione di cassa dell'impresa, oppure vengono ricercati nuovi finanziamenti necessari per la realizzazione del piano, prevedendo specifiche clausole contrattuali.

Tuttavia, data la difficoltà e gli interessi in gioco nelle procedure di ristrutturazione, il supporto di un consulente che sappia gestire correttamente l'operazione da un punto di vista burocratico e legale può risultare determinante al fine di ridurre i rischi di possibili ripercussioni in caso di insuccesso della procedura.

A questa esigenza viene incontro il legal advisor, il quale non solo ha il compito di predisporre la documentazione necessaria per l'ammissione ai diversi strumenti di risanamento, ma gestisce la procedura sotto un profilo legale, presiedendo al rapporto che intercorre tra l'impresa in crisi, i creditori e gli organi giurisdizionali.

Infine, la quarta categoria di consulente che viene individuata è quella dell'advisor fiscale, il cui compito è quello di supportare gli altri advisor nello sviluppo del piano, con particolare riferimento alla gestione dei debiti tributari.

Infatti, indipendentemente da quale sia lo strumento di risanamento che l'impresa ha deciso di adottare per contrastare la crisi, il piano sotteso alla sua risoluzione non può prescindere dal versamento dei debiti che l'impresa deve all'erario.

Bisogna però precisare che, pur avendo individuato quattro distinte figure di consulenti con diverse professionalità e compiti differenti, un advisor (o società di consulenza) può svolgere più di un ruolo qualora possieda competenze specifiche trasversali.

---

<sup>350</sup> Tali rinegoziazioni possono prevedere anche la riduzione del debito societario tramite lo stralcio, totale o parziale, dei crediti vantati dal ceto creditorio, il riscadenziamento del debito dilazionandolo in più periodi o riducendo il tasso di interesse, la cessione ai creditori dei crediti che la società vanta nei confronti dei terzi, oppure convertendo parte dei crediti vantati dagli istituti di credito in strumenti finanziari ibridi o partecipativi.

## 4.4 – Il temporary manager

Per questa figura manageriale sono state coniate nel tempo differenti definizioni, come ad esempio temporary manager, interim manager, manager in leasing, manager pro tempore, manager a tempo, dirigente in affitto, ecc.

Il temporary manager riveste un ruolo di primaria importanza all'interno del processo di turnaround aziendale, trasmettendo un segnale di credibilità del progetto societario, grazie all'elemento di discontinuità manageriale della sua nomina rispetto al passato.

Questo attore può essere definito come un manager esterno all'impresa, dotato di comprovata esperienza e altamente qualificato, il quale gestisce temporaneamente<sup>351</sup> la società o parte di essa a fronte sia di evoluzioni negative (quali crisi economiche oppure ottimizzazione della struttura) sia positive (quali il lancio di nuovi prodotti o l'ingresso in nuovi mercati) dell'impresa.

Date alcune peculiarità di tale figura che possono essere equiparabili a quelle dei consulenti d'impresa, come ad esempio la professionalità del soggetto e la sua esternalità, si potrebbe quindi erroneamente pensare che, a fronte dell'importante compito svolto dal temporary manager quale promotore di un nuovo indirizzo aziendale, tale figura possa coincidere con quella dell'advisor.

In realtà, il ruolo del temporary manager diverge da quello dell'advisor in quanto la sua funzione non è meramente di fornire all'azienda il proprio parere professionale: egli è investito di poteri gestori ed esecutivi, nonché di deleghe operative per l'amministrazione dell'impresa che non sono attribuite ai consulenti.

Si tratta dunque di una figura che non è né collimante né alternativa a quella dell'advisor, bensì complementare qualora l'impresa sia supportata da un advisor che consigli la strategia imprenditoriale da seguire e da un temporary manager che, in linea con il giudizio espresso dal consulente, la implementi.

La sua attività può essere distinta in tre fasi, caratterizzate da momenti operativi specifici:<sup>352</sup>

1. check-up generale dell'azienda e dei committenti: nell'arco di poche settimane o, al massimo, di pochi mesi, egli deve riuscire a comprendere la sostanza dei problemi dell'azienda e i motivi reali della richiesta di intervento. Deve inoltre verificare che sia possibile un rapporto di effettiva collaborazione, basata su fiducia e serietà reciproche;
2. analisi e diagnosi del problema e predisposizione ed elaborazione del piano di intervento. In questa seconda fase il temporary manager inizia a lavorare all'interno dell'impresa, cercando di comprendere nel dettaglio in quale situazione di crisi versì l'azienda e mettendo a punto rispetto alle caratteristiche dell'impresa un piano d'azione specifico che costituirà la tabella di marcia nella

---

<sup>351</sup> Secondo Capizzi (2014), l'affidamento temporaneo dell'azienda a questo manager dura tendenzialmente da 3 a 36 mesi.

<sup>352</sup> AGCI (2006).

fase di implementazione. Deve quindi valutare l'esistenza delle premesse organizzative, gestionali e finanziarie per l'intervento;

3. gestione operativa dell'azienda per il raggiungimento, nel tempo stabilito, degli obiettivi fissati dal piano suddetto; si verifica quindi l'inserimento operativo in azienda del temporary manager a seguito della formalizzazione dell'esperto come manager temporaneo o come consigliere amministrativo dell'azienda o come coaching, affiancando il management. Quest'ultima fase è quella più distintiva dell'operato del temporary manager in quanto, mentre le prime due fasi possono essere svolte anche da un advisor in ragione del fatto che sono assimilabili ad un intervento di consulenza, in questa terza fase avviene la vera e propria gestione dell'impresa da parte del temporary manager.

Nello specifico delle crisi d'impresa, l'intervento del temporary manager può risultare particolarmente necessario quando le cause all'origine del declino dell'impresa sono imputabili al management, risultando quindi quest'ultimi delegittimati nei confronti non solo dei soci, ma anche del ceto creditorio.

Inoltre, la sostituzione o l'affiancamento del management attraverso la nomina di un temporary manager consente all'impresa di rendersi maggiormente credibile in merito alla presa di coscienza della situazione di crisi aziendale e alla necessità di un intervento tempestivo di ristrutturazione.

Durante lo svolgimento della sua attività, il temporary manager deve, con l'obiettivo della salvaguardia della continuità aziendale e del ritorno a un equilibrio economico-finanziario, coordinarsi non solo con i membri del management aziendale, ma anche con l'intero network di specialisti, al fine di gestire e risolvere la situazione di crisi, ponendo in essere interventi mirati al conseguimento dell'obiettivo.

Non bisogna inoltre trascurare il ruolo negoziatorio che riveste questa figura nei confronti sia dei soci dell'impresa, sia del ceto creditorio: egli gestisce infatti il rapporto dialettico con queste due categorie di stakeholder al fine della ripatrimonializzazione dell'azienda. Per questo non è raro che, al termine del suo compito, venga chiesto al temporary manager di svolgere un ruolo di garanzia nei confronti del ceto bancario, assumendo un ruolo manageriale con delega all'attuazione del piano di risanamento dell'impresa, a cui può essere affiancato un Chief Restructuring Officer (CRO), caratterizzato da maggiore indipendenza e terzietà.<sup>353</sup>

## 4.5 – Il Loan Agent

Nelle operazioni di ristrutturazione, il loan agent è una figura interna o terza rispetto a una delle banche creditrici, il cui intervento si sostanzia nella fase successiva alla firma dell'accordo tra i creditori e il debitore. Egli svolge il ruolo di intermediario tra le parti

---

<sup>353</sup> Capizzi (2014).

coinvolte, monitora l'andamento del piano e verifica il rispetto degli obblighi contrattuali.

Tale attore viene infatti nominato dal ceto creditorio, con particolare riferimento a quello bancario, in quanto le sue attività sono volte a garantire l'interesse dei creditori.

L'attività di questo agente prende quindi avvio successivamente alla stipula di un contratto tra i creditori e il debitore, all'interno del quale svolge il primario compito di verificare le condizioni di efficacia dei contratti.

Così, una volta iniziata la fase di attuazione del piano, l'attività di questo attore si sostanzia nel monitoraggio dello svolgimento del piano, nella verifica degli adempimenti e nella creazione di report periodici sull'andamento aziendale.

In definitiva, il loan agent è una figura indipendente che opera come interlocutore tra il ceto bancario e il debitore, garantendo una semplificazione e rapidità del processo, nonché una gestione più efficiente delle situazioni critiche o straordinarie.

Dall'attività di questo agente traggono dunque vantaggio sia le banche, in quanto beneficiano di una maggiore affidabilità e tempestività delle verifiche sul cliente e vedono garantita una parità di trattamento rispetto a tutte le banche coinvolte, sia la società, in quanto riceve un'assistenza costante per un utilizzo ottimale delle linee di credito concesse e un controllo sul rispetto delle condizioni contrattuali stipulate nell'accordo.

## **4.6 – Il Chief Restructuring Officer**

In seguito alla recente crisi, si è osservata sempre più chiaramente, nell'ambito dei processi di turnaround, l'esigenza di affiancare una figura altamente professionalizzata al management già esistente della società, al fine di supportarlo nelle decisioni e nella gestione dell'impresa.

Questa figura è il Chief Restructuring Officer (CRO), ossia un manager caratterizzato da elevate competenze nelle ristrutturazioni aziendali che, oltre a coordinare le parti coinvolte nel processo di risanamento, detiene la responsabilità dell'implementazione del piano.

Anche il CRO, come il Loan Agent, fornisce un ulteriore elemento di credibilità del piano nei confronti dei terzi ma, diversamente da quest'ultimo, detiene poteri esecutivi in qualità di membro del cda aziendale, non configurandosi quindi come un mero consulente d'impresa.

Data l'importanza e la specificità dell'attività svolta, il CRO può dunque essere affiancato da un team di professionisti composto in modo tale che vengano garantite competenze di elevato standing non solo sotto il profilo legale per la gestione della

procedura, ma anche amministrativo per l'elaborazione del piano industriale e finanziario per la cura degli aspetti finanziari quali ad esempio crediti e debiti.

Alcune delle attività da lui svolte si possono ricondurre alla creazione di business plan, alla negoziazione e ristrutturazione del debito con i creditori, all'individuazione di fonti esterne di capitale o alla gestione della procedura di risanamento, motivo per cui il ruolo di questa figura può spesso essere rivestito dal temporary manager, il quale permane all'interno dell'impresa per supportarla durante l'intero processo.

In definitiva, il CRO è un professionista altamente qualificato che supporta una società in crisi e i suoi creditori nel corso di un processo di ristrutturazione sia operativa che finanziaria; egli entra quindi in azienda, diventando un membro del cda aziendale, assumendosi la responsabilità del turnaround, pur potendo avvantaggiarsi del supporto di un team di esperti da lui costituito.

## 4.7 – Gli organi giudiziari

Come evidenziato nei capitoli 2 e 3, in tema di soluzioni alla crisi d'impresa, sia per la continuità aziendale sia per la sua liquidazione, gli organi giudiziari rivestono un ruolo centrale in alcune procedure.

Considerando infatti gli strumenti per la continuità dell'attività d'impresa, si era già evidenziato nella valutazione comparativa delle soluzioni giudiziali, di cui al paragrafo 2.4 del capitolo 2, come “ciascuna procedura ha un diverso rapporto con il Tribunale”, classificando il piano di risanamento ex art. 67 L.F. come un istituto stragiudiziale, l'accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F. come una forma ibrida, prevedendo un parziale intervento del tribunale, e il concordato preventivo ex artt. 160-186 L.F. come una procedura giudiziale. Quest'ultimo è quello che, tra i tre strumenti, prevede una maggiore presenza delle autorità giudiziarie, consentendo di riconoscere al proprio interno la figura del Tribunale, del Giudice delegato, del Commissario giudiziale e del Comitato dei creditori.

È però all'interno delle procedure finalizzate alla liquidazione d'impresa che si osserva un maggiore coinvolgimento delle autorità giudiziarie, arrivando a classificare quattro organi:<sup>354</sup>

- il Tribunale fallimentare: è un organo collegiale che ha la competenza esclusiva per la dichiarazione di fallimento delle società, la cui area d'intervento è circoscritta al luogo dove l'impresa ha la sede principale<sup>355</sup> (oppure altra sede, quando il trasferimento sia intervenuto nell'anno precedente la richiesta di fallimento<sup>356</sup>). Esso è investito dell'intera procedura fallimentare e provvede alla

---

<sup>354</sup> Capizzi, Chiesi (2013).

<sup>355</sup> Art. 9, comma 1, L.F.

<sup>356</sup> Art. 9, comma 2, L.F.

nomina, revoca e sostituzione, in presenza di giustificati motivi, degli organi della procedura quando tali interventi non sono di competenza del Giudice delegato, nonché alle eventuali controversie e reclami contro i provvedimenti sorti durante la procedura;<sup>357</sup>

- il Giudice delegato: è la figura che esercita funzioni di vigilanza e di controllo sulla regolarità della procedura,<sup>358</sup> avendo perso, in seguito alla riforma avvenuta con il D.Lgs 5/2006, il ruolo di direzione delle operazioni del fallimento. Oltre a tali attività, il Giudice delegato deve riferire al Tribunale ogni affare per il quale sia richiesto un provvedimento del collegio, emette o provoca i provvedimenti urgenti per la conservazione del patrimonio, convoca il curatore e il comitato dei creditori, liquida i compensi su proposta del Curatore, provvede (entro 15 giorni) ai reclami proposti contro gli atti del Curatore e del Comitato dei creditori, autorizza il Curatore a stare in giudizio come attore o come convenuto, nomina gli arbitri su proposta del Curatore e provvede all'accertamento dei crediti e dei diritti reali e personali vantati dai terzi.<sup>359</sup> Il Giudice delegato può altresì intervenire modificando la composizione del Comitato dei creditori in presenza di un giustificato motivo<sup>360</sup> e compiere atti di competenza di quest'ultimo qualora questo si trovi in stato "di inerzia, di impossibilità di costituzione per insufficienza di numero o indisponibilità dei creditori, o di funzionamento del comitato o di urgenza".<sup>361</sup> Infine, il Giudice delegato ha il potere di decidere riguardo ciascuna domanda di ammissione al passivo e può procedere ad atti di istruzione su richiesta delle parti, compatibilmente con le esigenze di speditezza del procedimento;<sup>362</sup>
- il Curatore fallimentare: è un pubblico ufficiale,<sup>363</sup> nominato dal Tribunale, che detiene l'amministrazione del patrimonio fallimentare e che compie tutte le operazioni della procedura che è incaricato a svolgere sotto la vigilanza del Giudice delegato e del Comitato dei creditori.<sup>364</sup> Tale figura viene descritta dettagliatamente dal Legislatore italiano all'interno della L.F., prevedendone non solo le specifiche funzioni, ma anche i requisiti per la nomina. Infatti, come anticipato, il Curatore è nominato con decreto del Tribunale con la sentenza dichiarativa di fallimento o in caso di sostituzione o di revoca,<sup>365</sup> ma deve possedere determinati requisiti di professionalità, come ad esempio essere un avvocato, un dottore commercialista, un ragioniere, uno studio professionale associato o una società tra professionisti.<sup>366</sup> Al fine di garantire la terzietà e

---

<sup>357</sup> Art. 23, comma 1, L.F.

<sup>358</sup> Art. 25, comma 1, L.F.

<sup>359</sup> Art. 25, comma 1, L.F.

<sup>360</sup> Art. 40, comma 1, L.F.

<sup>361</sup> Art. 41, comma 4, L.F.

<sup>362</sup> Art. 95, comma 3, L.F.

<sup>363</sup> Art. 30, L.F.

<sup>364</sup> Art. 31, comma 1, L.F.

<sup>365</sup> Art. 27, L.F.

<sup>366</sup> Art. 28, comma 1, L.F.

l'imparzialità di questa figura, il Legislatore ha sancito che non possono essere nominati Curatore il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado del fallito, i creditori di questo e chi ha concorso al dissesto dell'impresa durante i due anni anteriori alla dichiarazione di fallimento o chiunque si trovi in conflitto di interessi con il fallimento.<sup>367</sup> Avvisato della nomina, il Curatore deve, entro 2 giorni, far pervenire al Giudice delegato la propria accettazione, pena la sua sostituzione con un altro da parte del Tribunale in camera di consiglio.<sup>368</sup> Per quanto concerne l'attività svolta, egli ha l'obbligo di presentare al Giudice delegato, entro 60 giorni dalla dichiarazione di fallimento, una relazione dettagliata "sulle cause e circostanze del fallimento, sulla diligenza spiegata dal fallito nell'esercizio dell'impresa, sulla responsabilità del fallito o di altri e su quanto può interessare anche ai fini delle indagini preliminari in sede penale."<sup>369</sup> Non solo, egli deve inoltre indicare gli atti del fallito già impugnati dai creditori o che intende impugnare,<sup>370</sup> precisare tutte le informazioni raccolte sulle responsabilità degli amministratori, degli organi di controllo, dei soci e dei terzi,<sup>371</sup> redigere ogni 6 mesi successivi alla presentazione della relazione un rapporto che riassume tutte le attività svolte,<sup>372</sup> depositare entro 10 giorni le somme riscosse a qualunque titolo,<sup>373</sup> formare lo stato passivo e darne comunicazione ai creditori e agli interessati<sup>374</sup> e predisporre un programma di liquidazione da sottoporre all'approvazione del Comitato dei creditori entro 60 giorni dalla redazione dell'inventario.<sup>375</sup>

- il Comitato dei creditori: viene nominato dal Giudice delegato entro 30 giorni dalla sentenza di fallimento ed è composto da 3 o 5 membri scelti tra i creditori, in modo da rappresentare in misura equilibrata quantità e qualità dei crediti.<sup>376</sup> Le deliberazioni di tale organo vengono prese a maggioranza dei votanti, nel termine massimo di 15 giorni, potendo ogni componente esprimere il proprio voto non solo durante le riunioni collegiali, ma anche per via telefax o con qualsiasi altro mezzo elettronico o telematico.<sup>377</sup> La funzione del Comitato è quella di vigilare sull'operato del Curatore, autorizzare gli atti ed esprimere pareri motivati nei casi previsti dal Legislatore o su richiesta del Tribunale o del Giudice delegato.<sup>378</sup> A tal proposito, il Comitato ed ogni componente ha la facoltà di ispezionare in qualsiasi momento le scritture contabili e i documenti

---

<sup>367</sup> Art. 28, comma 2, L.F.

<sup>368</sup> Art. 29, L.F.

<sup>369</sup> Art. 33, comma 1, L.F.

<sup>370</sup> Art. 33, comma 2, L.F.

<sup>371</sup> Art. 33, comma 3, L.F.

<sup>372</sup> Art. 33, comma 5, L.F.

<sup>373</sup> Art. 34, comma 1, L.F.

<sup>374</sup> Artt. 92, 95 e 97, L.F.

<sup>375</sup> Art. 104-ter, comma 1, L.F.

<sup>376</sup> Art. 40, commi 1 e 2, L.F.

<sup>377</sup> Art. 41, comma 3, L.F.

<sup>378</sup> Art. 41, comma 1, L.F.

della procedura, nonché di richiedere notizie e chiarimenti al Curatore e al fallito.<sup>379</sup> In questa attività di vigilanza svolta dal Comitato, il Curatore deve supportare tale attività, informando l'organo in esame in merito all'esito della vendita dei beni fallimentari.<sup>380</sup> Vigilare, dare autorizzazioni ed esprimere pareri sono sostanzialmente le tre funzioni del Comitato dei creditori; tuttavia, per quanto riguarda la terza funzione, l'espressione del suo parere è considerata vincolante solamente in alcuni casi, ossia a fronte di restituzioni di beni mobili sui quali i terzi vantano diritti reali o personali,<sup>381</sup> di continuazione dell'attività d'impresa o di specifici rami,<sup>382</sup> di affitto d'azienda o di un suo ramo,<sup>383</sup> di concessione del diritto di prelazione a favore dell'affittuario<sup>384</sup> e di proposta di concordato fallimentare.<sup>385</sup>

## 4.8 – Il commissario giudiziale

Come precedentemente accennato, ciascuno strumento di soluzione alla crisi d'impresa si caratterizza per un rapporto più o meno serrato con le autorità giudiziarie; il concordato preventivo si configura quindi come la procedura con il maggior coinvolgimento di tali figure.

In particolare, in questo paragrafo si fa preciso riferimento al Commissario giudiziale a fronte del suo importante ruolo di coordinamento, vigilanza e controllo sull'attività svolta dal debitore con l'obiettivo di tutela degli interessi dei creditori.

Sulla base di quanto sancito all'art. 163 L.F. (comma 2, numero 3), la nomina di questa figura avviene per mezzo dello stesso provvedimento con cui il Tribunale dichiara aperta la procedura concordataria, facendo un esplicito rimando al rispetto dei presupposti di cui agli artt. 28 e 29 L.F. in tema di requisiti del Curatore.

Tale rimando consente quindi di affermare che può essere nominato Commissario giudiziale solamente chi possiede i requisiti previsti per essere Curatore fallimentare, con l'obbligo di seguire il medesimo iter di accettazione previsto per quest'ultimo.

Infatti, sulla base dei requisiti imposti dalla legge per la nomina del Curatore, possono essere nominati a ricoprire tale funzione, e quindi quella di Commissario, gli avvocati, i dottori commercialisti, i ragionieri e i ragionieri commercialisti, nonché gli studi professionali associati o le società tra professionisti o coloro che abbiano svolto

---

<sup>379</sup> Art. 41, comma 5, L.F.

<sup>380</sup> Art. 107, comma 5, L.F.

<sup>381</sup> Art. 87-bis, comma 1, L.F.

<sup>382</sup> Art. 104, comma 2, L.F.

<sup>383</sup> Art. 104-bis, comma 1, L.F.

<sup>384</sup> Art. 104-bis, comma 5, L.F.

<sup>385</sup> Art. 125, comma 2, L.F.

funzioni di amministrazione, direzione e controllo in società per azioni, a meno che non vi siano un legame di parentela, affinità o conflitto di interessi.<sup>386</sup>

In ogni caso, entro i due giorni successivi alla nomina, il Commissario deve comunicare al Giudice delegato in merito all'accettazione della carica, pena sostituzione ad opera del Tribunale.

Una volta nominato, il Commissario inizia a svolgere i compiti attribuitigli dalla legge, quali la notifica del possesso da parte del debitore di beni immobili o mobili registrati,<sup>387</sup> verifica l'elenco dei creditori apportando le necessarie rettifiche,<sup>388</sup> convoca i creditori,<sup>389</sup> redige l'inventario del patrimonio del debitore e una relazione dettagliata sulla proposta di concordato,<sup>390</sup> si costituisce in giudizio e deposita il proprio parere motivato in merito all'omologazione del concordato,<sup>391</sup> sorveglia l'adempimento del concordato e riferisce al giudice ogni fatto dal quale possa derivare pregiudizio ai creditori<sup>392</sup> e, in caso di occultamenti, denuncia attività fraudolente o esposizione di passività insussistenti da parte del debitore, ne dà notizia al Tribunale, il quale apre d'ufficio il procedimento per la revoca dell'ammissione al concordato.<sup>393</sup>

La legge consente tuttavia al fallito e ad ogni altro interessato, entro 8 giorni dalla conoscenza dell'atto o in caso di omissione dalla scadenza del termine indicato nella diffida a provvedere, di proporre reclamo al Giudice delegato contro gli atti posti in essere dal Commissario per violazione della legge; la decisione del Giudice viene presa con decreto motivato, permanendo comunque la possibilità di proporre su questa, entro 8 giorni dalla data di comunicazione del decreto, ricorso al Tribunale, il quale decide nel merito entro 30 giorni.<sup>394</sup>

Il Commissario è infatti tenuto, sulla base del richiamo dell'art. 165 comma 2 L.F. all'art. 38 L.F., ad adempiere ai doveri del proprio ufficio "con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico"; qualora egli non rispettasse tale obbligo, è facoltà dei creditori, del debitore o del Curatore fallimentare di agire nei suoi confronti con azioni di responsabilità civile.

Si osserva però che, oltre alla responsabilità civile, il Commissario è esposto anche a responsabilità di tipo penale, individuabile quando costui detiene un interesse privato negli atti del fallimento o accetta una retribuzione non dovuta (nel primo caso è punito con la reclusione da 2 a 6 anni e con una multa non inferiore a 206 euro, mentre nel secondo con una reclusione da 3 mesi a 2 anni e una multa da 103 e 516 euro).<sup>395</sup>

---

<sup>386</sup> Art. 28, commi 1 e 2, L.F.

<sup>387</sup> Art. 166, comma 2, L.F. che richiama l'art. 88, comma 2, L.F.

<sup>388</sup> Art. 171, comma 1, L.F.

<sup>389</sup> Art. 171, comma 2, L.F.

<sup>390</sup> Art. 172, comma 1, L.F.

<sup>391</sup> Art. 180, comma 2, L.F.

<sup>392</sup> Art. 185, comma 1, L.F.

<sup>393</sup> Art. 173, comma 1, L.F.

<sup>394</sup> Art. 165, comma 2, L.F. che richiama l'art. 36 L.F.

<sup>395</sup> Art. 236, comma 2, numero 3, L.F. che richiama gli artt. 228 e 229 L.F.

In ogni caso, a fronte dell'attività svolta, il Tribunale liquida con decreto, su relazione del Giudice delegato, il compenso e le spese dovute al Commissario giudiziale dopo l'approvazione del rendiconto e, se del caso, dopo l'esecuzione del concordato; nessuna altra forma di compenso o rimborso al di fuori di quelle stabilite dal Tribunale deve essere erogata al Commissario, considerandosi nulle anche le promesse e i pagamenti effettuati contrari a questo divieto.<sup>396</sup>

## 4.9 – Conclusioni

Nelle procedure di ristrutturazione è dunque possibile individuare tre protagonisti: il debitore, il ceto creditorio e le autorità giudiziarie.

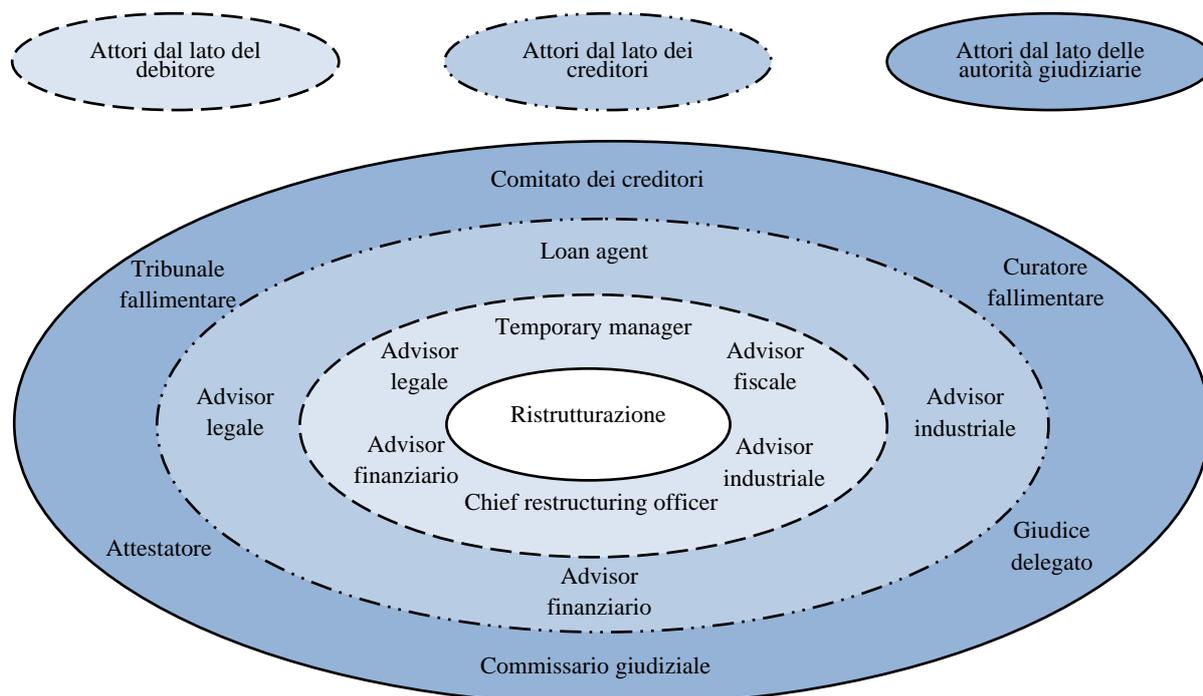
Essi promuovono la procedura mediante la nomina di soggetti esperti, ciascuno dei quali dotato di elevate competenze per lo svolgimento del suo ruolo. Ad esempio, il debitore nomina il temporary manager per la gestione temporanea dell'impresa nella situazione di crisi; le banche nominano il Loan agent per monitorare l'andamento del piano e facilitare il dialogo banca/impresa, mentre il Comitato dei creditori, nominato dal Giudice delegato, vigila sull'operato del Curatore ed esprime il proprio parere in merito a determinati atti nei casi previsti dalla legge.

La figura 4.2 mostra l'insieme degli attori coinvolti nelle procedure di ristrutturazione, raggruppati in base al soggetto nominante.

---

<sup>396</sup> Art. 165, comma 2, L.F. che richiama l'art. 39 L.F.

Figura 4.2 – Attori coinvolti e soggetti nominanti



Fonte: elaborazione dell'Autore da Capizzi (2014)

Da tale rappresentazione appare immediato che esistono differenti figure, ciascuna diversa dalle altre e con specifici compiti, come illustrato nei paragrafi precedenti.

Ogni protagonista coinvolge dunque nella procedura un soggetto diverso da tutti gli altri, ad eccezione degli advisor: essi vengono nominati sia dal debitore per ricevere un supporto nella predisposizione del piano, nell'elaborazione di una manovra finanziaria per la ristrutturazione dei debiti e nella gestione della procedura sotto il profilo legale e fiscale, sia dal ceto creditorio, con particolare riferimento a quello bancario.

Per quanto riguarda la nomina degli advisor da parte di quest'ultimi, è opportuno però sottolineare che, a fianco della tradizionale nomina di un advisor legale, recentemente si è assistito a una propensione da parte delle banche a nominare anche advisor industriali e finanziari, soprattutto per le esposizioni più complesse.<sup>397</sup>

Discorso diverso deve invece essere fatto per tutti gli altri attori coinvolti nella gestione della crisi aziendale, i quali si distinguono tra loro per il fatto che ricoprono ruoli differenti e possiedono diversi requisiti e professionalità.

A tal proposito, nella tabella 4.1 vengono rappresentate tutte le figure analizzate nei precedenti paragrafi, mostrando per ciascuna le principali funzioni che esse svolgono all'interno delle procedure di soluzione alla crisi d'impresa.

<sup>397</sup> Bonanni (2011).

Tabella 4.1 – Attori coinvolti e loro funzioni

Attori coinvolti		Funzioni
Attestatore		- attesta la veridicità dei dati aziendali; - attesta la fattibilità del piano.
Temporary manager		- prende parte all'elaborazione del piano industriale; - gestisce temporaneamente la società o una sua parte.
Advisor	Advisor industriale	- prende parte all'elaborazione del piano industriale.
	Advisor finanziario	- elabora una manovra finanziaria per un cambio della struttura del capitale.
	Advisor legale	- predispone la documentazione necessaria per l'ammissione alla procedura; - gestisce la procedura sotto il profilo legale, presiedendo al rapporto tra i vari attori.
	Advisor fiscale	- supporta gli altri advisor nello sviluppo del piano sotto il profilo fiscale, con particolare riferimento alla gestione dei debiti tributari.
Loan agent		- verifica le condizioni di efficacia dei contratti; - monitora l'andamento del piano e il rispetto degli obblighi contrattuali; - svolge il ruolo di interlocutore tra il ceto bancario e il debitore, garantendo una semplificazione e rapidità del processo.
Chief restructuring officer		- prende parte all'elaborazione del piano industriale; - prende parte alla negoziazione/ristrutturazione del debito; - gestisce la procedura di turnaround; - implementa il piano.
Organi giudiziari	Tribunale fallimentare	- è investito dell'intera procedura fallimentare; - si occupa di nomina, revoca, sostituzione (per giustificati motivi) del giudice delegato e del curatore; - può in qualsiasi momento chiedere informazioni al curatore, al fallito e al comitato dei creditori; - decide in merito alle controversie sorte dalla procedura che esulano dalle competenze del Giudice delegato o in merito ai reclami su provvedimenti del Giudice delegato.
	Giudice delegato	- esercita funzioni di vigilanza e controllo sulla regolarità della procedura; - riferisce al Tribunale su ogni affare per il quale è richiesto un provvedimento del collegio; - emette o provoca dalle competenti autorità i provvedimenti urgenti per la conservazione del patrimonio, ad esclusione di quelli che incidono su diritti di terzi che rivendichino un proprio diritto incompatibile con l'acquisizione; - convoca il curatore e il comitato dei creditori nei casi prescritti dalla legge e ogni qualvolta lo ravvisi opportuno per il corretto e sollecito svolgimento della procedura; - su proposta del curatore, liquida i compensi e dispone l'eventuale revoca dell'incarico conferito alle persone la cui opera è stata richiesta dal medesimo curatore nell'interesse del fallimento; - provvede, nel termine di 15 giorni, ai reclami proposti contro gli atti del curatore e del comitato dei creditori; - autorizza per iscritto il curatore a stare in giudizio come attore o come convenuto. L'autorizzazione deve essere sempre data per atti determinati e deve essere rilasciata per i giudizi di qualunque grado. Su proposta del Curatore, liquida i compensi e dispone l'eventuale revoca dell'incarico conferito ai difensori nominati dal medesimo curatore;

	<ul style="list-style-type: none"> <li>- su proposta del Curatore, nomina gli arbitri, verificata la sussistenza dei requisiti previsti dalla legge;</li> <li>- procede all'accertamento dei crediti e dei diritti reali e personali vantati dai terzi;</li> <li>- può modificare la composizione del Comitato dei creditori in relazione alle variazioni dello stato passivo o per altro giustificato motivo;</li> <li>- compie atti di competenza del Comitato dei creditori quando quest'ultimo si trovi in stato di inerzia, di impossibilità di costituzione per insufficienza di numero o indisponibilità dei creditori, o di funzionamento del comitato o di urgenza;</li> <li>- decide su ciascuna domanda di ammissione al passivo e procede ad atti di istruzione su richiesta delle parti.</li> </ul>
<b>Curatore fallimentare</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- detiene l'amministrazione del patrimonio fallimentare;</li> <li>- può stare in giudizio se possiede l'autorizzazione del Giudice delegato;</li> <li>- presenta al Giudice delegato, entro 60 giorni dalla dichiarazione di fallimento, una dichiarazione dettagliata sulle cause e circostanze del fallimento, nonché sulla diligenza del fallito e sulla responsabilità di ogni altro soggetto;</li> <li>- indica gli atti del fallito già impugnati dai creditori e quelli che intende impugnare;</li> <li>- redige, ogni 6 mesi successivi alla presentazione della relazione, un rapporto che riassume tutte le attività svolte;</li> <li>- deposita, entro 10 giorni dalla corresponsione sul conto corrente intestato alla procedura fallimentare, le somme riscosse a qualunque titolo;</li> <li>- forma lo stato lo stato passivo e ne dà comunicazione ai creditori e a tutti gli interessati;</li> <li>- predispone un programma di liquidazione entro 60 giorni dalla redazione dell'inventario.</li> </ul>
<b>Comitato dei creditori</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- vigila sull'operato del curatore, ne autorizza gli atti ed esprime pareri nei casi previsti dalla legge, ovvero su richiesta del Curatore o del Giudice delegato.</li> </ul>
<b>Commissario giudiziale</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- vigila o coordina l'attività svolta dal debitore nell'interesse dei creditori;</li> <li>- notifica il possesso da parte del debitore di beni immobili o mobili registrati;</li> <li>- verifica l'elenco dei creditori apportando le necessarie rettifiche;</li> <li>- convoca i creditori;</li> <li>- redige l'inventario del patrimonio del debitore;</li> <li>- redige una relazione dettagliata sulla proposta di concordato;</li> <li>- costituisce in giudizio e deposita il proprio parere motivato in merito all'omologazione del concordato;</li> <li>- sorveglia l'adempimento del concordato e riferisce al giudice ogni fatto dal quale possa derivare pregiudizio ai creditori;</li> <li>- informa il Tribunale nel caso di occultamenti, attività fraudolente o esposizione di passività insussistenti da parte del debitore.</li> </ul>

Fonte: elaborazione dell'Autore

## Capitolo V

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

### Sommario

<b>CASE STUDY: UN PIANO DI RISANAMENTO EX ART. 67 L.F. ....</b>	<b>141</b>
5.1 – INTRODUZIONE .....	142
5.2 – ZAFFIRO S.P.A.: UN PIANO DI RISANAMENTO ATTESTATO EX ART. 67 L.F.....	142
5.3 – IL SETTORE LAPIDEO .....	143
5.3.1 – <i>Analisi della domanda e dell’offerta</i> .....	145
5.3.2 – <i>Swot analysis</i> .....	150
5.4 – LE CAUSE DELLA CRISI.....	152
5.5 – L’ANDAMENTO STORICO DELL’IMPRESA .....	153
5.5.1 – <i>Situazione patrimoniale per gli esercizi 2008-2011</i> .....	153
5.5.2 – <i>Situazione economica per gli esercizi 2008-2011</i> .....	157
5.6 – LA STRATEGIA DI RILANCIO .....	161
5.6.1 – <i>I primi interventi</i> .....	162
5.6.2 – <i>Gli interventi da implementare</i> .....	162
5.6.3 – <i>Il piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F.</i> .....	163
5.6.3.1 – <i>Il piano industriale</i> .....	165
5.6.3.2 – <i>La manovra finanziaria</i> .....	169
5.6.3.3 – <i>Analisi di sensitività</i> .....	170
5.7 – SINTESI DEI RISULTATI.....	172

## 5.1 – Introduzione

Dopo aver analizzato nei capitoli precedenti gli strumenti a disposizione delle imprese in crisi per la salvaguardia della continuità aziendale, gli attori coinvolti nei processi e il contesto in cui si trovano ad operare, il presente capitolo è dedicato allo studio di una procedura di risanamento ex art. 67 L.F. adottando la metodologia del case study.

Obiettivo dell'analisi non è meramente quello di presentare un caso reale di un'impresa in crisi che ha fatto ricorso allo strumento in esame ma, attraverso lo studio della storia e delle principali vicissitudini aziendali, arrivare a dare risposta alle tre research question, ovvero:

1. qual è l'importanza di intervenire tempestivamente con procedure di ristrutturazione in una condizione di crisi aziendale?
2. quali sono le condizioni di applicabilità del piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.?
3. le imprese oggetto di analisi empirica rispettano le soglie indicate dal Cresv?

L'analisi proposta nel prosieguo della trattazione verterà quindi intorno alla società Zaffiro S.p.A., azienda operante nel settore lapideo che, in seguito alla crisi economica scoppiata nel 2008, ha registrato una forte contrazione dei ricavi e crescenti difficoltà finanziarie, tali da portarla a chiedere, nel 2011, l'accesso alla procedura di attestazione ex art. 67 L.F..

## 5.2 – Zaffiro S.p.A.: un piano di risanamento attestato ex art. 67 L.F.

Zaffiro S.p.A. (di seguito la "Società") attiva da oltre 50 anni nel settore dei manufatti lapidei per opera dei fratelli Leali, esercita la propria attività all'interno di due mercati di sbocco: l'arredamento per l'immobiliare residenziale (piani di cucina e bagni) e le grandi opere infrastrutturali (aeroporti, metropolitane) e edifici commerciali (centri direzionali e alberghieri).

Zaffiro è a capo di un gruppo di società che svolgono attività ad essa complementari o funzionali.

Nel 2010 Zaffiro ha inglobato l'azienda controllata Blackstone S.p.A., che ha messo in liquidazione la controllata Socotra Surfaces con sede negli Emirati.

Le aziende che fanno parte del Gruppo sono:

- Arrecife Surfaces S.A.: azienda spagnola, si occupa della produzione di agglomerati di quarzo e granito, venduti sia in Spagna direttamente, sia in paesi esteri tramite altre aziende del Gruppo. Dal 2012 ha avviato procedure di liquidazione;

- Los Roques S.L.: azienda spagnola per l'estrazione e granulazione del quarzo. Ad oggi non risulta operativa ma è in pianificazione la sua rimessa in bonis;
- Oregon Sunstone Inc.: azienda statunitense per la vendita degli agglomerati prodotti da Zaffiro S.p.A. e da Arrecife Surfaces S.A. nel Nord America. Nel 2011 è stata deliberata la messa in liquidazione.

Il perdurare della crisi tra il 2008 e il 2011 e l'insufficienza degli interventi attuati dal management nel 2010 hanno condotto la Società nel 2011 a fare richiesta di adozione di un piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F., approvato nel 2012.

### 5.3 – Il settore lapideo

Le analisi che seguono, incentrate sul settore lapideo e sulla dinamica competitiva in cui opera la società Zaffiro, necessarie per comprendere l'ambiente in cui si trova a svolgere la propria attività, si basano su dati e statistiche che si riferiscono ad esercizi precedenti al 2011.

Si tratta di un settore che, seppur con differenze tra i singoli Paesi, ha storicamente mostrato un andamento fortemente legato a quello del comparto delle costruzioni; esso può essere suddiviso in due segmenti: quello del "grezzo" e quello dei "lavorati".

La tabella 5.1 illustra l'andamento import-export dei principali Paesi mondiali, distinguendo tra materiali grezzi e lavorati: nel 2010 si registra una variazione positiva rispetto al biennio 2008-2009 (+4% in media rispetto al 2008 e +14% rispetto al 2009).

*Tabella 5.1 – Import- export internazionale di materiali lapidei*

migliaia di ton.	2008	2009	2010	Var. % 08-09	Var. % 09-10	CAGR 08-10
Totale grezzi	15.323	13.744	18.242	-10,30%	32,73%	9,1%
Totale lavorati	24.379	22.464	23.490	-7,86%	4,57%	-1,8%
<b>Totale import</b>	<b>39.702</b>	<b>36.208</b>	<b>41.732</b>	<b>-8,80%</b>	<b>15,26%</b>	<b>2,5%</b>
Totale grezzi	14.693	12.813	15.885	-12,80%	23,98%	4,0%
Totale lavorati	33.787	31.705	34.254	-6,16%	8,04%	0,7%
<b>Totale export</b>	<b>48.480</b>	<b>44.518</b>	<b>50.139</b>	<b>-8,17%</b>	<b>12,63%</b>	<b>1,7%</b>

Fonte: elaborazione dati "Stone Sector 2010"

Con riferimento al comparto lavorati, l'import/export globale nel 2010 registra un incremento medio del 6,3% rispetto all'anno precedente, indicando quindi la tendenza del mercato di importare più materiali grezzi che lavorati.

Per quanto riguarda invece il comparto grezzi, l'import/export nel 2010 mostra un incremento medio del 28,4% rispetto all'anno precedente e del 13,6% rispetto al 2008.

In questo contesto, l'Italia rappresenta uno dei Paesi leader nella produzione e commercializzazione dei materiali, dopo la Cina, l'India e la Turchia.

A livello nazionale, l'attività di lavorazione di questi materiali è concentrata nel distretto Apuo-Versiliese (c. €1,6 mld e c. 1000 imprese) e nel comprensorio di Verona (c. €1,3 mld e c. 500 imprese), caratterizzandosi per essere un settore estremamente frammentato, dove sono presenti numerose imprese di piccole dimensioni.

Zaffiro è uno dei principali player italiani, con una indiscussa leadership nel distretto nella trasformazione di materiali lapidei.

La tabella 5.2 mostra l'andamento delle esportazioni italiane di prodotti lapidei nel biennio 2009-2010, sia come volumi che come controvalore, raggruppate per macro aree.

**Tabella 5.2 – Export italiano di materiali lapidei**

Migliaia	2009			2010			Var. % 09-10		
	Ton	Peso % sul totale (Ton)	€	Ton	Peso % sul totale (Ton)	€	Ton	€	
Marmo blocchi e lastre	1.075	29,8%	204.401	1.321	31,9%	259.888	22,9%	27,1%	
Granito blocchi e lastre	162	4,5%	38.812	175	4,2%	41.766	8,0%	7,6%	
Marmo lavorati	835	23,1%	627.173	869	21,0%	679.830	4,1%	8,4%	
Granito lavorati	584	16,2%	489.711	609	14,7%	507.745	4,3%	3,7%	
Altre pietre lavorati	166	4,6%	32.601	160	3,9%	32.321	-3,6%	-0,9%	
<b>Subtotale Marmo e granito</b>	<b>2.822</b>	<b>78,2%</b>	<b>1.392.698</b>	<b>3.134</b>	<b>75,6%</b>	<b>1.521.550</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,3%</b>	
Granulati e polveri	770	21,3%	43.112	996	24,0%	50.686	29,4%	17,6%	
Altro	15	0,4%	8.117	14	0,3%	9.001	-6,7%	10,9%	
<b>Totale</b>	<b>3.607</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.443.927</b>	<b>4.144</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.581.237</b>	<b>14,9%</b>	<b>9,5%</b>	

Fonte: elaborazione dati ISTAT e "Stone Sector 2010"

Per comprendere l'evoluzione del mercato italiano, bisogna però far riferimento ai paesi verso i quali si rivolgono le esportazioni, come illustrato in tabella 5.3.

Tabella 5.3 – Export italiano di materiali lapidei per aree geografiche

Migliaia	2009			2010			Var. % 09-10	
	Ton	Peso % sul totale (Ton)	€	Ton	Peso % sul totale (Ton)	€	Ton	€
Unione Europea	655	23,2%	432.396	683	21,8%	467.742	4,3%	8,2%
Estremo Oriente	643	22,8%	196.469	904	28,8%	261.569	40,6%	33,1%
Nord America	174	6,2%	239.897	195	6,2%	260.468	12,1%	8,6%
Resto d'Europa	288	10,2%	200.820	279	8,9%	192.402	-3,1%	-4,2%
Medio Oriente	390	13,8%	164.348	408	13,0%	175.234	4,6%	6,6%
Africa	603	21,4%	107.789	594	19,0%	111.832	-1,5%	3,8%
Ameria Centro e Sud	53	1,9%	30.324	54	1,7%	33.581	1,9%	10,7%
Oceania	16	0,6%	20.655	17	0,5%	18.722	6,3%	-9,4%
<b>Totale</b>	<b>2.822</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.392.698</b>	<b>3.134</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.521.550</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,3%</b>

Fonte: elaborazione dati ISTAT e “Stone Sector 2010”

Da tale rappresentazione emerge che la maggioranza delle esportazioni delle imprese italiane si rivolge all’Unione Europea, sia per quantità che per valore.

L’Estremo Oriente e l’Africa rappresentano invece il secondo e terzo maggior importatori di materiali italiani, ma con riferimento al controvalore sono superati dal resto d’Europa e dagli Stati Uniti; questo significa che l’Estremo Oriente e l’Africa importano prodotti grezzi piuttosto che lavorati.

### 5.3.1 – Analisi della domanda e dell’offerta

Per quanto riguarda la domanda di materiali lapidei, bisogna far riferimento a due specifici settori: quello dell’edilizia e costruzioni e quello dell’arredamento.

Il settore delle costruzioni rappresenta infatti uno dei più importanti, con un valore stimato pari a USD 7,5 mld nel 2009 (il 13,4% del PIL mondiale), atteso in costante crescita fino a raggiungere il valore di USD 12,7 mld nel 2020 (CAGR +4,9%).

Tale incremento sarà dovuto principalmente alla crescente espansione delle economie emergenti, con particolare riferimento alla Cina, la quale nel 2020 rappresenterà il 19% del mercato mondiale delle costruzioni.

Per i Paesi in via di sviluppo si può prevedere infatti una crescita del mercato negli anni successivi al 2010 (CAGR 2010-2020 +6,5%).

Ciò vale anche per il futuro dei Paesi industrializzati (CAGR 2010-2020 +2,5%), nonostante il comparto delle costruzioni abbia registrato tassi di crescita negativi nelle economie industrializzate nel periodo 2006-2009 (CAGR -2,9%).

In questo, la domanda di materiali lapidei andrà di pari passo con il comparto delle costruzioni, con una crescita sostenuta fino al 2015 (CAGR 2010-2015 +6%).

L'arredamento rappresenta il secondo settore di destinazione dei lavorati lapidei, in particolare di quelli a base di resina (CAGR 2009-2014 +8,7%) e in marmo.

Tali lavorazioni sono caratterizzate da un elevato valore aggiunto e la loro domanda è in continua espansione, trainata principalmente dal mercato delle costruzioni e in particolare dai Paesi emergenti.

I piani da lavoro, la cui domanda è prevista in crescita ad un CAGR 2009-2015 del +4,8%, vedono tra i principali materiali utilizzati nel 2010 i laminati (56% del totale), le superfici solide (12% del totale) e la pietra naturale (9% del totale), come rappresentato in tabella 5.4.

**Tabella 5.4 – Domanda globale di piani da lavoro per tipologia di materiale**

milioni di metri quadri	2000	2005	2010	2015	2020	CAGR 10-20
Laminati	33,8	37,6	31,4	36,7	39,5	2,3%
Superfici solide	6,8	8,5	6,8	8,7	9,7	3,6%
Pietra naturale	1,8	3,4	4,9	7,4	9,2	6,5%
Agglomerati lapidei	0,7	2,6	4,0	6,3	7,8	6,9%
Tegole	3,6	4,5	3,8	4,6	4,7	2,1%
Polimeri a base di resina	4,1	5,5	3,7	5,1	6,3	5,5%
Altro	0,4	0,7	1,1	1,8	2,6	9,0%
<b>Totale piani da lavoro</b>	<b>51,2</b>	<b>62,8</b>	<b>55,7</b>	<b>70,6</b>	<b>79,8</b>	<b>3,7%</b>

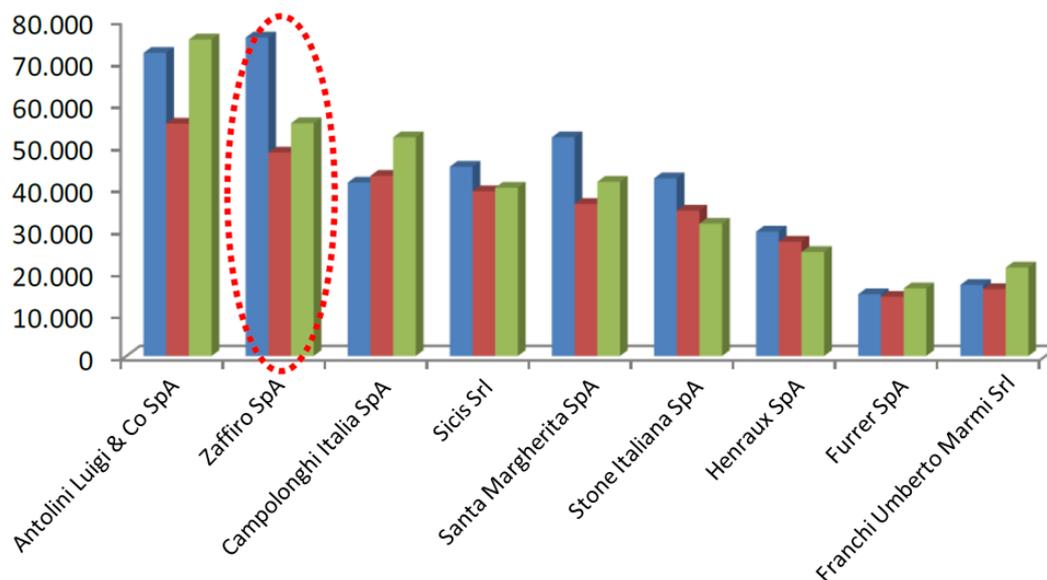
Fonte: Freedonia study #2788

Con riferimento invece ai piani da lavoro costituiti da agglomerati lapidei, le attese mostrano una crescita costante fino al 2020 ad un CAGR del +6,9%, trainata principalmente dal mercato delle costruzioni residenziali e da quello delle ristrutturazioni.

Per quanto riguarda l'offerta, l'analisi prende in considerazione un campione di aziende selezionate, per garantire una comparabilità con la Società: Antolini Luigi, Campolonghi Italia, Sicis, Santa Margherita, Stone Italiana, Henraux, Furrer e Franchi Umberto Marmi.

La figura 5.1 mostra il fatturato della Zaffiro tra il 2008 e il 2010, confrontandolo con quello registrato dagli appena citati competitors nello stesso periodo.

Figura 5.1 – Fatturato 2008-2010 dei principali competitor



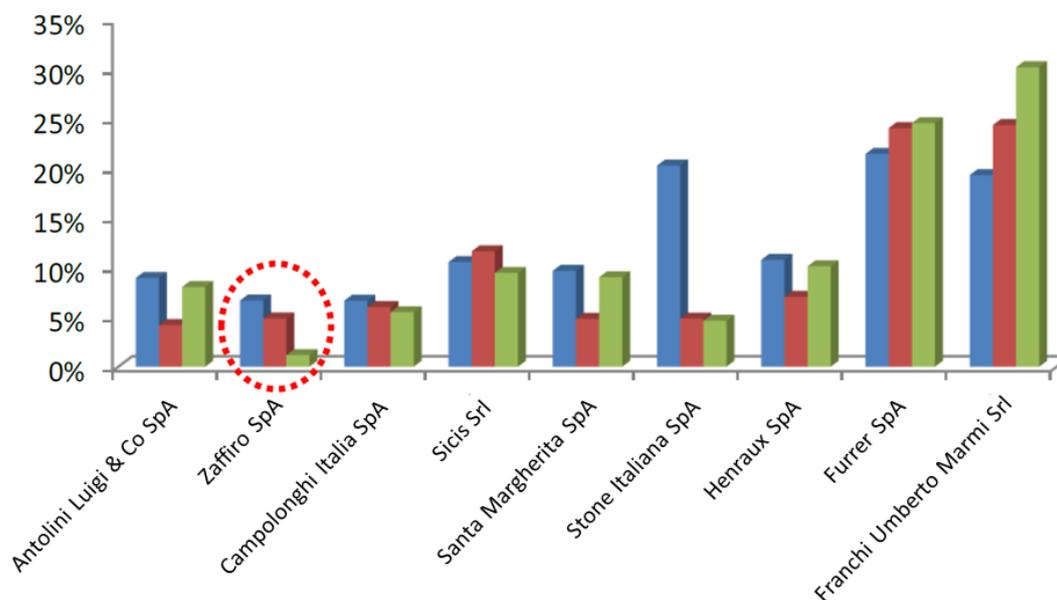
Fonte: Aida bilanci esercizio e informazioni fornite dal Management

Il fatturato complessivo del campione si è ridotto del c. 8% tra il 2008 e il 2010, ma è cresciuto rispetto al 2009 del c. 14%.

Seppur nel 2010 in ripresa del c. 14%, Zaffiro ha registrato un CAGR 2008-2010 negativo (-14,5%), a differenza di altre imprese facenti parte del campione considerato, che hanno registrato un CAGR 2008-2010 positivo, come ad esempio Antolini Luigi (+2,2%) o Campolonghi Italia (+12,3%).

Comportamento in controtendenza può essere riscontrato anche con riferimento all'EBITDA margin: mentre per i competitors tale valore è stato pari al 10,8% nel 2008, per ridursi nel 2009 al 7,8% e tornare a crescere nel 2010 al 8,8%, Zaffiro ha registrato una riduzione in linea con il campione fino al 2009, per poi diminuire ulteriormente nel 2010, portandosi a c. 1%.

Figura 5.2 – EBITDA 2008-2010 dei principali competitor

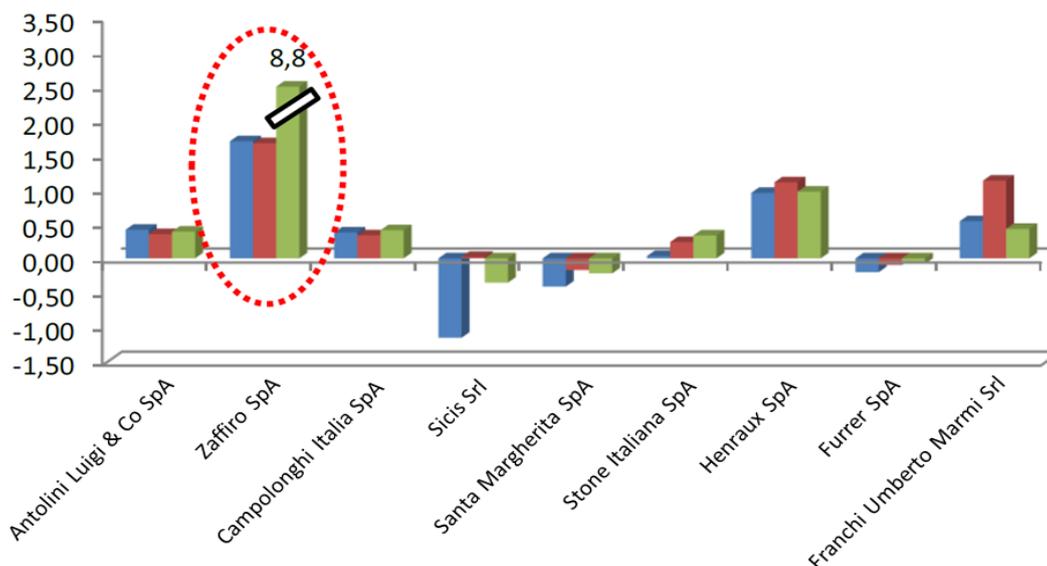


Fonte: Aida bilanci esercizio e informazioni fornite dal Management

La tendenza del settore è comunque quella di una crescita generale nel 2010 rispetto al 2009, con imprese che presentano un EBITDA superiore al 10%, segnali di una ripresa ed attrattività del settore stesso.

Osservando invece il rapporto PFN/PN, appare evidente una disomogeneità fra le imprese considerate: escludendo i competitors con un rapporto di indebitamento positivo, solamente Antolini Luigi, Campolonghi e Zaffiro hanno visto incrementare tale rapporto rispetto al 2009, mentre tutte le aziende, ad esclusione di Franchi Umberto Marmi, presentano un valore di indebitamento superiore a quello del 2008.

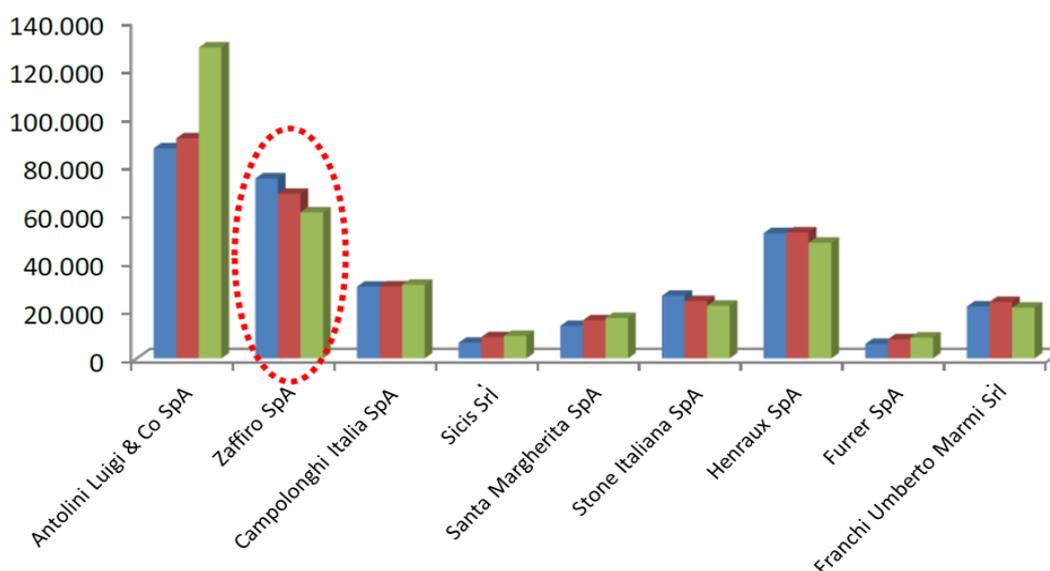
Figura 5.3 – PFN/PN 2008-2010 dei principali competitor



Fonte: Aida bilanci esercizio e informazioni fornite dal Management

Il CIN ha invece evidenziato un andamento differenziato fra le imprese oggetto di analisi, per cui è possibile distinguerle in due gruppi: da un lato quelle che hanno incrementato il proprio CIN rispetto sia al 2008 che al 2009 (Antolini Luigi, Campolonghi Italia, Sicis, Santa Margherita e Furrer) mentre dall'altro quelle che hanno subito una riduzione di tale valore (Zaffiro, Stone Italia, Henraux e Franchi Umberto Marmi).

Figura 5.4 – CIN 2008-2010 dei principali competitor



Fonte: Aida bilanci esercizio e informazioni fornite dal Management

Complessivamente si registra quindi una stabilità finanziaria delle imprese competitor, in quanto alcune hanno avviato politiche per la riduzione dell'indebitamento, mentre altre hanno un rapporto di indebitamento negativo.

Per quanto riguarda invece il capitale investito netto, le imprese hanno mostrato una stabilità nei valori, ad eccezione di Antolini Luigi, che ha avviato una forte politica di investimenti e Zaffiro, che ha registrato una riduzione di tale valore.

Infine, un'ulteriore considerazione può essere fatta in relazione ai giorni medi di incasso dei crediti: nel periodo considerato, emerge che l'impresa con i minori giorni d'incasso è Zaffiro.

### 5.3.2 – Swot analysis

La swot analysis è uno strumento di pianificazione strategica usato per valutare i punti di forza (*Strengths*), debolezza (*Weaknesses*), le opportunità (*Opportunities*) e le minacce (*Threats*).

La figura sottostante rappresenta la matrice Swot della società Zaffiro; di seguito, la spiegazione delle singole voci.

*Figura 5.5 – Swot analysis*

<b>Forza</b>	<b>Debolezza</b>
Azienda di riferimento del settore	Attuale financial shortage
Azienda innovatrice e ampia gamma di prodotti	Struttura dei costi da razionalizzare ancora
Razionalizzazione dei costi e piano di rilancio in fase avanzata	Elevato livello di concentrazione del fatturato sui singoli clienti e alta frammentazione
Azienda ecosostenibile	Limitata managerializzazione, utilizzo dei sistemi ERP e controllo di gestione
<b>Opportunità</b>	<b>Minacce</b>
Prodotti “made in Italy” richiesti all'estero	Presenza di prodotti sostitutivi
Domanda crescente da parte dei Paesi emergenti, Cina e Nord America	Domanda fortemente legata al ciclo economico e perdurare della crisi

#### **Punti di forza**

- *Azienda di riferimento del settore*: Zaffiro da oltre 40 anni realizza oltre l'80% del proprio fatturato all'estero grazie alla validità dei suoi prodotti.

- *Azienda innovatrice e ampia gamma prodotti*: la Società vanta un laboratorio di ricerca che le consente di conseguire l'eccellenza dei prodotti sia dal punto di vista delle caratteristiche tecniche, sia dal punto di vista estetico. Produce inoltre congiuntamente

prodotti a “base marmo” e prodotti a “base quarzo” innovativi, come EVO, non realizzati dalle aziende concorrenti.

- *Razionalizzazione dei costi e piano di rilancio in fase avanzata:* Zaffiro dal 2009 ha proceduto alla razionalizzazione dei costi e della struttura operativa per favorire l'evoluzione del settore e confermare la propria competitività.

- *Azienda ecosostenibile:* Zaffiro ha sempre prestato attenzione al rispetto dell'ambiente. Un progetto, nel 2010-2011, è stato attivato proprio allo scopo di ridurre notevolmente gli scarti di produzione.

### **Punti di debolezza**

- *Attuale financial shortage:* il Gruppo attualmente incontra una temporanea difficoltà finanziaria, per cui ha impostato trattative con il ceto bancario per la rimodulazione del debito.

- *Struttura dei costi fissi da razionalizzare ulteriormente:* Zaffiro ha incontrato problemi per l'inefficienza operativa conseguente l'aggregazione di più aziende; ha comunque già proceduto alla razionalizzazione ed al ridimensionamento dei costi, soprattutto del personale.

- *Elevato livello di concentrazione del fatturato sui singoli clienti e alta frammentazione:* l'impresa ha una clientela costituita da aziende con esigenze diverse, anche se il fatturato si sta concentrando sui clienti di dimensioni maggiori.

- *Limitata managerializzazione e utilizzo dei sistemi ERP:* Zaffiro, come altre imprese del settore, non ha goduto di una netta separazione tra proprietà e management; inoltre ha poco fatto uso di evoluti ed efficienti sistemi di gestione ERP. Il processo di risanamento attualmente in corso ha peraltro circoscritto questi punti di debolezza grazie all'intervento di nuovi manager specializzati nell'ambito finanziario e commerciale e grazie ad importanti investimenti nell'ERP aziendale.

### **Opportunità**

- *Prodotti "made in Italy" richiesti all'estero:* i prodotti italiani sono apprezzati per la loro qualità ed estetica; Zaffiro nella presentazione dei suoi prodotti punterà sulla messa in evidenza di queste qualità tipicamente italiane.

- *Domanda crescente da parte dei Paesi emergenti, Cina e Nord America:* si prevede un aumento della richiesta dei prodotti lapidei in generale da parte dei Paesi emergenti, in particolare Asia e Medio Oriente, e di prodotti a base di quarzo da parte del Nord America; questo dovrebbe offrire l'opportunità di ampliare il mercato e sviluppare le vendite.

### Minacce

- *Presenza di prodotti sostitutivi*: sul mercato si stanno affermando prodotti sostitutivi a base ceramica; questo potrebbe nel medio termine comportare una riduzione della richiesta dei tradizionali prodotti lapidei.

- *Domanda fortemente legata al ciclo economico e perdurare della crisi*: la crisi dell'edilizia nei Paesi europei incide sicuramente sulla domanda di prodotti lapidei; d'altra parte, la richiesta di tali prodotti dovrebbe aumentare nei Paesi emergenti. In ogni caso, i risultati dell'impresa potrebbero essere compromessi dal perdurare della crisi economica.

## **5.4 – Le cause della crisi**

Il Gruppo ha visto un forte calo nelle vendite a partire dall'ultimo trimestre del 2008, proseguito per tutto il 2009 (- c. 34% rispetto al 2008).

Questo ha influito negativamente sulle dinamiche finanziarie, provocando gli attuali problemi finanziari.

Di seguito si analizzeranno le cause più importanti della crisi di Zaffiro, distinguendo tra cause esterne e cause interne all'impresa.

Tra i *fattori esterni*, fondamentali sono stati i seguenti fenomeni:

- 1) *crisi dell'economia a livello mondiale*: il settore lapideo è stato fortemente toccato dalla crisi, essendo connesso con l'andamento dell'economia globale;
- 2) *crisi del mercato immobiliare e dei grandi progetti infrastrutturali*: la crisi di questi settori ha ovviamente inciso sul Gruppo, i cui prodotti sono destinati a tali mercati;
- 3) *crisi della finanza a livello mondiale e stretta creditizia (credit rationing)*: la crisi del sistema finanziario ha determinato la riduzione nella concessione del credito.

Tra i *fattori interni*, hanno influito particolarmente le seguenti criticità:

- 1) *business mix*: è prevalsa la vendita di prodotti obsoleti (Micro e Agglo) caratterizzati da bassa marginalità rispetto a quella di prodotti alternativi (Quarzo ed Evo) a maggiore marginalità;
- 2) *crescente concorrenza e presenza di prodotti sostitutivi (ceramiche)*: tali fattori hanno determinato la riduzione dei prezzi medi unitari, con la conseguente riduzione della marginalità dei prodotti tradizionali (lastre di marmo e mattonelle);
- 3) *elevata incidenza del costo del personale*: l'accorpamento nel Gruppo di altre aziende ha determinato la presenza di un organico sovradimensionato rispetto alle reali esigenze aziendali;
- 4) *assetto produttivo e organizzativo*: la struttura produttiva e organizzativa ha incontrato difficoltà nell'adeguarsi agli imprevedibili cambiamenti nel mercato;

- 5) *significativi problemi di gestione degli ordini e del magazzino*: una gestione inadeguata ha causato problemi nell'evasione di ordini da parte della clientela;
- 6) *eccessivo costo di smaltimento dei fanghi*: lo smaltimento dei fanghi comporta alti costi, essendo essi uno dei principali scarti di lavorazione;
- 7) *rapporto di leverage (e relativi oneri finanziari)*: l'elevato numero di acquisizioni effettuate da Zaffiro negli anni, hanno comportato un livello di indebitamento superiore rispetto a quello dei principali concorrenti, rendendola più vulnerabile a scenari sfavorevoli, come quelli intercorsi nel periodo 2008-2010;
- 8) *struttura dell'attivo rigida*: essa si contraddistingue per un rilevante portafoglio immobiliare, in parte no-core, di non facile liquidabilità alle attuali condizioni di mercato.

## **5.5 – L'andamento storico dell'impresa**

Il seguente paragrafo è finalizzato allo studio dell'andamento storico dell'impresa durante gli anni di crisi, ovvero nel periodo 2008-2011.

Le informazioni necessarie per l'analisi sono tratte dai bilanci societari e il prosieguo della trattazione si articola in due sottoparagrafi, il primo dedicato alla situazione patrimoniale e il secondo a quella economica, il cui arco temporale di riferimento è sempre quello della crisi.

Oggetto della trattazione non è quindi tanto la composizione di ogni singola voce né come i valori si siano formati, ma l'andamento degli stessi durante il periodo di crisi.

### **5.5.1 – Situazione patrimoniale per gli esercizi 2008-2011**

La tabella 5.5 illustra lo stato patrimoniale della Società negli anni dal 2008 al 2011.

Successivamente vengono fornite una spiegazione delle voci ivi comprese, nonché uno studio del loro andamento nel periodo considerato.

Tabella 5.5 – Stato patrimoniale 2008-2011

<b>Stato Patrimoniale 2008-2011</b>	<b>Pro.forma</b>	<b>Pro.forma</b>	<b>Def.</b>	<b>Pgt</b>
<b>Importi in € k</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Immobilizzazioni materiali	44.800	42.500	41.800	41.500
Immobilizzazioni Immateriali	700	800	1.500	1.200
Immobilizzazioni finanziarie	14.000	12.500	1.200	1.300
<b>Immobilizzazioni nette</b>	<b>59.500</b>	<b>55.800</b>	<b>44.500</b>	<b>44.000</b>
Magazzino	15.000	14.500	12.000	12.000
Crediti commerciali	13.000	9.500	9.000	11.000
Debiti commerciali	(11.000)	(10.000)	(9.400)	(13.500)
<b>Capitale circolante commerciale</b>	<b>17.000</b>	<b>14.000</b>	<b>11.600</b>	<b>9.500</b>
Altre attività e passività correnti	1.400	2.300	(800)	(3.500)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>18.400</b>	<b>16.300</b>	<b>10.800</b>	<b>6.000</b>
Fondo TFR e altri fondi	(5.000)	(3.700)	(5.800)	(6.400)
<b>Capitale investito</b>	<b>72.900</b>	<b>68.400</b>	<b>49.500</b>	<b>43.600</b>
Finanziamenti BT	7.000	4.700	4.000	2.700
Finanziamenti MT	38.000	38.200	40.400	40.000
Altri prestiti	800	-	-	-
<b>PFN</b>	<b>45.800</b>	<b>42.900</b>	<b>44.400</b>	<b>42.700</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>27.100</b>	<b>25.500</b>	<b>5.100</b>	<b>900</b>
<b>Indicatori di performance</b>				
PFN/Patrimonio netto	1,7x	1,7x	8,7x	47,4x
CCC/Vendite nette	21,8%	26,9%	20,8%	18,1%
CCN/Vendite nette	23,6%	31,3%	19,4%	11,4%

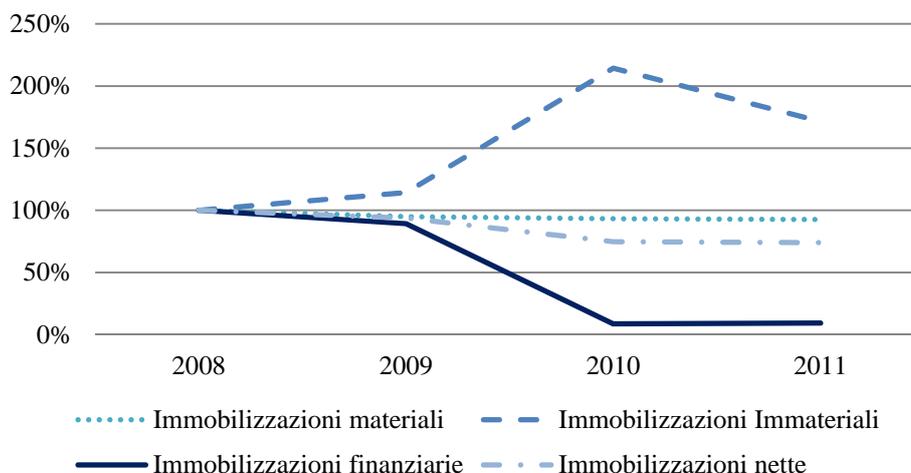
Fonte: informazioni societarie

Le immobilizzazioni al 31 dicembre 2011 ammontano complessivamente a €44 m e possono essere distinte in:

- immobilizzazioni materiali: pari a € 41,5 m, sono composte da immobili e terreni e impianti e macchinari;
- immobilizzazioni immateriali: pari a € 1,2 m, sono principalmente costituite dall'avviamento generato dall'incorporazione Blackstone (€0,5 m), da diritti e brevetti (€ 0,4 m) e da altre immobilizzazioni (€ 0,2 m) relative ad oneri sostenuti per l'accensione dei finanziamenti a medio termine;
- immobilizzazioni finanziarie: pari a €1,3 m, sono riconducibili a crediti vantati dalla Società nei confronti di Los Roques (€1,1 m).

La figura 5.6 mostra l'andamento delle immobilizzazioni nette nel periodo considerato, con ognuna delle sue 3 componenti.

**Figura 5.6 – Andamento delle immobilizzazioni**



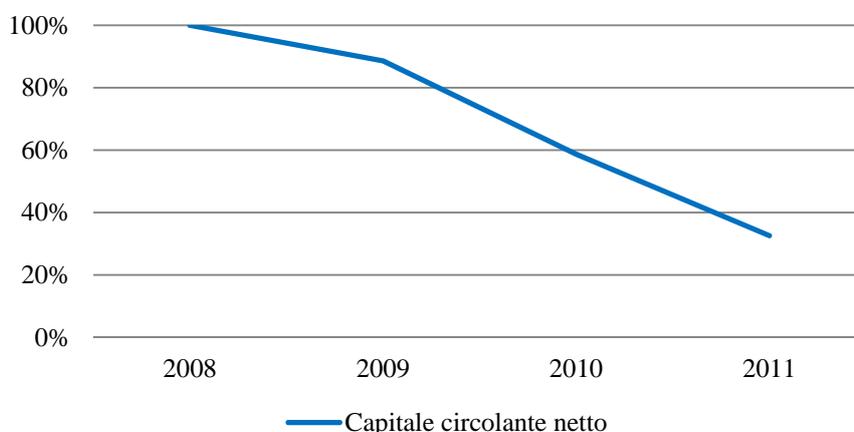
Fonte: elaborazione dati Stato Patrimoniale

Da tale rappresentazione emerge dunque una riduzione delle immobilizzazioni nette nel periodo di riferimento, come riportato in bilancio, che arriva a raggiungere nel 2011 il 74% del valore registrato nel 2008.

L'andamento delle immobilizzazioni nette segue quello delle immobilizzazioni materiali, rappresentando quest'ultime la voce che ha maggior incidenza nella determinazione della sua risultanza (nel 2011 le immobilizzazioni nette sono costituite dal 94% da quelle materiali mentre dal 6% da quelle immateriali e finanziarie).

Per quanto riguarda il capitale circolante netto, al 31 dicembre 2011 è pari a €6 m e, come rilevabile dalla figura 5.7, appare in costante riduzione durante il quadriennio.

**Figura 5.7 – Andamento del capitale circolante netto**

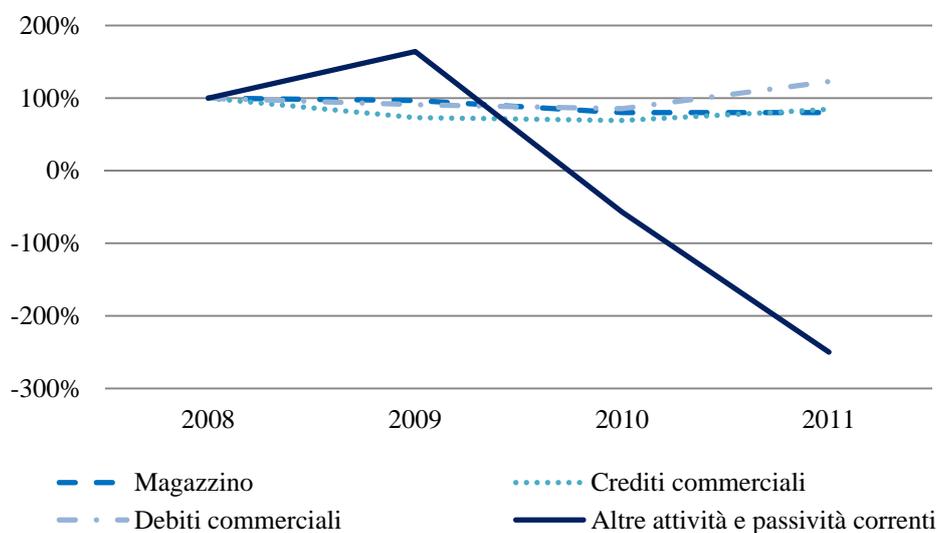


Fonte: elaborazione dati Stato Patrimoniale

L'andamento del capitale circolante netto dipende però dall'andamento delle voci che lo determinano (figura 5.8), ovvero da:

- magazzino: al 31 dicembre 2011 ammonta a €12 m, per cui non si evidenzia alcuna variazione rispetto all'anno precedente, ma una riduzione di € 3 m rispetto al 2008;
- crediti verso clienti: al 31 dicembre 2011 ammontano a €11 m e sono in crescita del 22% rispetto all'anno precedente. Le attese nel 2012 sono di una riduzione dei giorni medi di incasso da c. 78 giorni a c. 60 giorni;
- debiti verso fornitori: al 31 dicembre 2011 ammontano a €13,5 m e sono in crescita del 23% rispetto al 2008 e del 44% rispetto al 2010. La media dei giorni di pagamento nel periodo di riferimento registra significative oscillazioni, mostrando tuttavia una crescita della loro regolazione col trascorrere della crisi;
- altre attività e passività correnti: al 31 dicembre 2011 il saldo di tale voce ammonta a - €3,5 m, per cui si rileva una brusca riduzione di tale valore nel 2011 rispetto al primo anno della serie (-250% nel 2011 rispetto al 2008). In tale voce sono compresi i crediti tributari, i ratei e risconti attivi e passivi e i debiti verso enti previdenziali e verso dipendenti e agenti.

*Figura 5.8 – Andamento delle determinanti del CCN*



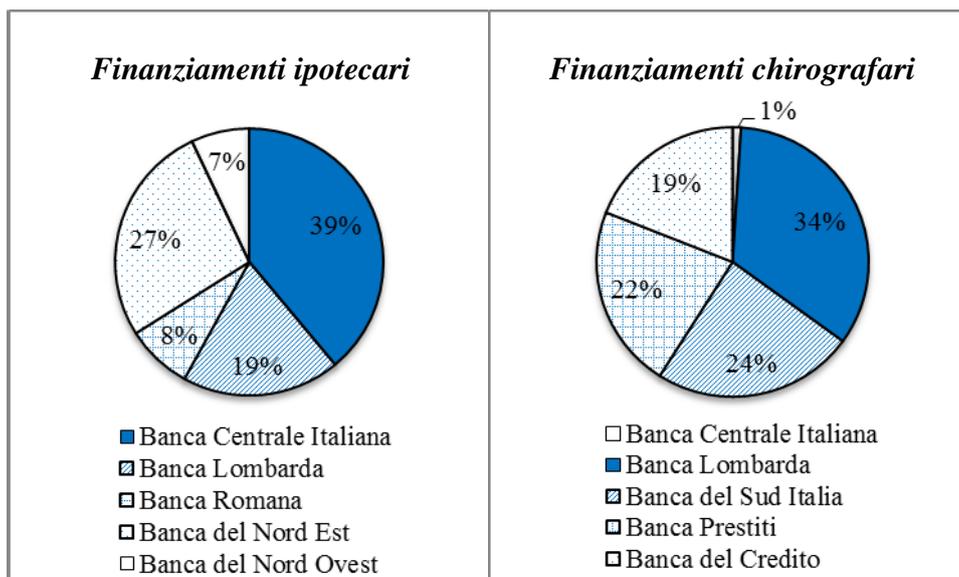
Fonte: elaborazione dati Stato Patrimoniale

La posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2011 è pari a €42,7 m ed è costituita per € 40 m da finanziamenti a medio lungo termine e per €2,7 m da finanziamenti e breve termine.

Tale voce non mostra grandi variazioni negli anni, seppure la variazione di €3,1 m sia principalmente imputabile alla riduzione di finanziamenti a breve termine da €7 m nel 2008 a €2,7 m nel 2011.

La figura 5.9 illustra la ripartizione dei finanziamenti a medio e lungo termine ricevuti dalla Società, suddivisi per banca finanziatrice e tipo di garanzie.

**Figura 5.9 – Finanziamenti bancari a MLT**



Fonte: informazioni societarie

### 5.5.2 – Situazione economica per gli esercizi 2008-2011

Nella tabella 5.6 si riporta il conto economico della Società per gli esercizi 2008, 2009, 2010 e 2011.

Successivamente, viene proposta l'esposizione delle principali voci, adottando la stessa struttura di cui al paragrafo precedente.

Tabella 5.6 – Conto economico 2008-2011

Conto Economico 2008-2011 Importi in € k	Pro.forma 2008	Pro.forma 2009	Def. 2010	Pgt 2011
Vendite	78.000	52.000	55.800	52.500
Consumi Arrecife Surf. e var. mag	(8.500)	(10.000)	(16.000)	(7.200)
<b>Valore prodotto</b>	<b>69.500</b>	<b>42.000</b>	<b>39.800</b>	<b>45.300</b>
Consumi	(28.500)	(15.000)	(16.700)	(21.000)
Altri costi variabili	(11.000)	(6.500)	(6.000)	(6.500)
Salari	(9.500)	(6.500)	(6.000)	(6.000)
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>20.500</b>	<b>14.000</b>	<b>11.100</b>	<b>11.800</b>
Stipendi	(6.500)	(5.000)	(4.500)	(4.000)
Altri costi fissi	(9.000)	(6.600)	(6.000)	(5.000)
<b>EBITDA</b>	<b>5.000</b>	<b>2.400</b>	<b>600</b>	<b>2.800</b>
Ammortamenti	(4.500)	(4.600)	(3.000)	(3.000)
Leasing immobili	(1.800)	(200)	-	-
<b>EBIT</b>	<b>(1.300)</b>	<b>(2.400)</b>	<b>(2.400)</b>	<b>(200)</b>
Proventi e oneri finanziari	(3.000)	(2.000)	(1.400)	(1.500)
Proventi e oneri straordinari	(80)	1.600	(16.500)	(2.000)
<b>EBT</b>	<b>(4.380)</b>	<b>(2.800)</b>	<b>(20.300)</b>	<b>(3.700)</b>
Imposte	600	200	(180)	(300)
<b>Risultato netto</b>	<b>(3.780)</b>	<b>(2.600)</b>	<b>(20.480)</b>	<b>(4.000)</b>
<b>Indicatori di performance</b>				
MdC in % alle vendite	26,3%	26,9%	19,9%	22,5%
EBITDA in % alle vendite	6,4%	4,6%	1,1%	5,3%
EBIT in % alle vendite	-1,7%	-4,6%	-4,3%	-0,4%
EBITDA/Oneri finanziari	1,7x	1,2x	0,4x	1,9x
PFN/EBITDA	9,2x	17,9x	74,0x	15,3x

Fonte: informazioni societarie

Osservando l'evoluzione delle vendite nel periodo considerato, appaiono evidenti gli effetti della crisi: nel corso degli esercizi 2008 e 2009, le vendite si sono ridotte del 33%, senza segnalare negli anni successivi decisi miglioramenti.

A tal proposito, la tabella 5.7 documenta le quantità e il fatturato di Zaffiro per linee di prodotto.

Tabella 5.7 – Ricavi per linea di prodotto 2008-2011

€ milioni	FY08			FY09			FY10			FY11			CAGR % FY08-11
	Q (*)	(**)	% sul tot.	Q (*)	(**)	% sul tot.	Q (*)	(**)	% sul tot.	Q (*)	(**)	% sul tot.	
Quarzo	505	30,4	39,0%	429	25,0	48,3%	534	30,2	55,1%	415	23,2	45,5%	-8,6%
Micro	1.085	35,9	46,1%	654	19,5	37,7%	615	17,5	32,1%	690	19,6	38,4%	-18,3%
Agglo	554	11,5	14,7%	344	6,7	13,0%	278	5,1	9,3%	205	4,7	9,2%	-25,7%
Evo	6	0,2	0,2%	12	0,5	1,0%	45	1,9	3,5%	85	3,5	6,9%	171,1%
Altro	203	0,0	0,0%	109	0,0	0,0%	229	0,0	0,0%	391	0,0	0,0%	-100,0%
<b>Totale</b>	<b>2.354</b>	<b>77,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.547</b>	<b>51,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.701</b>	<b>54,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.786</b>	<b>51,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>-13,2%</b>

(\*) misurata in termini di metri quadrati in migliaia

(\*\*) ricavi basati su statistiche di vendite. Il dato differisce leggermente dai ricavi riportati in bilancio per effetto di imballaggi e altro materiale di scarto

Fonte: informazioni societarie

Con specifico riferimento alle linee di prodotto, si rileva quanto segue:

- quarzo: l'incremento delle quantità vendute nel 2010 rispetto al 2009 è da attribuirsi alla scelta dell'impresa di ampliare la gamma di prodotti disponibili. Tuttavia, i minori acquisti effettuati da uno dei clienti principali della Società ha determinato una riduzione sia delle quantità (-22%) sia del fatturato (-23%) nel 2011;
- micro: la riduzione delle vendite di tale prodotto negli anni 2008-2010 è da imputarsi al forte legame che il micro riveste nel segmento progetti, tra i più colpiti dalla crisi. I segnali di ripresa nel 2011 sono da attribuirsi alla stipulazione di accordi di vendita con nuovi clienti importanti;
- agglo: la riduzione dei volumi di vendita di questo prodotto è da imputarsi a una precisa scelta strategica adottata dal management societario di abbandonare tale linea in quanto caratterizzata da forte concorrenza e da bassa marginalità;
- evo: si tratta di un materiale innovativo, in costante crescita nel periodo 2008-2011;
- altri prodotti: rappresentano le quantità residuali e gli scarti di produzione, la cui crescita negli anni 2010 e 2011 è da imputarsi all'incremento dei volumi di vendita.

Allo stesso modo, il valore prodotto nel periodo di analisi è diminuito, pur mostrando un trend non omogeneo in seguito alla crescita nel 2011 rispetto al 2010 (+13,8%), riconducibile alla cessazione della produzione nel corso del 2011 di Arrecife Surfaces.

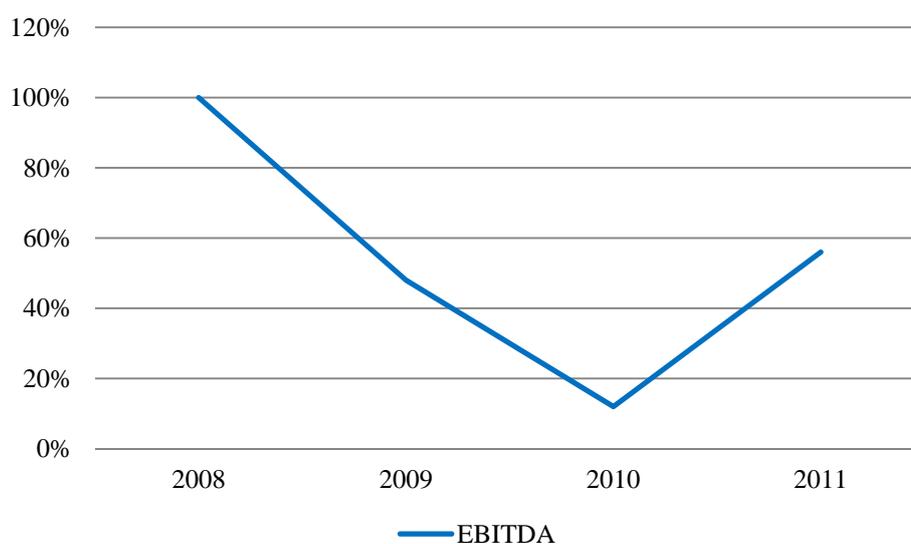
L'aumento dei prezzi delle materie prime nel 2010 ha comportato che il margine di contribuzione in termini di incidenza sulle vendite si è attestato al 19,9%, il 7% in meno rispetto al 2009.

Nel 2011 si è verificato un aumento dei consumi, ivi compreso il costo delle materie prime, del 25,7% in più rispetto al 2010; nonostante ciò, il margine di contribuzione è migliorato, toccando il 22,5%.

Il costo del personale e gli altri costi fissi registrano invece un costante decremento durante il quadriennio, da un lato per i tagli esercitati sul personale e dall'altro per la riduzione dei costi commerciali, quali le spese di pubblicità e i costi di rappresentanza, dei costi industriali legati alle manutenzioni e dei costi generali e amministrativi, grazie alla riduzione degli emolumenti percepiti dal management e per gli affitti e consulenze.

L'EBITDA, nel periodo 2008-2011, mostra una tendenziale riduzione del suo valore, riducendosi dal 2008 al 2011 del 44% (figura 5.10).

**Figura 5.10 – Andamento dell'EBITDA**



Fonte: elaborazione dati Conto Economico

Tale voce tocca il suo valore più basso nel 2010 (€0,6 m), per poi tornare a crescere nell'anno successivo (€ 2,8 m); questo incremento è da attribuirsi alle migliorie implementate nel biennio 2010-2011, volte all'accrescimento dell'efficienza della struttura aziendale.

Per quanto riguarda gli oneri finanziari, essi mostrano un incremento nel 2011 rispetto al 2010 a causa di una maggiore onerosità delle operazioni di finanziamento del circolante causata da un innalzamento degli spread applicati dagli istituti bancari.

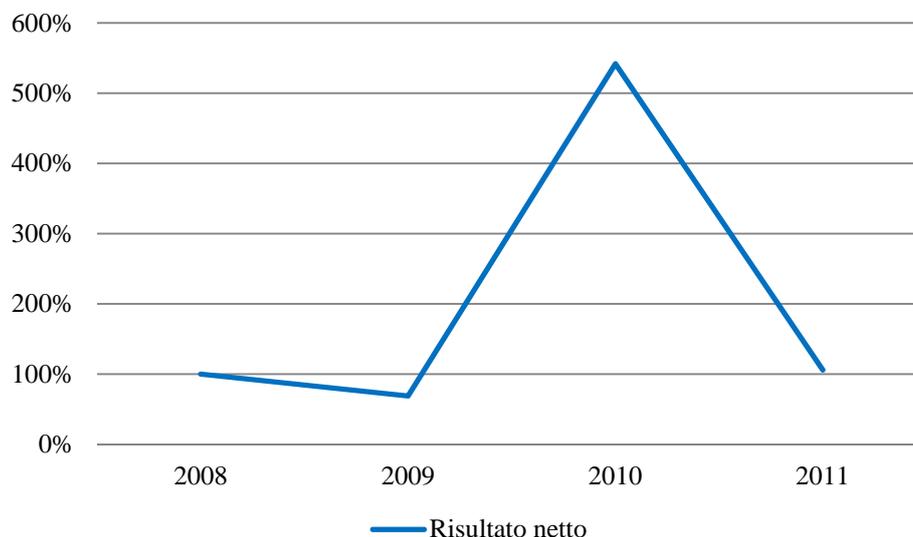
La voce che presenta maggiori variazioni è però quella dei proventi e oneri straordinari che nel 2010 registra un valore di - €16,5 m, mentre nel 2011 di - €2 m.

Tale variazione è dovuta principalmente da un lato alla svalutazione di partecipazioni detenute da Zaffiro e dall'altro a oneri di ristrutturazione e controversie legali.

Complessivamente si registra infine un risultato netto negativo in ciascuno dei quattro anni considerati, segnale di una gestione che, durante la crisi, ha prodotto perdite di esercizio.

La figura 5.11 rappresenta l'andamento del risultato netto durante gli anni di crisi: si osserva una generale tendenza all'aumento delle perdite aziendali, il cui picco viene raggiunto nel 2010, a causa della crescita degli oneri straordinari.

*Figura 5.11 – Andamento del risultato netto*



*Fonte: elaborazione dati Conto Economico*

## **5.6 – La strategia di rilancio**

Questo paragrafo tratterà nello specifico delle azioni che la Società ha messo in atto o intende porre in essere al fine di superare la situazione di crisi aziendale cui ha dovuto far fronte negli anni 2008-2011.

Nonostante Zaffiro abbia tempestivamente percepito i primi segnali della crisi e abbia attuato interventi per arginare la crisi fin dal 2010, si è reso necessario nel 2011 il ricorso a un piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. al fine di ridurre l'indebitamento societario.

Di seguito si analizzeranno quindi i primi interventi atti a contrastare la crisi, per poi illustrare quelli che si intendono implementare e infine si presenterà il piano di risanamento.

## 5.6.1 – I primi interventi

I primi interventi adottati dal management di Zaffiro per contrastare gli effetti negativi della crisi e incentivare il ritorno a un equilibrio economico-finanziario, sono da ricondursi al 2010.

Col progressivo peggioramento del quadro economico e delle carenze gestionali, la Società ha promosso azioni con riferimento a:

1. strategia commerciale, mediante il rafforzamento della struttura distributiva con acquisizioni di nuovi contratti con multinazionali caratterizzate da ampi network distributivi e focalizzazione su mercati ad alta redditività (Cina, Medio Oriente) e mediante il cambio di mix delle vendite attraverso sia la promozione di nuove linee di prodotto come l'EVO, sia il disimpegno in segmenti a minore redditività come l'aglo;
2. processo produttivo, attraverso il trasferimento di alcune linee produttive, la riduzione degli scarti di lavorazione e la chiusura di alcuni siti produttivi;
3. discontinuità manageriale, con l'introduzione di un nuovo direttore commerciale e di un temporary manager per le relazioni con il ceto bancario;
4. razionalizzazione e riduzione del personale indiretto, con l'allontanamento di unità 19 nel 2009, 13 (di cui 1 manager) nel 2010 e 3 (di cui 1 manager) nel 2011, determinando una riduzione dei costi in tutto il periodo di stimati €6 m;
5. riduzione dei compensi degli amministratori;
6. struttura societaria, con l'incorporazione di Blackstone S.p.A., la liquidazione di Arrecife Surfaces S.A., la rimessa in bonis di Los Roques S.L. e la messa in liquidazione di Oregon Sunstone Inc.

## 5.6.2 – Gli interventi da implementare

In aggiunta alle azioni già implementate appena descritte, sono previsti ulteriori interventi societari finalizzati al risanamento aziendale, che segnano una profonda discontinuità col passato.

Questi interventi rappresentano le linee guida del piano industriale e si rivolgono a 5 specifiche aree:

1. prodotti: Zaffiro, con l'obiettivo di confermare e incrementare il posizionamento competitivo, ha deciso di puntare su una strategia di differenziazione, promuovendo la vendita di prodotti di qualità e innovativi. Congiuntamente, è intenzione del management di razionalizzare e ottimizzare l'offerta in quanto, prendendo in considerazione ad esempio la gamma cromatica dei prodotti tra cui è possibile scegliere, il 90% del fatturato è rappresentato da soli 25 colori sugli oltre 80 a disposizione;

2. clienti e mercati di sbocco: la strategia della Società è quella di rivolgersi sia alla piccola sia alla grande clientela. Per quanto riguarda il primo gruppo, vi è l'intenzione da parte di Zaffiro di ridurre la base clienti minori per ottimizzare la gestione degli ordini e, congiuntamente, di gestire le relazioni con questo gruppo accorpendo i loro ordini e aumentando le tempistiche di consegna. Con riferimento invece ai clienti di maggiori dimensioni, sono previste azioni volte alla creazione di partnership con grandi distributori e agenti locali, la creazione di uffici di rappresentanza nelle aree a maggior potenziale e l'acquisizione di informazioni di vendita per meglio comprendere la domanda finale. Obiettivo della Società è inoltre quello di accrescere la propria presenza in mercati strategici già presidiati, come la Cina, il Medio Oriente e il Nord America;
3. management, struttura organizzativa e cultura aziendale: Zaffiro, che storicamente ha operato con un basso livello di managerializzazione e di integrazione delle varie funzioni aziendali, ha come obiettivo di piano la costruzione di una visione d'impresa unitaria. Questo prevede dunque una trasformazione della cultura aziendale, così da favorire la comunicazione tra le varie funzioni, con il conseguente effetto di miglioramento del servizio al cliente. Per adempiere a tale mission, fondamentale sarà l'apporto che i nuovi manager saranno in grado di offrire all'impresa;
4. sviluppo della divisione marketing e dell'area commerciale: nel periodo di attuazione del piano, la Società vuole sviluppare questa divisione per catturare la domanda di prodotti che, alle condizioni attuali del mercato, sono di difficile intercettazione. Lo sviluppo della divisione marketing e dell'area commerciale avrà effetto a lungo termine; a tale scopo si intende adottare un approccio sempre più rivolto al mercato e al cliente;
5. flessibilità e capacità produttiva: la Società ha deciso interventi sugli impianti produttivi, il cui completamento è atteso per la fine del 2012, finalizzati non solo all'incremento della capacità produttiva, ma anche alla flessibilità e all'abbassamento dei costi.

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

Il piano di risanamento, che si sviluppa tra gli esercizi 2012 e 2016, ha come obiettivo la riduzione dell'indebitamento societario fino a raggiungere, nell'ultimo esercizio, un livello che appare ragionevolmente rifinanziabile.

Zaffiro, alla fine del 2016, sulla base delle previsioni, avrà un rapporto PFN/EBITDA pari a 3,1, valore che si colloca nella parte inferiore dell'intervallo storicamente finanziato dal sistema creditizio.

Si evidenzia sin da ora che il Piano in oggetto mostra la generale capacità della Società di generare cash flow in grado di supportare sia il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa sia la copertura degli oneri finanziari.

La funzione del Piano è dunque quella di condurre l'impresa verso il ritorno a una situazione di equilibrio finanziario, necessario per garantire la continuità aziendale.

Esso si basa sulle seguenti assunzioni:

1. Vendite: si prospetta un aumento delle vendite (CAGR FY11 – FY16 del 5%) grazie alla crescita della produzione di prodotti a maggior valore aggiunto rispetto a quelli più obsoleti (agglomerato), mantenendo invariata la vendita di micromarmo. In tal senso dovranno essere ridotti i prezzi medi di vendita e aumentati i volumi delle linee quarzo e Micro nel 2013; ciò consentirà un aumento degli ordinativi. Dall'altra parte, prodotti innovativi come EVO vedranno un aumento dei prezzi medi. Si procederà quindi nell'ottica di sostenere la vendita di prodotti di prima scelta.
2. Marginalità (EBITDA): il recupero della marginalità operativa (CAGR FY11 – FY16 del 28,5% e + 9,1% p.p. rispetto alle vendite) avverrà grazie allo stabilizzarsi del costo delle materie prime. I prodotti di quarzo dovrebbero vedere una riduzione del costo sia per una decrescita del costo della materia prima, sia per il miglioramento dell'efficienza nella produzione, con l'acquisizione da parte degli operai di maggiori competenze nella produzione. Una certa riduzione dei costi sarà determinata anche dal minor costo del personale, con la fuoriuscita di 5 impiegati. Saranno limitati poi i costi di smaltimento grazie alla riduzione degli scarti di produzione.
3. Oneri finanziari: nel medio termine sono stati calcolati prendendo in considerazione le previsioni di Bloomberg sull'Euribor e gli spread attuali (salvo adeguamento degli spread relativi i mutui ipotecari e chirografi fino al raggiungimento dei tassi minimi), mentre nel breve termine con l'applicazione del 4% per tutto il periodo.
4. CCN: si attende in costante riduzione a seguito del miglioramento atteso dei giorni di rotazione del magazzino a fronte della nuova politica di razionalizzazione e gestione delle scorte, della riduzione dei giorni medi di incasso rispetto al 2011 grazie al cambiamento del mix produttivo e all'acquisizione di clienti multinazionali più rispettosi dei tempi di pagamento.
5. Capex: gli investimenti, inferiori rispetto al pregresso, saranno rivolti a innovare e ampliare la produzione, per sostenere lo sviluppo dei volumi di vendita previsti nel Piano.
6. Cessione di asset no-core: si prospetta la vendita di immobili no-core ad un prezzo tra €14,9 e €22,2 m.

7. PFN: la riduzione del livello di indebitamento dovrebbe essere possibile grazie ad una maggiore redditività operativa conseguente la ristrutturazione industriale di Zaffiro e grazie all'utilizzo dei proventi della vendita degli immobili no-core.
8. Patrimonio netto: l'incremento di capitale per €4 m e dei risultati previsti dal Piano determineranno l'aumento del patrimonio netto.
9. Riorganizzazione societaria: si dovrà procedere alla riorganizzazione della società con la liquidazione di Arrecife Surfaces e il ripristino in bonis di Los Roques.
10. Riorganizzazione e incremento della produzione: in tale ambito il miglioramento si otterrà grazie al trasferimento della produzione relativa ai prodotti a bassa marginalità, agli investimenti negli impianti ex Arrecife Surfaces e al maggiore sfruttamento degli impianti di estrazione e lavorazione di Los Roques.
11. Managerializzazione: direzione commerciale, procedure e processi dell'azienda verranno modificati in vista di un nuovo approccio al mercato.

Le successive due sezioni sono dedicate rispettivamente alla descrizione del piano industriale e della manovra finanziaria che costituiscono il piano attestato di risanamento. Si presenterà quindi l'analisi di sensitività predisposta dal management aziendale e dal professionista attestatore.

### **5.6.3.1 – Il piano industriale**

Il piano industriale, approvato dal CdA societario, è stato predisposto in un'ottica di continuità aziendale e si sviluppa sull'arco temporale 2012-2016.

Nel prosieguo, si presentano gli schemi di conto economico, stato patrimoniale e cash flow, i quali mostrano l'evoluzione attesa dei loro valori nell'orizzonte di Piano.

Tabella 5.8 – Conto economico

€ migliaia	Pgt 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014	Piano 2015	Piano 2016	CAGR% FY11-16
<b>Vendite</b>	<b>52.513</b>	<b>55.301</b>	<b>61.363</b>	<b>63.660</b>	<b>65.570</b>	<b>67.537</b>	<b>5,2%</b>
Consumi Privilege e var. magazzino	(7.185)	(774)	961	559	395	231	-150,3%
<b>Valore prodotto</b>	<b>45.328</b>	<b>54.527</b>	<b>62.324</b>	<b>64.219</b>	<b>65.964</b>	<b>67.768</b>	<b>8,4%</b>
Consumi	(21.127)	(25.393)	(30.293)	(31.217)	(31.973)	(32.756)	9,2%
Altri costi variabili	(6.563)	(6.481)	(6.988)	(7.216)	(7.433)	(7.656)	3,1%
Salari	(5.711)	(6.793)	(7.026)	(7.456)	(7.685)	(7.920)	6,8%
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>11.927</b>	<b>15.860</b>	<b>18.018</b>	<b>18.329</b>	<b>18.874</b>	<b>19.435</b>	<b>10,3%</b>
Stipendi	(4.064)	(3.802)	(3.922)	(3.985)	(4.048)	(4.113)	0,2%
Altri costi fissi	(5.085)	(5.331)	(5.490)	(5.486)	(5.516)	(5.570)	1,8%
<b>EBITDA</b>	<b>2.778</b>	<b>6.727</b>	<b>8.605</b>	<b>8.858</b>	<b>9.310</b>	<b>9.752</b>	<b>28,5%</b>
Ammortamenti	(3.096)	(3.055)	(4.401)	(4.505)	(4.503)	(4.494)	7,7%
Leasing immobili	-	-	-	-	-	-	n.a.
<b>EBIT</b>	<b>(318)</b>	<b>3.672</b>	<b>4.204</b>	<b>4.353</b>	<b>4.807</b>	<b>5.258</b>	<b>-275,3%</b>
Proventi e oneri finanziari	(1.573)	(1.769)	(1.726)	(1.636)	(1.542)	(1.465)	-1,4%
Proventi e oneri straordinari	(1.896)	(1.084)	(388)	(403)	2.381	(427)	-25,8%
<b>EBT</b>	<b>(3.787)</b>	<b>819</b>	<b>2.089</b>	<b>2.314</b>	<b>5.645</b>	<b>3.366</b>	<b>-197,7%</b>
Imposte	(339)	(623)	(1.117)	(1.143)	(2.185)	(1.531)	35,2%
<b>Risultato d'esercizio</b>	<b>(4.126)</b>	<b>196</b>	<b>972</b>	<b>1.171</b>	<b>3.460</b>	<b>1.835</b>	<b>-185,0%</b>
<b>Indicatori di performance</b>							
MdC in % alle vendite	22,7%	28,7%	29,4%	28,8%	28,8%	28,8%	
EBITDA in % alle vendite	5,3%	12,2%	14,0%	13,9%	14,2%	14,4%	
EBIT in % alle vendite	-0,6%	6,6%	6,9%	6,8%	7,3%	7,8%	
EBITDA/Oneri finanziari	1,8x	3,8x	5,0x	5,4x	6,0x	6,7x	
PFNEBITDA	16,8x	6,8x	5,0x	4,5x	3,7x	3,1x	

Fonte: informazioni societarie

La crescita dei ricavi di vendite prospettata nel periodo del piano, ad un CAGR del 5,2%, è da attribuirsi all'aumento dei volumi (+ €23,5 m) e alla riduzione dei prezzi medi di vendita (- €4,1 m).

L'incremento delle vendite nel 2012 (+5,3% rispetto al 2011) è conseguente al consolidamento del mercato cinese, mentre quella attesa per il 2013 (+11% rispetto al 2012) si presume che sarà connessa all'aumento delle vendite di quarzo.

Questo ha contribuito, insieme all'interruzione della produzione di Arrecife Surfaces nel 2011 e all'acquisto dei suoi prodotti, a determinare un valore di prodotto crescente nel periodo del Piano (CAGR +8,4%).

Allo stesso modo, anche il margine di contribuzione si prospetta in crescita lungo l'orizzonte del Piano, grazie all'incremento del volume d'affari e al generale miglioramento dell'efficienza.

L'incidenza del MdC sulle vendite crescerà dunque di 6,1 punti percentuali, passando dal 22,7% nel 2011 al 28,8% nel 2016, grazie non solo all'interruzione dell'attività della controllata spagnola Arrecife Surfaces con il conseguente taglio dei costi di trasporto, ma anche ai risparmi sullo smaltimento dei fanghi.

Le materie prime, facenti parte della voce consumi e rappresentate per il 50% dalla resina, incidono in misura rilevante sul costo unitario di produzione e si attestano in costante crescita lungo il Piano, alla luce dell'elevata valorizzazione dei prezzi delle materie prime a fine 2011.

La voce stipendi rimane invece pressoché invariata (CAGR 0,2%), mentre gli altri costi fissi sono attesi in crescita (CAGR 3,1%) a causa dell'incremento di ciascuna delle voci di cui sono composti, ovvero dei costi commerciali fissi, dei costi generali e amministrativi e dei costi industriali fissi.

Tutto questo ha determinato un incremento dell'EBITDA (CAGR 28,5%), principalmente attribuibile alla crescita della marginalità sulle vendite e al progressivo maggiore assorbimento dei costi fissi.

Per quanto riguarda invece gli oneri finanziari, essi sono stati calcolati distinguendo tra medio termine (Euribor pubblicato su Bloomberg il 2 febbraio 2012 e spread esistenti al 31 dicembre 2011) e breve termine (tasso annuo del 4%).

Complessivamente, gli oneri finanziari si riducono nel periodo del Piano ad un CAGR del -1,4%, mentre quelli straordinari addirittura ad un CAGR del -25,8%.

La tabella 5.9 mostra lo stato patrimoniale della società durante il medesimo arco temporale di riferimento.

*Tabella 5.9 – Stato patrimoniale*

€ migliaia	Pgt 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014	Piano 2015	Piano 2016
Immobiliizzazioni materiali	41.430	40.875	38.404	35.652	32.608	29.239
Immobiliizzazioni immateriali	1.207	1.055	794	542	414	290
Immobiliizzazioni finanziarie	1.331	2.081	2.081	2.081	2.081	2.081
<b>Immobiliizzazioni nette</b>	<b>43.968</b>	<b>44.011</b>	<b>41.279</b>	<b>38.274</b>	<b>35.103</b>	<b>31.609</b>
Magazzino	12.202	11.628	12.590	13.148	13.543	13.774
Crediti commerciali	10.967	10.151	11.264	11.685	12.036	12.397
Debiti commerciali	(13.759)	(8.021)	(8.993)	(9.498)	(9.929)	(10.623)
<b>Capitale circolante commerciale</b>	<b>9.410</b>	<b>13.758</b>	<b>14.860</b>	<b>15.336</b>	<b>15.650</b>	<b>15.548</b>
Altre attività e passività correnti	(3.461)	301	173	10	(175)	(369)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>5.949</b>	<b>14.059</b>	<b>15.033</b>	<b>15.345</b>	<b>15.476</b>	<b>15.179</b>
Fondo TFR e altri fondi	(6.322)	(7.152)	(6.860)	(6.569)	(5.589)	(3.847)
<b>Capitale investito</b>	<b>43.595</b>	<b>50.918</b>	<b>49.452</b>	<b>47.051</b>	<b>44.990</b>	<b>42.942</b>
Finanziamenti BT	2.715	8.530	9.459	9.253	11.194	11.584
Finanziamenti MT	40.030	37.342	33.975	30.608	23.147	18.874
Altri prestiti	-	-	-	-	-	-
<b>PFN</b>	<b>42.745</b>	<b>45.872</b>	<b>43.434</b>	<b>39.862</b>	<b>34.341</b>	<b>30.458</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>850</b>	<b>5.046</b>	<b>6.019</b>	<b>7.189</b>	<b>10.649</b>	<b>12.484</b>
<b>Indicatori di performance</b>						
PFN/Patrimonio netto	50,3x	9,1x	7,2x	5,5x	3,2x	2,4x
CCCVendite nette	17,9 %	24,9 %	24,2 %	24,1 %	23,9 %	23,0 %
CCNVendite nette	11,3 %	25,4 %	24,5 %	24,1 %	23,6 %	22,5 %

Fonte: informazioni societarie

Le immobilizzazioni nette appaiono in progressiva riduzione nell'orizzonte del Piano per effetto degli ammortamenti, superiori rispetto agli investimenti, i quali sono finalizzati ad ampliare e modernizzare le linee produttive.

Diversamente, il capitale circolante netto mostra nel periodo del Piano una tendenziale crescita rispetto al 2011; lo sbalzo di tale valore tra il 2011 e il 2012 è imputabile alla riduzione non solo dei debiti commerciali, ma anche delle altre passività correnti.

Il fondo TFR e gli altri fondi si riducono di €2,5 m per effetto dell'utilizzo dei fondi per l'acquisto delle quote di minoranza di Arrecife e Los Roques e il pagamento delle indennità TFR per €0,3 m.

Il patrimonio netto registra una costante crescita lungo l'intero orizzonte del Piano grazie non solo all'atteso aumento di capitale, ma anche ai prospettati risultati positivi.

Per quanto riguarda invece la posizione finanziaria netta, si osserva una riduzione del suo valore da €42,7 m nel 2011 a €30,5 m nel 2016 per effetto del miglioramento dell'EBITDA, che permette di generare cash flow cumulati positivi sia operativi, sia a servizio del debito (tabella 5.10).

**Tabella 5.10 – Cash flow**

€ migliaia	Def. 2010	Pgt 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014	Piano 2015	Piano 2016
<b>EBITDA</b>	<b>644</b>	<b>2.778</b>	<b>6.727</b>	<b>8.605</b>	<b>8.858</b>	<b>9.310</b>	<b>9.752</b>
Var. CCN	5.444	4.850	(8.110)	(974)	(312)	(131)	297
Capex nette	(2.930)	(2.593)	(2.348)	(1.670)	(1.500)	(1.332)	(1.000)
<b>Cash flow operativo</b>	<b>3.158</b>	<b>5.035</b>	<b>(3.731)</b>	<b>5.961</b>	<b>7.046</b>	<b>7.847</b>	<b>9.049</b>
Imposte	(179)	(339)	(623)	(1.117)	(1.143)	(2.185)	(1.531)
Var. fondi	2.162	526	830	(292)	(291)	(979)	(1.742)
Proventi e oneri straordinari	(16.421)	(1.896)	(1.084)	(388)	(403)	2.381	(427)
Ripatrimonializzazione	-	-	4.000	-	-	-	-
Crediti verso soci	11.201	(107)	(750)	-	-	-	-
<b>Cash flow a servizio del debito</b>	<b>(79)</b>	<b>3.219</b>	<b>(1.358)</b>	<b>4.164</b>	<b>5.209</b>	<b>7.064</b>	<b>5.348</b>
Proventi e oneri finanziari	(1.398)	(1.573)	(1.769)	(1.726)	(1.636)	(1.542)	(1.465)
<b>Cash flow netto</b>	<b>(1.476)</b>	<b>1.645</b>	<b>(3.127)</b>	<b>2.438</b>	<b>3.572</b>	<b>5.521</b>	<b>3.883</b>
<b>Indicatori di performance</b>							
Cash conversion rate	490,4%	181,2%	-55,5%	69,3%	79,5%	84,3%	92,8%
<b>Covenant</b>							
PFN/EBITDA	68,9x	15,4x	6,8x	5,0x	4,5x	3,7x	3,1x
EBITDA/OFN	0,5x	1,8x	3,8x	5,0x	5,4x	6,0x	6,7x
Equity	4.976	850	5.046	6.019	7.189	10.649	12.484

Fonte: informazioni societarie

### 5.6.3.2 – La manovra finanziaria

Di seguito si tratterà della proposta di rimodulazione dei debiti finanziari presentata da Zaffiro al ceto bancario dopo l'approvazione da parte del CdA, al fine di ridurre l'indebitamento da €42,7 m a €30,5 m nel periodo 2011-2016.

Si riporta la tabella che illustra la proposta di ristrutturazione della PFN.

*Tabella 5.11 – Proposta di ristrutturazione della PFN*

€ migliaia	Pgt 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014	Piano 2015	Piano 2016
<b>Finanziamenti BT</b>	<b>2.715</b>	<b>8.530</b>	<b>9.459</b>	<b>9.253</b>	<b>11.194</b>	<b>11.584</b>
- Mutui ipotecari	33.369	32.868	29.998	27.129	20.376	16.701
- Mutui chirografari	6.539	4.474	3.977	3.480	2.771	2.172
- Finanziamento ex Rover	122	-	-	-	-	-
<b>Finanziamenti MLT</b>	<b>40.030</b>	<b>37.342</b>	<b>33.975</b>	<b>30.608</b>	<b>23.147</b>	<b>18.874</b>
<b>Totale</b>	<b>42.745</b>	<b>45.872</b>	<b>43.434</b>	<b>39.862</b>	<b>34.341</b>	<b>30.458</b>
Affidamenti	11.600	11.600	11.600	11.600	11.600	11.600
<b>Piano rimborsi quota capitale MT</b>						
Mutui ipotecari		501	2.870	2.870	6.753	3.675
Finanziamenti chirografi		2.066	497	497	709	598
Ex Rover		122	-	-	-	-
<b>Totale</b>		<b>2.687</b>	<b>3.367</b>	<b>3.367</b>	<b>7.461</b>	<b>4.273</b>

Fonte: informazioni societarie

Aspetti fondamentali della proposta presentata al ceto bancario sono:

1. riscadenziamento dei finanziamenti: allineamento della durata dei finanziamenti sia ipotecari che chirografi con alcune delle banche creditrici, con eventuale rimborso in caso di vendita anticipata degli assets immobiliari;
2. riduzione degli affidamenti commerciali a breve: riduzione da €26,8 m nel 2010 a €11,6 m e mantenimento degli stessi da parte delle banche concedenti per un massimo di 3 anni, con un tasso d'interesse costante del 4%;
3. ripatrimonializzazione: aumento di capitale per un totale di €4 m entro il closing a seguito di versamenti da parte dei soci;
4. dismissione di assets immobiliari: vendita di assets immobiliari per ottenere nuove finanze volte al rimborso delle linee a medio/lungo termine;
5. rimborso mutuo chirografario ex Banca del Sud Italia: pagamento di €1 m su €1,6 m da parte del cessionario entro il closing, con conseguente estinzione dell'ipoteca;
6. impegno dei soci: acquisto da parte loro di un terreno della Zaffiro libero da ipoteche per €800 k;

7. operazioni finanziarie consentite: la Società potrà cedere pro-soluto crediti commerciali per massimo €5 m e acquistare beni strumentali per massimo €5 m;
8. impegno della Società a pagare gli interessi sui finanziamenti chirografari e ipotecari a M/L termine: pagamento in due tranches di pari peso per il 2012;
9. impegno Soci di Zaffiro: attivazione dei soci perché la Società ottenga finanziamenti da un istituto bancario finalizzati a eventuali necessità di cassa in caso di liquidazione dei soci spagnoli;
10. covenants finanziari: definizione di covenants annuali come riportato in tabella 5.12.

*Tabella 5.12 – Covenants finanziari*

€ migliaia	Pgt 2011	Piano 2012	Piano 2013	Piano 2014	Piano 2015	Piano 2016
EBITDA	2.778	6.727	8.605	8.858	9.310	9.752
Cash flow	1.645	(3.127)	2.438	3.572	5.521	3.883
PFN	42.745	45.872	43.434	39.862	34.341	30.458
<b>Covenant piano</b>						
PFN/EBITDA		6,8x	5,0x	4,5x	3,7x	3,1x
EBITDA/OFN		3,8x	5,0x	5,4x	6,0x	6,7x
Patrimonio netto		5.046	6.019	7.189	10.649	12.484
<b>Covenant proposta</b>						
PFN/EBITDA		10,0x	7,0x	6,3x	5,3x	4,5x
EBITDA/OFN		2,0x	3,0x	3,6x	3,8x	4,0x
Patrimonio netto soglia		4.000	4.000	4.000	4.000	4.000

Fonte: informazioni societarie

### 5.6.3.3 – Analisi di sensitività

L'analisi di sensitività, volta a testare l'effettiva tenuta del Piano e le sue aree di vulnerabilità, è stata predisposta sia dal management aziendale, sia dal professionista attestatore.

I driver utilizzati per l'esercizio di stress test sono: vendite, costo della resina, oneri finanziari e dismissioni di immobili.

Nel prosieguo verranno quindi espone queste determinanti, indicando per ciascuna di esse i risultati ottenuti.

#### Vendite

Per questa determinante sono stati presi in considerazione due scenari peggiorativi, facendo riferimento sia alle quantità, sia ai prezzi medi di vendita.

### *Volumi*

- scenario 1: riduzione del 3% dei volumi venduti nel FY 12 rispetto al budget e mantenimento sia del mix produttivo sia della crescita attesa;
- scenario 2: riduzione del 3% dei volumi venduti nel FY 12 rispetto al budget e crescita inferiore dei volumi FY 13 rispetto alle attese sia per il quarzo (+15% invece che +24%) sia per il micro (+10% invece che +23%).

### *Prezzi*

- scenario 1: riduzione del 3% del prezzo delle lastre di micro a partire dal budget 2012;
- scenario 2: riduzione del 3% del prezzo delle lastre di micro e dell'1% di quelle di quarzo a partire dal budget 2012;

I risultati ottenuti evidenziano una sostanziale tenuta di tutti i covenants finanziari per ciascuno degli scenari ipotizzati lungo l'intero orizzonte del Piano.

Per quanto riguarda l'indebitamento di breve, si evidenzia in entrambi gli scenari uno sfioramento nel 2015 e nel 2016.

### **Costo della resina**

Il costo di acquisto della resina incide per circa il 50% sui costi unitari di produzione; la sensibilità del Piano a tale variabile viene misurata considerando due scenari peggiorativi alternativi, aventi a oggetto il costo di acquisto:

- scenario 1: crescita dell'1% nel FY 13 del costo della resina nei costi unitari per prodotto;
- scenario 2: crescita dell'1% nel FY 13 del costo della resina nei costi unitari per prodotto e dello 0,5% all'anno per gli esercizi successivi.

I risultati ottenuti evidenziano una sostanziale tenuta di tutti i covenants finanziari per ciascuno degli scenari ipotizzati lungo l'intero orizzonte del Piano.

Per quanto riguarda l'indebitamento di breve, si evidenzia uno sfioramento nel 2015 (scenario 2) e nel 2016 (entrambi gli scenari).

### **Oneri finanziari**

Al fine dell'analisi di sensitività, per gli oneri finanziari sono stati considerati due scenari, incrementando sia il tasso di interesse, sia gli spread applicati:

- scenario 1: aumento del tasso di interesse sui finanziamenti a breve termine dal 4% al 6% e degli spread per quelli a medio/lungo termine dello 0,75%;
- scenario 2: aumento del tasso di interesse sui finanziamenti a breve termine fino al 7% e degli spread per quelli a medio/lungo termine dell'1,5%.

I risultati ottenuti evidenziano una sostanziale tenuta di tutti i covenants finanziari per ciascuno degli scenari ipotizzati lungo l'intero orizzonte del Piano.

Per quanto riguarda l'indebitamento di breve, si evidenzia in entrambi gli scenari uno sfioramento nel 2015 e nel 2016.

### **Dismissioni immobili no-core**

La presente sensitivity prende in considerazione la vendita di immobili no-core in due scenari peggiorativi: il primo in caso di vendita ad un prezzo inferiore del 20%, mentre il secondo al prezzo di realizzo indicato nelle rispettive perizie.

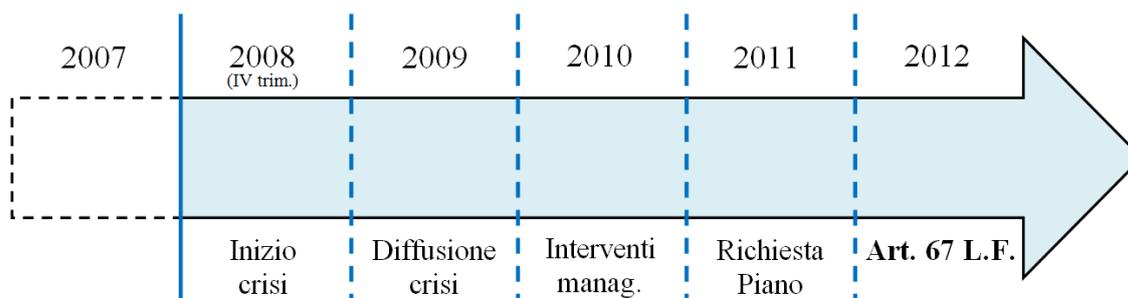
Dall'analisi risulta che, in entrambi gli scenari, a fronte della vendita degli immobili la Società sarebbe comunque in grado di rimborsare la quota bullet dei mutui aventi ipoteca sugli stessi.

Il pagamento dei finanziamenti residuali viene garantito dai flussi di cassa operativi generati da Zaffiro, come indicato nel Piano industriale.

## **5.7 – Sintesi dei risultati**

La figura 5.12 mostra i principali accadimenti aziendali dal manifestarsi della crisi nell'ultimo trimestre del 2008 all'approvazione del piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. nel 2012.

*Figura 5.12 – Zaffiro: i principali eventi societari*



*Fonte: elaborazione dell'Autore*

Le analisi finora svolte relativamente al caso Zaffiro S.p.A. consentono, a questo punto della trattazione, di mettere in evidenza le principali informazioni utili per rispondere alle domande di ricerca.

Nel prosieguo vengono quindi riproposte le tre domande di ricerca, dando a ciascuna di esse risposta, seppur parziale in questa fase.

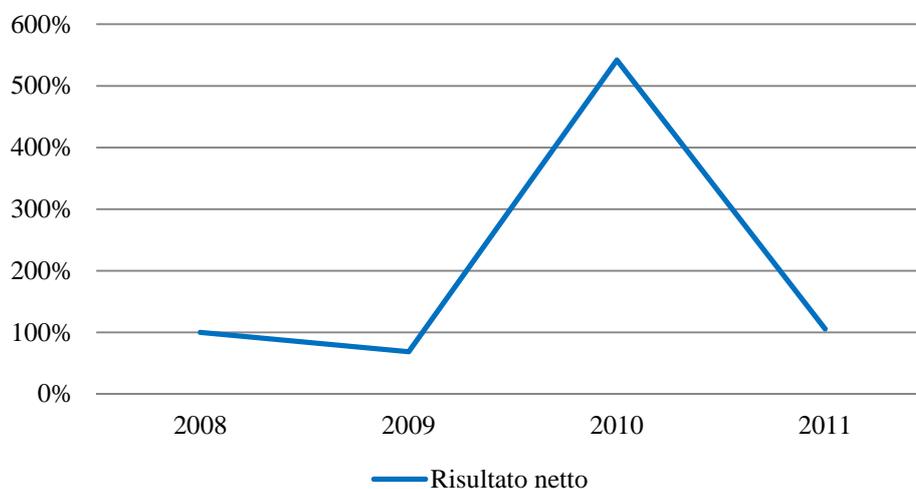
### 1. Qual è l'importanza di intervenire tempestivamente con procedure di ristrutturazione in una condizione di crisi aziendale?

Per comprendere l'importanza di intervenire tempestivamente in una condizione di crisi aziendale, viene proposta un'analisi per indici lungo l'orizzonte temporale di crisi 2008-2011.

Le determinanti prese in considerazione sono le seguenti:

1. Risultato netto d'esercizio: è espressione della differenza tra i ricavi e i costi complessivi aziendali e rappresenta il prodotto finale della gestione dell'impresa, ovvero segnala se essa sia stata in grado di generare utile o produrre perdite.

*Figura 5.13 – Andamento del risultato netto d'esercizio*



Fonte: elaborazione dati bilanci 2008-2011

Dalla figura 5.13 emerge che la Società, durante il periodo considerato, ha generato perdite, negli ultimi anni di crisi, superiori rispetto al primo anno.

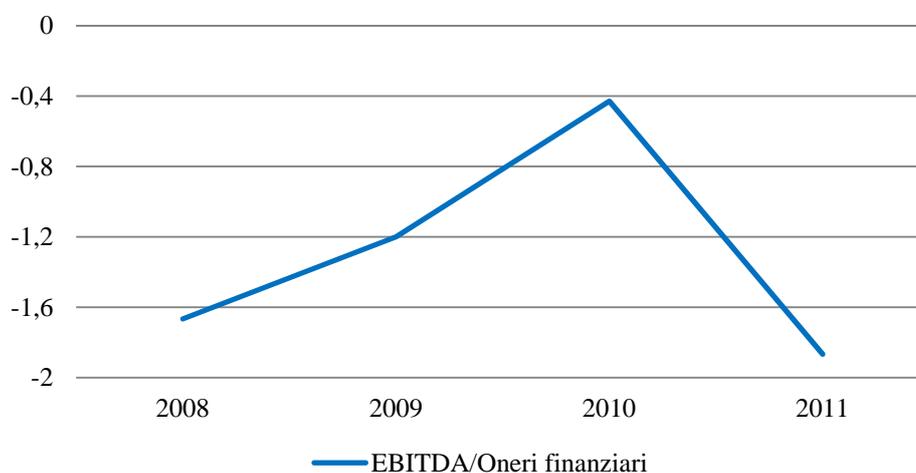
Infatti, mentre nel 2008 il risultato netto di esercizio è pari a - €3,8 m, nel 2010 si osserva un picco di - €20,5 m, dovuto in maggior misura alla crescita degli oneri straordinari (di cui fanno parte la svalutazione di partecipazioni societarie, gli oneri di ristrutturazione e le controversie legali); nel 2011, invece, il picco di - € 4 m risulta determinato principalmente sia dall'incremento degli oneri straordinari, sia dalla riduzione delle vendite.

L'andamento di tale indice segnala dunque una tendenza, seppur disomogenea, di crescita delle perdite aziendali in ragione sia dell'incremento degli oneri straordinari, sia della riduzione delle vendite.

2. EBITDA/oneri finanziari: è un indice di tensione finanziaria che esprime la copertura economica che il margine operativo lordo garantisce agli oneri

finanziari. Tale indice mostra una crescita tra il 2008 e il 2010, per poi toccare il suo minimo nel 2011.

*Figura 5.14 – Andamento EBITDA/oneri finanziari*



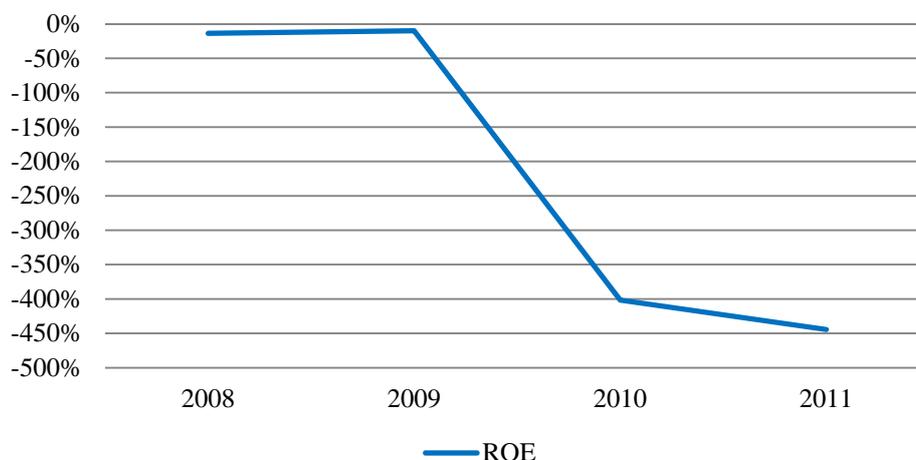
*Fonte: elaborazione dati bilanci 2008-2011*

Il comportamento di tale indice è spiegabile attraverso l'osservazione dell'EBITDA durante il quadriennio: mentre gli oneri finanziari si attestano in una pressoché costante riduzione tra il 2008 (- €3 m) e il 2011 (- €1,5 m), l'EBITDA decresce sensibilmente tra il 2008 (€5 m) e il 2010 (€0,6 m), per poi aumentare nel 2011 (€2,8 m).

Complessivamente si osserva dunque un andamento contrastante di tale indice, il cui punto di minimo è toccato nell'ultimo anno della serie, il 2011.

3. ROE: il ROE (return on equity) è un indice di redditività del capitale proprio, determinato dal rapporto tra il reddito netto dell'esercizio e i mezzi propri. Nel caso in oggetto, il ROE registra valori sempre negativi e tendenzialmente decrescenti lungo l'intero arco temporale.

**Figura 5.15 – Andamento ROE**



Fonte: elaborazione dati bilanci 2008-2011

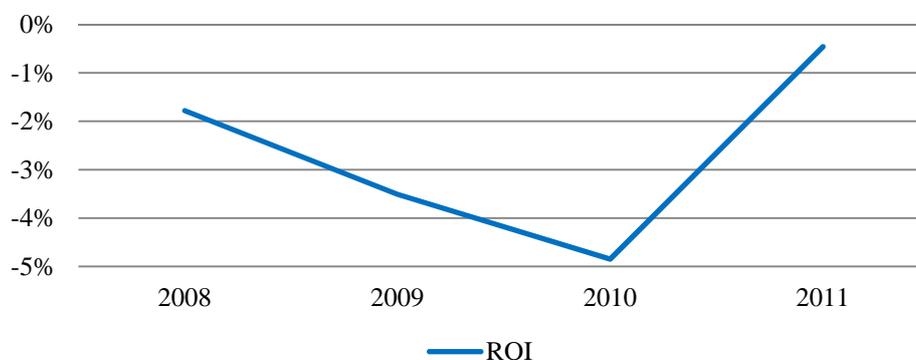
L'andamento decrescente del ROE è principalmente da attribuirsi alla forte riduzione del patrimonio netto in tutto l'orizzonte di crisi e, in particolar modo, nei periodi 2008-2009 e 2010-2011.

Infatti, mentre al primo anno di crisi il valore del patrimonio netto si attestava a € 27,1 m, la costante riduzione del suo valore ha portato il patrimonio netto nell'ultimo anno a €0,9 m.

Tale indice segnala dunque un andamento peggiorativo, in corrispondenza con il perdurare della crisi, della redditività del capitale proprio.

4. ROI: il return on investment (ROI) indica la redditività, nonché l'efficienza economica del capitale investito ed è definito dal rapporto tra il risultato operativo e il capitale investito netto operativo.

**Figura 5.16 – Andamento ROI**



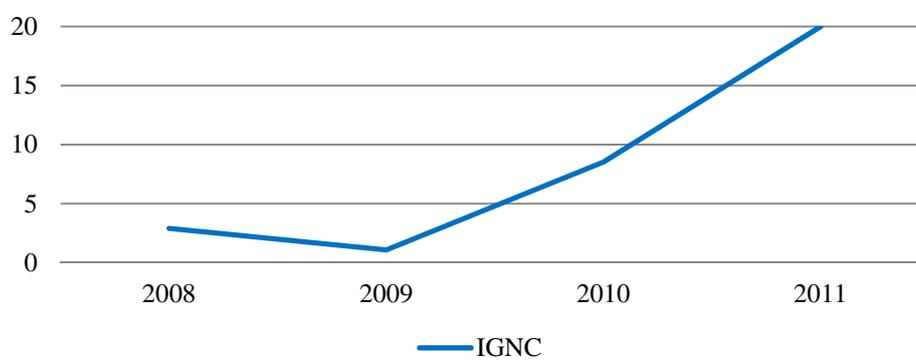
Fonte: elaborazione dati bilanci 2008-2011

Tale indice mostra un andamento decrescente tra il 2008 e il 2010, per poi attestarsi vicino allo zero nel 2011.

Inoltre, indipendentemente dall'andamento difforme, il valore di questo indice si registra, per ciascun anno del quadriennio, inferiore allo zero, a causa del perdurare di risultati operativi negativi.

5. IGNC: l'IGNC, acronimo di incidenza della gestione non caratteristica, è un indice di bilancio che segnala il contributo fornito dalla gestione non caratteristica alla determinazione del reddito netto di esercizio; esso si ricava come il rapporto tra il reddito netto d'esercizio e il risultato operativo.

*Figura 5.17 – Andamento IGNC*



*Fonte: elaborazione dati bilanci 2008-2011*

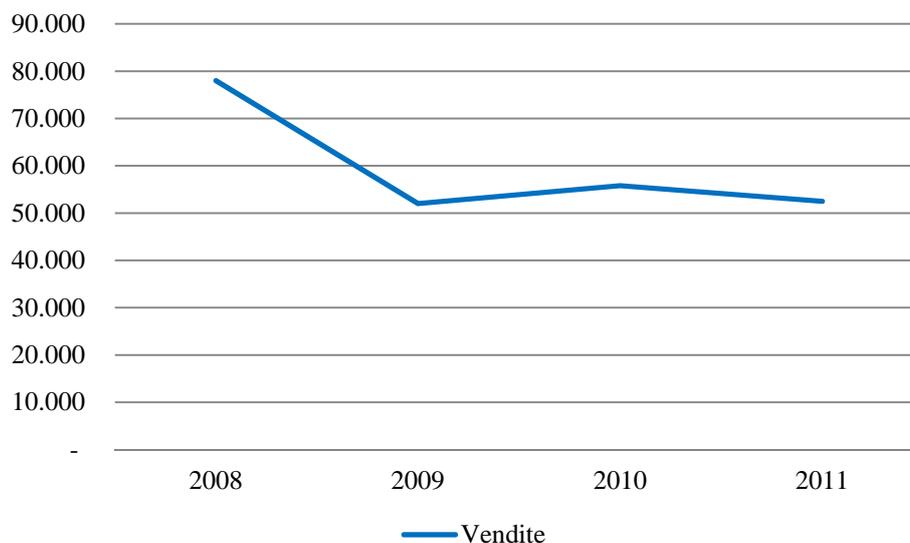
Tale indice presenta un andamento crescente durante il periodo di riferimento, attribuibile principalmente ai valori del risultato operativo, ad eccezione del 2010, dove l'incremento dell'indice è legato alla crescita del reddito netto d'esercizio.

Complessivamente, dallo studio dell'andamento degli indici appena esposto si osserva, durante il periodo di crisi, una tendenza al peggioramento della condizione societaria.

La capacità del management di recepire i segnali di crisi al loro manifestarsi ha consentito alla società di predisporre nel 2011 e di far ricorso nel 2012 a un piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F., evitando in questo modo l'aggravarsi della condizione aziendale e la crescita di squilibri economico-finanziari.

Tra gli effetti più evidenti della crisi è in particolar modo significativo osservare la riduzione del 33% delle vendite registrata tra il 2008 e il 2009: la società, nell'intero arco temporale, non è più riuscita a riportarle ai livelli iniziali.

*Figura 5.18 – Andamento vendite*



*Fonte: elaborazione dati bilanci 2008-2011*

Tuttavia, la crisi in cui versa l'impresa Zaffiro si caratterizza per essere ancora ai primi stadi di sviluppo, ovvero per essere una crisi leggera, dove un mancato intervento non può che portare a un peggioramento dei risultati societari, motivo per il quale ai primi interventi posti in essere dal management nel 2010 ha fatto seguito nel 2011 la predisposizione di un piano di risanamento approvato nel 2012.

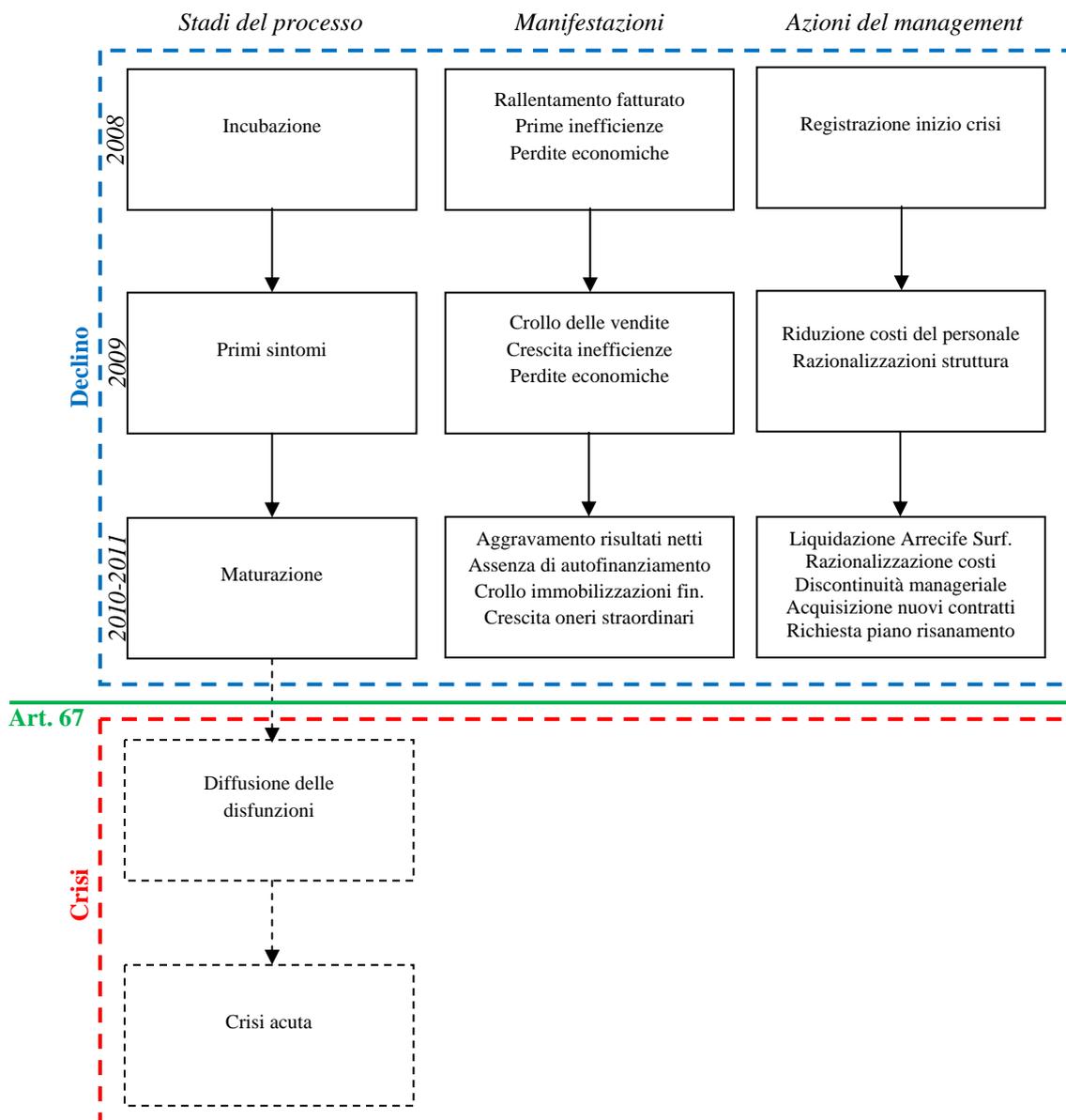
## **2. Quali sono le condizioni di applicabilità del piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.?**

Nel caso empirico in analisi, la società Zaffiro, per far fronte alla crisi di cui è stata oggetto negli anni 2008-2011, ha fatto ricorso a un piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. approvato nel 2012.

La scelta del management di fare ricorso a questo strumento deriva dalla insufficienza dei primi interventi a risolvere la condizione di crisi aziendale, rendendosi quindi necessario, per il ritorno a un equilibrio finanziario, il ricorso allo strumento in esame.

Adottando una struttura grafica simile a quella riportata in figura 1.3 del capitolo 1, viene di seguito proposta una rappresentazione della crisi societaria e degli interventi esercitati dal management durante gli anni di crisi.

Figura 5.19 – Crisi societaria e interventi del management



Fonte: elaborazione dell'Autore

Nella figura 5.19, ad ogni stadio del processo di crisi sono state associate sia le manifestazioni della stessa sulla condizione aziendale, sia gli interventi che il management ha posto in essere nel cercare di interrompere la maturazione di questa fenomenologia.

Tale rappresentazione illustra quindi da un lato il crescente aggravarsi della crisi d'impresa col passare degli anni, dall'altro le azioni che sono state esercitate per ritornare a una condizione di equilibrio, necessarie al fine di arrestare il processo di deterioramento aziendale e di non avanzare attraverso ulteriori stadi del processo di crisi caratterizzati da maggior gravità e minori possibilità di intervento.

Lo strumento di risanamento di cui all'art. 67 L.F. è stato quindi utilizzato in un contesto di crisi leggera, ovvero al terzo stadio del processo di crisi che, come argomentato nel paragrafo 1.2.2 del capitolo 1, "rappresenta il palesamento dei segnali della crisi d'impresa, andando a marcare quel labile confine che, secondo la teoria classica, separa il declino dalla crisi vera e propria".

### 3. Le imprese oggetto di analisi empirica rispettano le soglie indicate dal Cresv?

La tabella 5.13 mette a confronto i risultati delle ricerche compiute dal Cresv (2014) con quelli della società Zaffiro.

Per tale comparazione sono stati presi in considerazione i fondamentali espressi da un lato da Zaffiro nell'ultimo anno della serie storica, ovvero il 2011, anno di richiesta del Piano e dall'altro dagli studi effettuati dal Cresv, i quali rilevano una media dei valori dei fondamentali delle società che hanno fatto ricorso a procedure di risanamento ex art. 67 L.F. (16 aziende), o che hanno cessato la loro attività (86 aziende).

**Tabella 5.13 – Risultati a confronto**

	Art. 67 L.F. Zaffiro	Art. 67 L.F. Cresv (16 az.)	Cessazione attività Cresv (86 az.)
Attivo breve/Passivo Breve	122%	64%	72%
EBITDA margin	6%	-11%	-37%
Costo personale/Fatturato	9%	16%	18%
Risultato di esercizio/Fatturato	-9%	-13%	-45%
PFN/Equity	47,44	2,36	6,92
Oneri fin/PFN	4%	13%	23%
PFN/EBITDA	15,25	n.s.	-10,08
ROI	0%	1%	-10%
AFN/Attivo	66%	45%	28%

Fonte: elaborazione dati bilanci 2008-2011 e Cresv (2014)

Osservando i valori rappresentati in tabella, è possibile affermare che i fondamentali di Zaffiro S.p.A. sono più solidi rispetto a quelli indicati dal Cresv sia in caso di cessazione dell'attività, sia con riferimento alla medesima procedura di ristrutturazione adottata dalla Società.

Ad esempio, prendendo come riferimento l'EBITDA margin, il valore di tale voce per Zaffiro è superiore rispetto sia ai casi di ristrutturazione, sia alle cessazioni di attività indicate dal Cresv (rispettivamente il 6% di Zaffiro contro il -11% e il -37% del Cresv).

Migliori risultati si notano anche riguardo la voce “costo personale/fatturato”, la quale indica che nella Società vi è una minore incidenza dei costi del personale sul fatturato rispetto alle altre imprese di settore (9% di Zaffiro contro il 16% del Cresv).

Discorso analogo può essere fatto per la voce “risultato di esercizio/fatturato”, inferiore rispetto alla media indicata dal Cresv (-9% di Zaffiro contro il -13% del Cresv) e così via.

L'unica voce rappresentata in tabella 5.13 che mostra valori sensibilmente superiori rispetto sia alla media delle imprese indicate dal Cresv che hanno fatto ricorso al piano di risanamento, sia a quelle che hanno cessato la loro attività è il “PFN/Equity”: mentre la soglia indicata dal centro di ricerca è pari a 2,36 per le aziende che hanno fatto ricorso alla procedura di risanamento e 6,92 per quelle che hanno cessato la loro attività, il valore di tale indice per Zaffiro si attesta a 47,44.

La tabella successiva mostra l'andamento della voce “PFN/Equity” durante la crisi, evidenziando le sue componenti.

*Tabella 5.14 – PFN/Equity*

<b>Zaffiro S.p.A.</b>	2008	2009	2010	2011
PFN	45.800	42.900	44.400	42.700
Equity	27.100	25.500	5.100	900
<b>PFN/Equity</b>	<b>1,69</b>	<b>1,68</b>	<b>8,71</b>	<b>47,44</b>

*Fonte: elaborazione dati bilanci 2008-2011*

Dalla tabella 5.14 è possibile dedurre che, mentre negli anni 2008-2009 il valore di tale indice si attestava al di sotto (rispettivamente 1,69 e 1,68) dei valori indicati dal Cresv sia per le ristrutturazioni (2,36) che per le cessazioni di attività (6,92), tale rapporto si è sensibilmente incrementato nei due anni successivi, toccando il suo massimo nel 2011 (47,44).

Tale incremento è riconducibile non tanto alla riduzione negli anni della PFN, quanto al crollo del valore dell'equity tra gli anni 2008-2009 e 2010-2011, più precisamente da € 27,1 m nel 2008 a €0,9 m nel 2011 (-97%).

Complessivamente, sulla base dell'osservazione dei valori riportati in tabella 5.13 e dello studio di Zaffiro S.p.A., è possibile affermare che la Società presenta fondamentali più solidi rispetto a quelli riscontrati dalle medie delle imprese individuate dal Cresv che hanno fatto ricorso ad analoga procedura.

Questo fa dunque concludere che Zaffiro si trova in una condizione di crisi i cui effetti si sono ripercossi con minore forza sulle determinanti aziendali, grazie alla capacità del management di intercettare per tempo l'insorgere della crisi e adottare soluzioni volte al rilancio della condizione aziendale.

## Capitolo VI

# Case Study: un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.

### Sommario

<b>CASE STUDY: UN ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI EX ART. 182-BIS L.F.</b>	<b>181</b>
6.1 – INTRODUZIONE .....	182
6.2 – SECURITY ITALIA S.P.A.: UN ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI EX ART. 182-BIS L.F.	182
6.3 – IL SETTORE DELLA VIGILANZA PRIVATA .....	184
6.3.1 – <i>Analisi della domanda e dell’offerta</i> .....	186
6.3.2 – <i>Swot analysis</i> .....	188
6.4 – L’EVOLUZIONE DELLA CRISI .....	190
6.4.1 – <i>Le origini della crisi: il triennio 2008-2010</i> .....	191
6.4.2 – <i>Un primo intervento nel 2010-2011: il piano di risanamento ex art. 67 L.F.</i> .....	192
6.4.3 – <i>L’accentuarsi della crisi e le iniziative del management nel 2012</i> .....	193
6.5 – L’ANDAMENTO STORICO DELL’IMPRESA .....	194
6.5.1 – <i>Situazione patrimoniale per gli esercizi 2009-2012</i> .....	194
6.5.2 – <i>Situazione economica per gli esercizi 2009-2012</i> .....	199
6.6 – LA STRATEGIA DI RILANCIO .....	204
6.6.1 – <i>L’accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.</i> .....	205
6.6.2 – <i>Il piano industriale del Gruppo</i> .....	206
6.6.2.1 – <i>L’analisi di sensitività</i> .....	210
6.7 – SINTESI DEI RISULTATI .....	210

## 6.1 – Introduzione

Il presente capitolo, strutturato in modo analogo al precedente Case Study, è dedicato all'analisi dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F., i cui aspetti normativi e procedurali sono stati adeguatamente illustrati nel capitolo 2.

Nello specifico, il prosieguo della trattazione verte intorno al caso Security Italia S.p.A., società che svolge vigilanza privata a livello nazionale e che si colloca come leader di settore.

Cause di natura sia endogena che esogena hanno determinato l'insorgere nonché l'aggravarsi della crisi d'impresa, a cui il management aziendale ha deciso di far fronte dapprima nel 2010-2011 attraverso il ricorso a un piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F., non andato a buon fine a seguito delle difficoltà del mercato finanziario e, successivamente, mediante il ricorso a un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F..

Dopo una definizione del profilo aziendale e del mercato di riferimento, si proseguirà nell'individuazione delle cause alla base della crisi d'impresa, nonché degli effetti di questa sui valori aziendali, per poi illustrare le caratteristiche dell'accordo di ristrutturazione finalizzato a garantire la continuità societaria.

Un paragrafo conclusivo è infine dedicato alla raccolta e alla elaborazione delle principali informazioni tratte dal caso empirico, con l'obiettivo di trovare risposta alle domande di ricerca.

## 6.2 – Security Italia S.p.A.: un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.

Security Italia S.p.A. (di seguito la "Società"), holding di direzione del Gruppo Security (di seguito il "Gruppo"), azienda operante nel settore della vigilanza privata, ha informato i creditori, nel mese di gennaio del 2013, di voler accedere a una procedura di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F..

Si tratta di una società che opera nel settore della vigilanza privata da oltre 50 anni e che, grazie al portafoglio di servizi offerto dalle sue controllate, è riuscita ad acquisire nel tempo la posizione di leader di settore, con una quota di mercato stimata di circa l'8%.

Il Gruppo è infatti presente sul territorio nazionale con 17 sedi operative e 6 centrali, impiegando oltre 3.000 dipendenti e 400 addetti di lavoro interinale ed offrendo un ventaglio di servizi che possono essere raggruppati in cinque macrocategorie così descritte:

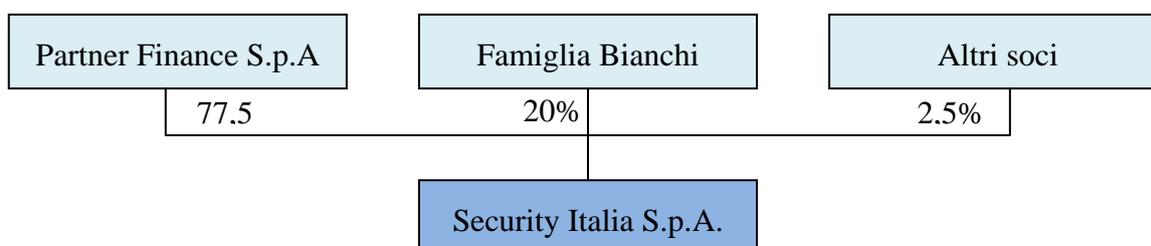
1. vigilanza fissa: viene svolta tramite il piantonamento armato di guardie giurate che sorvegliano un determinato obiettivo;

2. vigilanza di zona: consiste nel presidio non continuo di una determinata area;
3. servizi di trasporto e contazione: sono costituiti dalla movimentazione e custodia tramite strumenti blindati di denaro e/o beni di valore;
4. portierato: rappresentato dalla sorveglianza da parte di personale non armato adibito alla vigilanza di immobili;
5. servizi tecnologici: sono rappresentati dagli impianti di sicurezza.

Tutte le azioni della Società risultano gravate da pegno a favore di Banca Lombarda e di Banca Centrale Italiana.

Per quanto concerne invece la compagine sociale, il Gruppo prevede al proprio interno la distinzione tra 3 classi di soci, la cui quota di maggioranza è detenuta da Partner Finance S.p.A. (c. 77,5%), seguita dalla Famiglia Bianchi (20%) e infine da una quota di minoranza di altri soci (2,5%), come rappresentato in figura 6.1.

*Figura 6.1 – La compagine societaria di Security Italia S.p.A.*



*Fonte: informazioni societarie*

Nel prosieguo della trattazione si procederà innanzitutto ad analizzare il settore di riferimento, necessario al fine di meglio comprendere l'ambiente e il contesto competitivo in cui opera l'azienda, per poi concentrare l'attenzione esclusivamente sulla realtà aziendale, andando a studiare non solo l'andamento storico dell'impresa ma anche le cause che hanno originato la crisi nonché il primo intervento di risanamento ex art. 67 L.F. non andato a buon fine, per poi analizzare la strategia di rilancio adottata dall'impresa.

Si sottolinea fin da ora che i risultati delle analisi che verranno proposte sono il frutto di informazioni derivanti da diverse fonti, quali la Società, CoEss, Databank e Federsicurezza.

### 6.3 – Il settore della vigilanza privata

Il settore della vigilanza privata, regolato dal TULPS e integrato dai regolamenti provinciali emessi dalle singole prefetture, si caratterizza per l'elevato grado di frammentazione.

Una importante svolta degli equilibri competitivi di settore si ha con la modifica apportata al TULPS nel 2008; infatti, fino a tale data, le aziende operanti nella vigilanza privata hanno dovuto sottostare ad un rigido sistema autorizzativo e ad adeguarsi alle tariffe prefettizie, vincolanti per ogni provincia e all'obbligo di offrire i propri servizi solo in determinate aree territoriali.

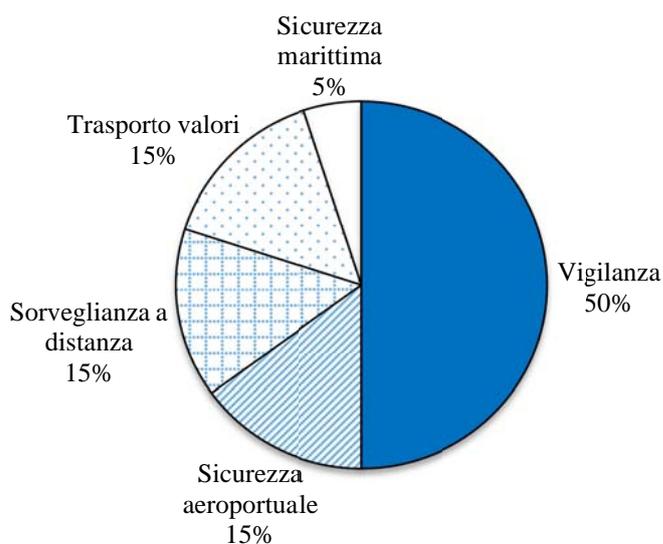
A partire dalla seconda metà del 2008, le modifiche apportate al TULPS hanno sensibilmente modificato il settore di riferimento, consentendo alle imprese di applicare le proprie tariffe, nonché di operare in diverse province.

Tali modifiche hanno dunque comportato un aumento della competitività del settore, ostacolando la nascita di piccole imprese di vigilanza specializzate nel presidio di determinate aree geografiche.

In base alle ultime statistiche disponibili, relative all'anno 2010, fornite dal CoESS, il settore della vigilanza privata in Italia è rappresentato da quasi 1000 imprese attive, registrando un valore di circa €2,7 mld.

Come mostrato nella figura 6.2, che rappresenta la ripartizione per le principali linee di business del mercato nel 2010, il core business è rappresentato dai servizi di vigilanza, determinando circa il 50% del fatturato complessivo.

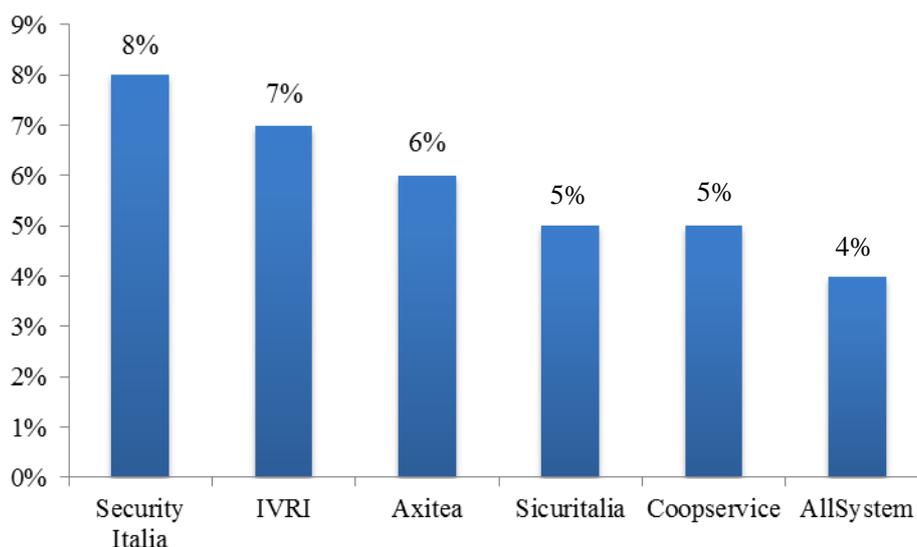
*Figura 6.2 – La segmentazione del mercato*



Fonte: CoESS (2011)

L'elevato grado di frammentazione del mercato è deducibile non tanto dal fatto che gli istituti di vigilanza presenti sul territorio italiano in grado di generare vendite nette superiori a €100 mln siano solamente 6, ma quanto dalla distribuzione delle quote di mercato: come illustrato in figura 6.3, nessuno dei principali player detiene una quota significativamente maggiore rispetto alle concorrenti, arrivando a contare le prime 10 imprese circa la metà del valore complessivo del mercato.

*Figura 6.3 – Quote di mercato dei competitor*



*Fonte: informazioni societarie*

In questo contesto, Security Italia detiene la posizione di leader di settore, con una quota di circa l'8% nel 2011.

Con riferimento invece al grado di diversificazione degli istituti di vigilanza, il settore si caratterizza per la presenza di imprese che offrono tutte le stesse categorie di servizi: al di fuori di alcune eccezioni (Coopservice e Axitea), tutti gli istituti di vigilanza concentrano la propria attività sul core business di settore, ovvero sulla vigilanza e sul trasporto dei valori.

A tal proposito, è possibile distinguere tra due categorie di imprese: da un lato quelle che offrono sia servizi di vigilanza che di trasporto dei valori e dall'altro quelle che offrono servizi di vigilanza ma non di trasporto dei valori.

Infatti, mentre il servizio di vigilanza è offerto da tutte le imprese di settore, a causa del numero limitato di clienti interessati e alla complessità nell'ottenimento di una licenza prefettizia, non tutti gli istituti di vigilanza svolgono l'attività di trasporto dei valori.

In ogni caso, secondo le stime di Databank e Freedonia rilasciate a dicembre 2010 e aggiornate a ottobre 2012, il CAGR 2010-2012 del valore totale del mercato è pari a c. +2,7%.

Tale valore indica quindi una crescita del settore, dovuta in particolar modo alla maggior efficienza derivante dalla riduzione dei costi legati all'attività.

Con l'obiettivo di fornire una disamina più approfondita relativamente alle caratteristiche di questo settore, nel paragrafo che segue si procederà ad approfondire le caratteristiche della domanda e dell'offerta, per poi costruire nel paragrafo 6.3.2 una matrice Swot, valutando dunque i punti di forza e di debolezza, le opportunità e le minacce con riferimento alla Società oggetto di studio.

### **6.3.1 – Analisi della domanda e dell'offerta**

Con riferimento alla domanda, le imprese operanti in questo settore sono soggette a molteplici variabili che possono pregiudicarne la redditività, sia nel breve che nel medio-lungo periodo; si considerano, a tal proposito, determinanti di primo rilievo la frammentazione del mercato, l'elevata regolamentazione ancora persistente e il maggiore potere contrattuale da parte dei grandi clienti (in primis banche e grande distribuzione organizzata).

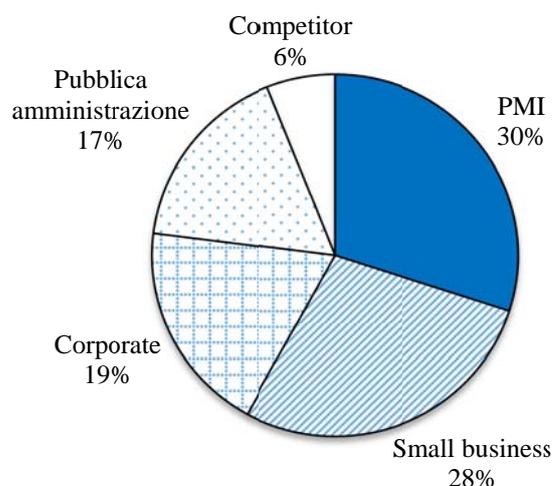
Più precisamente, alcuni fattori che possono incidere sui risultati delle imprese sono la normativa e i regolamenti prefettizi in materia di tariffazione e territorialità, l'elevato grado di competizione da parte di società in difficoltà, la riduzione o cessazione dei servizi richiesti da parte dei clienti anche in seguito alla crisi economica e la bassa penetrazione nel segmento residenziale.

Si tratta di una domanda caratterizzata da un elevato grado di frammentazione, dove i clienti si distinguono per dimensioni ed esigenze sensibilmente differenti tra loro; le principali categorie di clientela sono rappresentate dalle banche e istituti di credito, dagli esercizi commerciali e grande distribuzione, dalle stazioni aeroportuali e ferroviarie, dai centri sanitari, dalle residenze private e dalle grandi imprese operanti nel terziario.

In tale contesto, i segmenti di mercato che offrono le maggiori prospettive di crescita sono lo small business, grazie alla crescente percezione del rischio collegata alla loro attività e il residenziale dove solo il 17% degli impianti di allarme è collegato a una centrale operativa.

La Società, sulla base delle informazioni fornite nel 2010, rivolge la propria attenzione alle diverse categorie di clientela, profilandosi come clienti target del Gruppo le grandi corporate (banche e multinazionali industriali e di servizi), le aziende di piccole e medie dimensioni (sia industriali che di servizi), gli esercizi commerciali (small business) e la pubblica amministrazione (aziende di maggioranza pubblica, quali aeroporti, tribunali, ecc.).

*Figura 6.4 – Ricavi per categoria di clientela*



*Fonte: informazioni societarie*

Escludendo i piccoli esercizi commerciali di varia natura (bar, negozi di beni di consumo, ecc.), le principali categorie di clienti sono rappresentate da istituti bancari e grande distribuzione organizzata, che rappresentano rispettivamente circa l'8% e il 2% dei ricavi complessivi; il Gruppo si dimostra dunque in grado di comprendere il lato della domanda del settore e di servire le principali categorie di clientela sopra evidenziate.

Per quanto riguarda invece il lato dell'offerta, si registra il comportamento da parte dei maggiori players di fare ricorso a processi di riorganizzazione, che si stanno concretizzando mediante operazioni di M&A, le quali comportano un aumento del grado di concentrazione del mercato.

Tali operazioni determinano non solo l'accrescimento della quota di mercato detenuta dalle aziende leader, ma consentono inoltre di beneficiare delle economie di scala che si vengono a generare.

L'importanza di questa tipologia di economie non va sottovalutata, infatti analizzando i bilanci delle principali aziende di settore nel periodo 2007-2009, si osserva che la principale voce di costo è rappresentata dal costo del personale (mediamente pari a c. 60% dei ricavi), seguita dal costo dei servizi (c. 26% dei ricavi).

I principali fattori critici di successo di questo mercato sono infatti rappresentati dalla dimensione delle imprese (per ridurre l'incidenza dei costi fissi), dal ruolo crescente della tecnologia (per aumentare l'efficienza verso il segmento residenziale e small business), dalla qualità del management (per definire strategie commerciali in grado di sostenere la società) e dalla tariffazione (in quanto a seguito delle modifiche legislative apportate nel 2008 è diventata una variabile competitiva).

Le previsioni di crescita del mercato, come precedentemente riportato, sono positive e dipendono principalmente dalla razionalizzazione dei costi e all'attività di riorganizzazione commerciale finalizzata ad offrire prodotti a maggiore valore aggiunto, come gli impianti di videosorveglianza.

### 6.3.2 – Swot analysis

Alla luce delle analisi di settore svolte e delle caratteristiche dell'impresa, si procede in questo paragrafo alla presentazione della Swot analysis, strumento strategico utilizzato per valutare i punti di forza e di debolezza nonché le opportunità e le minacce legate all'attività d'impresa, determinante per meglio comprendere le effettive possibilità di realizzo del processo di risanamento aziendale.

Questa matrice viene rappresentata nella figura 6.5, per definire successivamente ciascuna delle voci ivi comprese.

*Figura 6.5 – Swot analysis*

Forza	Debolezza
Leader di mercato	Situazione di crisi
Qualità del management	Clienti small business sensibili al ciclo economico
Professionalità e formazione del personale	Inefficiente gestione dell'approvvigionamento
Presenza territoriale capillare	Revenues mix eterogeneo rispetto al settore
Avanguardia tecnologica e razionalizzazione dei costi	Struttura dei costi fissi da razionalizzare ulteriormente
Offerta di servizi differenziata	
Piano di rilancio in fase avanzata	
Opportunità	Minacce
M&A per grandi gruppi e ottenimento di economie di scala	Maggiore utilizzo dei sistemi elettronici di pagamento
Espansione del mercato residenziale	Aggregazione dei top competitors
Evoluzione della domanda della pubblica amministrazione	Concorrenza sui prezzi da parte di operatori poco professionali
	Rallentamento dell'economia

#### **Punti di forza**

- *Leader di mercato*: il Gruppo è il leader di mercato grazie a un market share dell'8%. Inoltre, essendo presente sul mercato nazionale da molti anni, gode di una forte

reputazione e di una facile riconoscibilità del marchio, diversamente dai molti competitors che operano prevalentemente a livello locale.

- *Qualità del management*: al tradizionale gruppo di dirigenti responsabili delle attività operative, è stato affiancato un manager di comprovate esperienze, il cui compito è quello di curare la parte strategica dell'azienda.

- *Professionalità e formazione del personale*: il Gruppo ha sempre investito molto sull'addestramento dei propri dipendenti, i quali sono ora dotati di elevata esperienza e professionalità; inoltre, in ragione dell'attività svolta da numerosi anni in questo settore, il Gruppo si caratterizza per un'anzianità media di servizio dei propri dipendenti mediamente superiore rispetto a quella dei concorrenti.

- *Presenza territoriale capillare*: il Gruppo è presente in numerose province italiane, in particolar in aree dove il potenziale di crescita atteso è elevato.

- *Avanguardia tecnologica e razionalizzazione dei costi*: innovazione e tecnologia sono sempre stati per l'impresa uno dei maggiori punti di forza, rendendo il proprio servizio difficilmente replicabile da parte dei competitors. Dato l'elevato numero di sedi e centrali operative, il Gruppo ha recentemente avviato processi di accorpamento delle sedi al fine di razionalizzare i costi delle strutture.

- *Offerta di servizi differenziata*: grazie all'innovazione tecnologica, il Gruppo è in grado di offrire ai propri clienti servizi integrati, difficilmente replicabili dai concorrenti meno strutturati.

- *Piano di rilancio in fase avanzata*: nel 2010 è stato approvato un piano industriale che prevede una serie di azioni, molte delle quali già in fase avanzata di implementazione, con l'obiettivo di rafforzare la posizione competitiva dell'impresa.

### **Punti di debolezza**

- *Situazione di crisi*: il Gruppo sta attraversando una crisi di tipo finanziario, a causa della quale sono iniziate le trattative con il ceto creditorio per la ristrutturazione del debito.

- *Clienti small business sensibili al ciclo economico*: gli esercizi commerciali sono particolarmente sensibili all'andamento del ciclo economico, incidendo quindi anche sulla domanda di servizi di vigilanza.

- *Inefficiente gestione dell'approvvigionamento*: difformità nelle politiche di approvvigionamento tra le diverse aree territoriali.

- *Revenues mix eterogeneo rispetto al settore*: il business model del Gruppo prevede una ripartizione delle attività su una molteplicità di aree di operatività tale da configurare un business mix e, quindi, un revenues mix eterogeneo rispetto al comportamento adottato dai principali competitors, i quali si focalizzano maggiormente sui comparti a più alta marginalità, come la vigilanza di zona.

- *Struttura dei costi fissi da razionalizzare ulteriormente*: il processo di aggregazione avviato dal Gruppo negli ultimi anni ha comportato inefficienze operative, quali ad esempio la duplicazione di costi.

### **Opportunità**

- *M&A per grandi gruppi e ottenimento di economie di scala*: l'elevato grado di frammentazione del mercato consente ai player meglio attrezzati di perseguire operazioni di aggregazione, volte all'accrescimento della quota di mercato, al presidio di nuove aree geografiche e alla realizzazione di economie di scala.

- *Espansione del mercato residenziale*: si tratta di un segmento che prospetta elevate opportunità di crescita, in funzione del basso numero di allarmi collegati a centrali operative rispetto al resto d'Europa e alla crescente percezione di insicurezza da parte dei cittadini italiani.

- *Evoluzione della domanda della pubblica amministrazione*: crescita della domanda da parte della pubblica amministrazione dei servizi di sicurezza.

### **Minacce**

- *Maggiore utilizzo dei sistemi elettronici di pagamento*: il crescente ricorso a strumenti elettronici di pagamento potrebbe ridurre, nel medio-lungo periodo, la domanda di servizi di trasporto e custodia di denaro.

- *Aggregazione dei top competitors*: uno dei principali fattori critici di successo è rappresentato dal raggiungimento delle economie di scala, che consentano di ridurre i costi e di aumentare l'innovazione; a fronte dell'elevato livello di frammentazione del mercato, è auspicabile attendersi operazioni di aggregazione con la conseguente formazione di nuovi importanti player.

- *Concorrenza sui prezzi da parte di operatori poco professionali*: la maggiore liberalizzazione in seguito alle modifiche apportate al TULPS nel 2008, possono favorire la nascita di piccoli operatori locali che, focalizzandosi su un determinato territorio e caratterizzati da una struttura di costi molto leggera, potrebbero erodere le quote di mercato dei grandi player.

- *Rallentamento dell'economia*: in periodi di crisi economica, la domanda di servizi di sicurezza può subire un rallentamento, comportando una notevole riduzione degli economics delle aziende del settore.

## **6.4 – L'evoluzione della crisi**

Al fine di una corretta analisi della crisi della Società e delle cause alla base di questa fenomenologia, il presente studio non può prescindere dal considerare il Gruppo nella

sua interezza, essendo Security Italia la holding di direzione e coordinamento del Gruppo stesso.

Si sottolinea che, nonostante lo stato di tensione finanziaria di cui la Società è stata oggetto, il management aziendale si è sempre mostrato pronto a recepire i primi segnali di crisi, cercando di identificare tempestivamente la strategia più idonea al superamento della fase di distress e alla continuità aziendale.

Nei successivi tre paragrafi si analizzeranno l'evoluzione della crisi e gli interventi del management nel cercare di porvi rimedio, con riferimento al periodo 2008-2012.

Nel dettaglio, il primo paragrafo è dedicato alle origini della crisi, scoppiata nel 2009, rivolgendo l'attenzione alle cause endogene ed esogene all'impresa; il secondo paragrafo riguarda il primo intervento attraverso la predisposizione di un piano di risanamento ex art. 67, comma 3, lettera d), L.F., mentre il terzo paragrafo è incentrato sulle iniziative del management nel 2012, in seguito alla compromissione degli obiettivi fissati nel precedente piano di risanamento.

#### **6.4.1 – Le origini della crisi: il triennio 2008-2010**

Lo stato di crisi aziendale, le cui manifestazioni risalgono al 2009, è dovuto congiuntamente a cause di natura sia esterna sia interna.

Per quanto riguarda i fattori esterni, due sono quelli che hanno significativamente inciso sui risultati del Gruppo:

1. la crisi economica, scoppiata nell'ultimo trimestre del 2008;
2. le modifiche apportate al TULPS nel 2008, che hanno determinato la liberalizzazione del mercato dei servizi di vigilanza.

La congiuntura economica ha infatti colpito duramente i mercati di sbocco del Gruppo, comportando una stagnazione della domanda e una tensione sui prezzi.

Questo ha indotto le banche, i centri di grande distribuzione e gli esercizi commerciali ad una riduzione di tutti i costi; inoltre la crisi del settore immobiliare ha comportato un notevole rallentamento nella costruzione di nuovi edifici e, quindi, una minore richiesta di servizi di vigilanza.

Il crollo della domanda in seguito alla crisi economica ha quindi inciso in misura determinante sui risultati aziendali ma, ancor più duramente, si sono avvertiti gli effetti negativi dei cambiamenti dal lato dell'offerta.

Infatti, come accennato nei precedenti paragrafi, il cambio di normativa intercorso nel 2008 con le modifiche al TULPS, ha comportato una maggiore concorrenza e liberalizzazione del mercato, provocando una decisa contrazione dei margini di tutti gli operatori.

Il mercato, prima della modifica, si caratterizzava infatti per una regolamentazione che limitava la concorrenza: rigoroso era il sistema per ottenere l'autorizzazione di accesso al mercato e ogni Prefettura di ogni Provincia determinava le tariffe da applicare.

Il cambiamento di normativa ha comportato l'eliminazione del vincolo autorizzativo relativo a ogni singola provincia, rendendo oggettivi i requisiti richiesti per lo svolgimento delle attività e l'abolizione delle tariffe prefettizie.

Di conseguenza, nuovi piccoli operatori sono entrati in gioco, proponendo prezzi competitivi.

Con riferimento invece ai fattori interni, si segnalano i seguenti elementi:

1. rapporto di leverage superiore alla media di settore: l'appesantimento della struttura finanziaria è legata all'operazione di leveraged by-out avvenuta nel 2006;
2. mix di vendita poco favorevole: nel 2009 quasi la metà del fatturato del Gruppo derivava dai servizi di vigilanza fissa (39,6%) e portierato (8,4%), aree di business fortemente penalizzate dalla liberalizzazione del 2008, che ha comportato una generalizzata riduzione dei prezzi e quindi della marginalità;
3. costo del lavoro elevato: trattandosi di un Gruppo storico, l'anzianità media di servizio della relativa forza lavoro è superiore rispetto a quella dei nuovi concorrenti;
4. eccessivi costi di struttura: negli ultimi anni, il Gruppo è stato oggetto di un forte processo di aggregazione, il che ha comportato importanti cambiamenti nel management;
5. modelli di offerta commerciale, politica di approvvigionamenti e gestione delle relazioni con subappaltatori disomogenei: la normativa vigente prima del 2008, che fortemente regolava il settore della vigilanza privata con notevoli differenze da provincia a provincia, ha generato comportamenti e modelli difforni tra le diverse aree geografiche, con conseguenti prassi commerciali disomogenee e non sempre efficaci all'interno del Gruppo.

## **6.4.2 – Un primo intervento nel 2010-2011: il piano di risanamento ex art. 67 L.F.**

Conseguentemente alla situazione di crisi, il Gruppo ha iniziato a predisporre, nel biennio 2010-2011, una serie di misure volte a contrastare gli effetti negativi legati al peggioramento del quadro economico e delle carenze gestionali, tra cui interventi sul personale, la predisposizione di un nuovo piano industriale, l'avvicendamento di nuovi manager e alcune modifiche della struttura societaria.

A tal fine, il CdA societario aveva predisposto, già nel 2011, un piano di risanamento attestato ai sensi dell'art. 67, comma 3, lettera d), L.F., per il successivo quinquennio,

volto al riequilibrio della situazione finanziaria aziendale e al risanamento dell'esposizione debitoria.

Nel dettaglio, il piano si articolava in:

1. una parte finanziaria, che prevedeva la rinegoziazione del finanziamento con le banche, l'aumento del capitale sociale per complessivi €11 m. e il conferimento da parte della Società a un terzo soggetto di un mandato a vendere della stessa;
2. una parte industriale, che riguardava il Gruppo nella sua interezza e si articolava in una serie di progetti riferibili a sette macroaree di intervento: commerciale, sfera di business, risorse umane, costi, attività e passività, acquisizioni e correlativi interventi di supporto.

### **6.4.3 – L'accentuarsi della crisi e le iniziative del management nel 2012**

Nonostante la decisione del management aziendale di intervenire prontamente per risolvere la condizione di crisi, a causa della generale situazione di difficoltà del mercato finanziario e dalla crescente difficoltà nell'incasso dei pagamenti, gli interventi previsti nel piano sono stati duramente compromessi.

Infatti, con l'acuirsi nel 2012 della crisi del mercato finanziario e del c.d. credit crunch, si è assistito a una costante riduzione nella concessione delle linee di credito al Gruppo, necessarie ad esempio per l'anticipo di fatture o per far fronte a picchi di pagamenti e alla contrazione delle linee di factoring.

Congiuntamente, la condizione aziendale era minacciata anche dal progressivo cumularsi di ritardi negli incassi dei clienti, loro stessi colpiti da difficoltà finanziarie e dall'introduzione, con l'art. 13-ter del D.L. 83/2012, di una sanzione amministrativa pecuniaria in capo ai committenti che provvedano ad effettuare pagamenti agli appaltatori senza aver previamente ottenuto da costoro l'attestazione che i versamenti fiscali sono stati correttamente eseguiti.

Tutto ciò ha determinato una crisi di tesoreria del Gruppo, successivamente sfociata in stress finanziario, che ha comportato ritardi nei pagamenti di natura finanziaria, fiscale e dei fornitori.

Nel tentativo di porre rimedio a tale situazione, il management del Gruppo si è prontamente attivato nel 2012, ponendo in essere diversi interventi strutturali, quali:

1. piano di tesoreria: elaborazione di un nuovo piano di tesoreria, con l'obiettivo di individuare delle linee guida di intervento, anche in relazione al debito verso l'erario;
2. piano industriale: predisposizione di un budget 2012-2013 e di un nuovo piano industriale finalizzati alla produzione di cassa;

3. richiesta di supporto finanziario: avvio di contatti con tutti gli stakeholder (soci e banche finanziatrici in primis), per il sostegno del Gruppo;
4. negoziazione con operatori del settore: avvio di contatti con operatori del settore per la cessione sia dell'intero Gruppo, sia di singoli beni del patrimonio aziendale.

Oltre ad operare nell'ottica di una razionalizzazione interna e del recupero crediti, sia tramite risorse proprie, sia tramite fornitori esterni, il management ha avviato una negoziazione, con i propri soci di riferimento e con le banche finanziatrici, allo scopo di ottenere un supporto finanziario per complessivi €20 m.

Si è così giunti alla sottoscrizione di una bozza di accordo per la ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F., di cui si tratterà nel paragrafo 6.6.

## **6.5 – L'andamento storico dell'impresa**

Il seguente paragrafo è incentrato sull'analisi dell'andamento storico dell'impresa, con riferimento al periodo di crisi 2009-2012.

Esso si articola in due sottoparagrafi, 6.5.1 e 6.5.2, i quali illustrano rispettivamente lo stato patrimoniale e il conto economico della Società al 31 dicembre 2012, sulla base delle bozze predisposte prima per il piano di risanamento e poi per l'accordo di ristrutturazione.

Ciò che si vuole di seguito sottoporre all'attenzione non è tanto la definizione di ciascuna voce rappresentata, quanto la comprensione dell'andamento di ciascuna di esse negli anni della crisi, così da studiare come questa si sia manifestata e abbia influito sui fondamentali dell'impresa.

La crisi economica ha infatti comportato una sempre maggiore difficoltà nell'incasso dei crediti verso la clientela, il progressivo ridursi delle linee di credito e gravi ritardi nei pagamenti di natura finanziaria, fiscale e verso i fornitori; nei successivi due paragrafi si analizzerà dunque come questo abbia influito sui valori di stato patrimoniale e conto economico.

### **6.5.1 – Situazione patrimoniale per gli esercizi 2009-2012**

La tabella 6.1 illustra lo stato patrimoniale di Security Italia S.p.A. negli anni di crisi 2009-2012.

Per l'analisi delle voci ivi comprese si procederà non solo alla definizione di ciascuna sua determinante, così da comprendere come si sia formata, ma si farà anche ricorso a

rappresentazioni grafiche, dove i valori sono espressi su base 100, prendendo sempre come anno di riferimento il 2009.

*Tabella 6.1 – Stato patrimoniale 2009-2012*

<b>Stato Patrimoniale 2009-2012</b>	<b>31.dic.2009</b>	<b>31.dic.2010</b>	<b>31.dic.2011</b>	<b>31.dic.2012</b>
<b>Importi in € k</b>	<b>Def.</b>	<b>Def.</b>	<b>Def.</b>	<b>Bozza</b>
Materiali	105	90	68	55
Immateriali	2.300	2.500	2.400	2.000
Finanziarie	145.000	145.000	145.000	145.000
<b>Immobilizzazioni nette</b>	<b>147.405</b>	<b>147.590</b>	<b>147.468</b>	<b>147.055</b>
Crediti commerciali	2.750	2.780	1.000	900
Debiti commerciali	(1.500)	(3.200)	(1.500)	(1.300)
<b>Capitale circolante commerciale</b>	<b>1.250</b>	<b>(420)</b>	<b>(500)</b>	<b>(400)</b>
Altre attività	32.000	40.000	53.000	19.000
Altre passività	(17.000)	(22.000)	(33.000)	(4.500)
<b>Capitale circolante netto</b>	<b>16.250</b>	<b>17.580</b>	<b>19.500</b>	<b>14.100</b>
Fondi rischi e oneri	-	(480)	-	(65)
Fondo TFR	(580)	(650)	(700)	(770)
<b>Capitale investito netto</b>	<b>163.075</b>	<b>164.040</b>	<b>166.268</b>	<b>160.320</b>
Disponibilità liquide	5.500	5.000	3.300	3.000
Debiti verso soci	(18.000)	(18.800)	(18.000)	(18.900)
Indebitamento bancario	(100.000)	(100.900)	(97.700)	(99.500)
<b>PFN/(Cassa)</b>	<b>(112.500)</b>	<b>(114.700)</b>	<b>(112.400)</b>	<b>(115.400)</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>50.575</b>	<b>49.340</b>	<b>53.868</b>	<b>44.920</b>

Fonte: bilancio 2012 e informazioni societarie

Le immobilizzazioni al 31 dicembre 2012 ammontano complessivamente a €147 m, di cui fanno parte:

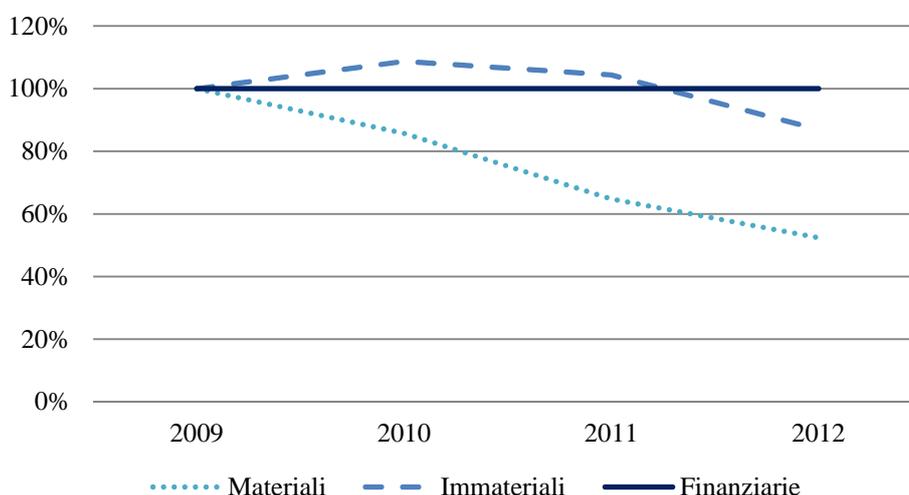
- le immobilizzazioni finanziarie, pari a € 145 m, composte interamente dalle partecipazioni che la Società detiene nei confronti delle proprie controllate. Esse sono iscritte al costo di acquisto o di sottoscrizione, comprensivo degli oneri accessori e incidono per il 98,6% sul valore complessivo delle immobilizzazioni;
- le immobilizzazioni immateriali, pari a € 2 m, composte principalmente da marchi (€0,4 m) e altri beni immateriali (€1,4 m) quali fees, spese bancarie e ristrutturazioni edilizie; incidono per l'1,36% sul valore complessivo delle immobilizzazioni;
- le immobilizzazioni materiali, pari a €55 k, che includono principalmente altri beni quali macchine elettroniche e per ufficio e incidono per lo 0,04% sul valore complessivo delle immobilizzazioni.

Nella figura successiva viene fornita una rappresentazione grafica dell'andamento delle immobilizzazioni, con riferimento a ciascuna delle sue componenti.

Si sottolinea che, a fronte dell'elevata incidenza delle immobilizzazioni finanziarie sulle immobilizzazioni nette, quest'ultime tendono a corrispondere con la prima tipologia evidenziata, rendendosi le variazioni negative delle immobilizzazioni materiali e immateriali marginali rispetto al valore complessivo, che rimane tendenzialmente costante.

Le due voci, la cui incidenza risulta marginale sul valore complessivo a bilancio, registrano una riduzione del proprio valore negli anni della crisi, in accordo con quanto evidenziato dallo studio sui comportamenti delle imprese italiane durante la crisi effettuato dal Cresv (2014).

*Figura 6.6 – Andamento delle immobilizzazioni*



Fonte: elaborazione dati Stato Patrimoniale

Comportamenti apparentemente contrari a quelle che sono le attese delle manifestazioni della crisi sono individuati nei crediti e debiti commerciali e nelle altre attività e passività.

Infatti, da un punto di vista prettamente teorico, a fronte di una difficoltà di incasso dei crediti verso i clienti e della riduzione delle linee di affidamento, ci si attenderebbe un aumento dei crediti commerciali, una riduzione delle disponibilità liquide per far fronte ai pagamenti e un aumento dei debiti di qualsiasi natura, siano essi iscrivibili tra i debiti commerciali o tra le altre passività.

Tuttavia, al fine di spiegare il comportamento di queste voci, è necessario innanzitutto definire come esse siano costituite.

I crediti commerciali, al 31 dicembre 2012, ammontano a €900 k, riconducibili quasi interamente alle fatture da emettere verso le controllate, mentre solo lo 0,7% di tale valore si riferisce ai crediti verso terzi.

I debiti commerciali, al 31 dicembre 2012, ammontano a €1,3 m, dei quali €830 k per fatture da ricevere da fornitori terzi e €470 k per debiti verso i fornitori.

La voce “altre attività”, al 31 dicembre 2012, ammonta a €19 m, dei quali €13,3 m per crediti intercompany, mentre il restante per crediti per imposte anticipate, crediti tributari, risconti attivi e altri crediti.

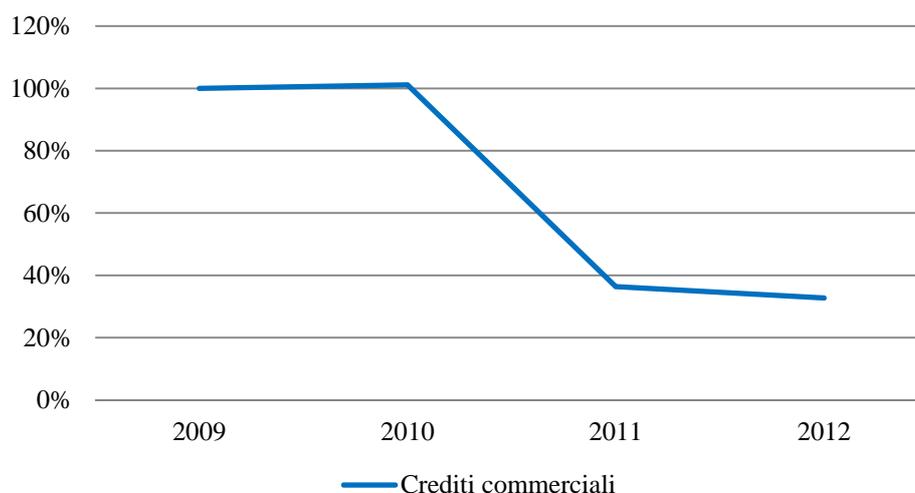
Infine, la voce “altre passività” che, al 31 dicembre 2012, ammonta a €4,5 m, è rappresentata per €2,6 m da debiti intercompany, mentre il restante da debiti per il personale, debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale, debiti tributari e ratei passivi.

Prendendo in considerazione i crediti commerciali, come rappresentato in figura 6.7, è riscontrabile un andamento, nel periodo considerato, contrario alle aspettative: questi crediti, invece che aumentare a fronte di una maggiore difficoltà di incasso dei crediti verso terzi, si riducono.

Tale comportamento è tuttavia spiegato dalla bassa incidenza (0,7%) che i crediti verso terzi rivestono all'interno della voce “crediti commerciali”, essendo quest'ultima rappresentata quasi unicamente dalle fatture da emettere verso le controllate.

In sostanza, la riduzione dei crediti commerciali non è dovuta a un maggior incasso dei crediti verso terzi, ma ad un sensibile calo delle fatture da emettere verso le controllate le quali, protagoniste della crisi, richiedono minori servizi alla Società, segnale di una crisi di operatività del Gruppo.

*Figura 6.7 – Andamento dei crediti commerciali*

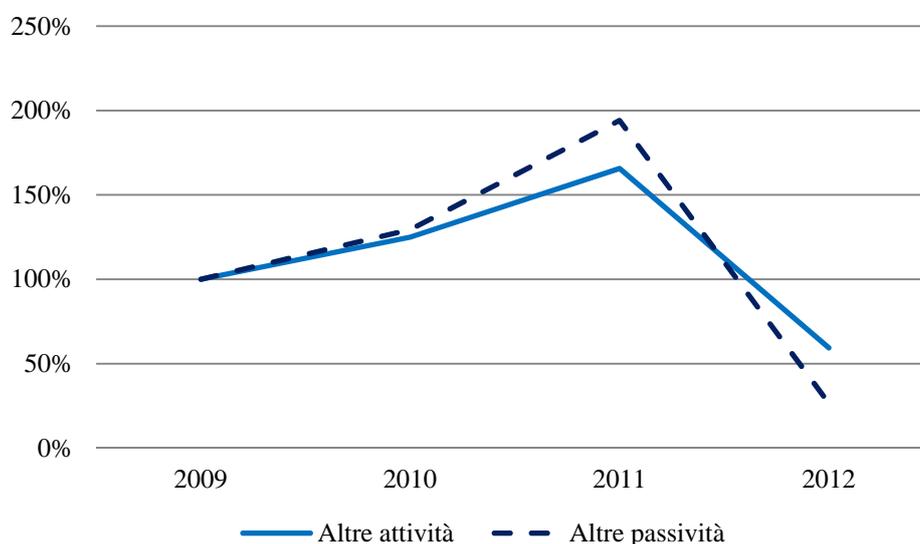


Fonte: elaborazione dati Stato Patrimoniale

Allo stesso modo, anche per le altre attività e le altre passività si osserva un comportamento divergente dalle aspettative: nonostante la riduzione delle linee di affidamento, i debiti che fino al 2011 erano in progressiva crescita hanno subito una riduzione pari a €28,5 m nel 2012, mentre le altre attività di €34 m nello stesso anno.

Tali variazioni sono riconducibili a operazioni di cessione di crediti esercitate dalla Società a favore di Partner Finance, al fine di far fronte al fabbisogno di liquidità per superare i picchi di cassa stagionali. Tali operazioni hanno dunque comportato una riduzione dell'ammontare delle attività in ragione della loro cessione, ma anche una riduzione delle passività, in quanto a tale voce sono riconducibili le risorse liberate da tali operazioni (figura 6.8).

*Figura 6.8 – Andamento delle altre attività e passività*



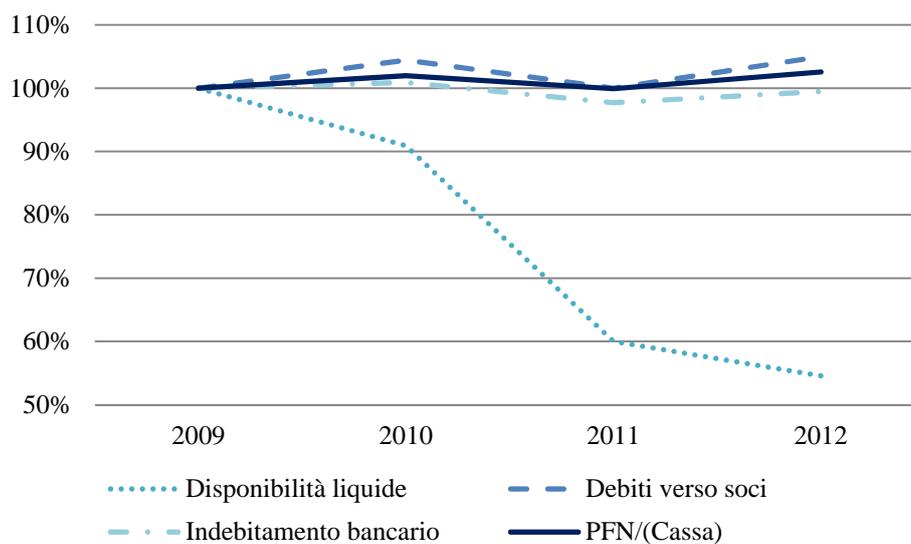
*Fonte: elaborazione dati Stato Patrimoniale*

Per quanto riguarda invece la posizione finanziaria netta, al 31 dicembre 2012 ammonta a €115,4 m e non mostra alcuna crescita sensibile nel periodo considerato (+2,6% nel 2012 rispetto al 2009).

Essa è composta dalle seguenti tre voci (figura 6.9):

- disponibilità liquide per €3 m relative a depositi bancari, in calo durante l'intero periodo;
- debiti verso soci per 18,9 m relativi al Vendor Loan verso la famiglia Bianchi;
- indebitamento bancario per €99,5 m derivante principalmente dal finanziamento erogato in pool da Banca Lombarda e Banca Centrale Italiana.

*Figura 6.9 – Andamento della PFN e delle sue componenti*



Fonte: elaborazione dati Stato Patrimoniale

## 6.5.2 – Situazione economica per gli esercizi 2009-2012

La tabella 6.2 rappresenta il conto economico della Società nel periodo di crisi 2009-2012.

L'esposizione delle sue voci segue la medesima impostazione utilizzata nel paragrafo precedente, ovvero definisce ciascuna delle sue componenti mediante il supporto di rappresentazioni grafiche in cui si prende come riferimento il primo anno di crisi, il 2009.

Tabella 6.2 – Conto economico 2009-2012

Conto Economico 2009-2012 Importi in € k	Esercizio	Esercizio	Esercizio	Esercizio
	2009 Def.	2010 Def.	2011 Def.	2012 Bozza
Ricavi di vendita e prestazioni	9.000	7.800	7.100	6.400
Altri ricavi e proventi	201	350	220	500
<b>Valore della produzione</b>	<b>9.201</b>	<b>8.150</b>	<b>7.320</b>	<b>6.900</b>
Materie prime e merci	(55)	(72)	(49)	(50)
Servizi	(2.050)	(2.150)	(1.800)	(2.300)
Godimento beni di terzi	(470)	(450)	(480)	(450)
Personale	(3.800)	(3.300)	(3.200)	(3.400)
Oneri diversi di gestione	(21)	(18)	(11)	(44)
<b>EBITDA</b>	<b>2.805</b>	<b>2.160</b>	<b>1.780</b>	<b>656</b>
Ammortamenti	(600)	(590)	(720)	(590)
Accantonamenti	-	(480)	-	(65)
<b>EBIT</b>	<b>2.205</b>	<b>1.090</b>	<b>1.060</b>	<b>1</b>
Proventi e oneri finanziari	86	(4.600)	(4.900)	(5.700)
Rettifiche di valore di attività fin	(920)	(200)	(930)	(2.500)
Proventi e oneri straordinari	(41)	(840)	350	(395)
<b>EBT</b>	<b>1.330</b>	<b>(4.550)</b>	<b>(4.420)</b>	<b>(8.594)</b>
Imposte	860	430	320	(180)
<b>Risultato netto</b>	<b>2.190</b>	<b>(4.120)</b>	<b>(4.100)</b>	<b>(8.774)</b>

Fonte: bilancio 2012 e informazioni societarie

Osservando i valori espressi nel conto economico, appaiono evidenti gli effetti della crisi sui risultati dell'impresa: il valore della produzione, l'ebitda, l'ebit, l'ebt e il risultato netto registrano tutti valori in forte calo nel periodo considerato.

Per una corretta analisi delle seguenti voci si procede innanzitutto alla definizione di ciascuna di esse, andando ad individuare come queste si compongono.

Per quanto riguarda il valore della produzione nel 2012, esso ammonta a €6,9 m ed è prevalentemente costituito dai ricavi derivanti dall'attività che la Società svolge in favore delle sue controllate (€ 6,4 m), ovvero dall'attività di elaborazione dati e di direzione strategica, dalle royalty per lo sfruttamento del marchio, dalle prestazioni di servizi e dalle locazioni.

Tale valore è però da ricondurre anche, in minor misura (€0,5 m), ai contributi in conto esercizio per un finanziamento finalizzato alla formazione del personale e ad altri ricavi e proventi legati a varie componenti residuali di reddito.

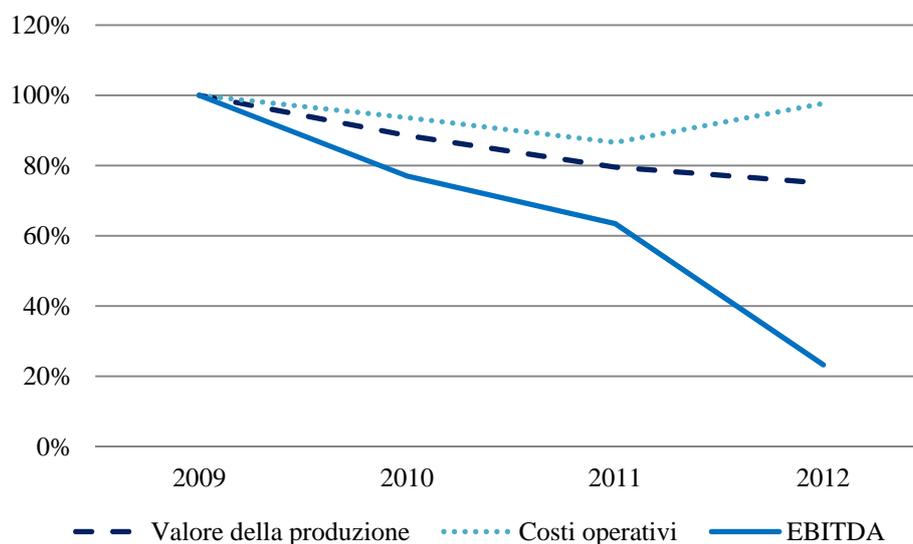
Il valore della produzione registra dunque un andamento decrescente durante la crisi, determinando una perdita nel 2012, rispetto al 2009, del 25%. (figura 6.10).

Diversamente, i costi operativi mostrano una riduzione nel 2010 e nel 2011 del 6% e 13% rispettivamente, per poi tornare a crescere nel 2012 a livelli equiparabili a quelli riscontrati nel 2009 (-2% nel 2012 rispetto al 2009).

Tali costi, nell'esercizio 2012 pari a €6,2 m, comprendono al loro interno i costi per il personale (stipendi, contributi e oneri verso i dipendenti), per i servizi (compensi per gli amministratori, spese legali e di consulenza, pubblicità, formazione del personale), per il godimento di beni di terzi (affitto di un immobile e noleggio di apparecchiature), per le materie prime e di consumo (cancelleria e carburante) e per gli oneri diversi di gestione (omaggi e abbonamenti a riviste e giornali).

In questo, l'ebitda registra un progressivo peggioramento, fino a perdere il 77% nel 2012, rispetto al 2009, del proprio valore, il che indica una forte riduzione della redditività della gestione caratteristica della Società.

**Figura 6.10 – Andamento dell'Ebitda e delle sue componenti**



Fonte: elaborazione dati Conto Economico

Tuttavia, gli effetti più significativi sono da ricondurre alle altre voci di costo, ossia ai proventi e oneri finanziari, alle rettifiche delle attività finanziarie e, in minor misura, ai proventi e oneri straordinari, che registrano tutti un forte peggioramento rispetto al 2009 (tabella 6.3).

Nel dettaglio, i proventi e oneri finanziari, per complessivi - € 5,7 m nel 2012, rappresentano il costo netto di utilizzo dei finanziamenti ricevuti (€6,8 m), parzialmente compensati dagli interessi attivi verso le controllate (€1,1 m) e sono costituiti da quattro categorie di costo:

- i. finanziamenti LBO per €3,8 m;

- ii. interessi sui contratti derivati per €2,2 m;
- iii. oneri finanziari per il Vendor Loan per €0,8 m;
- iv. interessi attivi per crediti verso le controllate per €1,1 m.

Le rettifiche di valore, pari a - € 2,5 m nel 2012, sono invece riconducibili alla svalutazione apportata nel 2012 per la copertura di perdite in corso di formazione verso una delle imprese controllate, mentre i proventi e oneri straordinari, pari a - €0,4 m, sono relativi a sopravvenienze passive per gli oneri di ristrutturazione del debito (- €0,5 m) e sopravvenienze attive derivanti dall'istanza di rimborso IRAP delle controllate (€ 60 k).

La tabella 6.3 mostra gli importi per ciascuna voce e la variazione percentuale dal 2009 al 2012, la cui rappresentazione grafica è mostrata in figura 6.11.

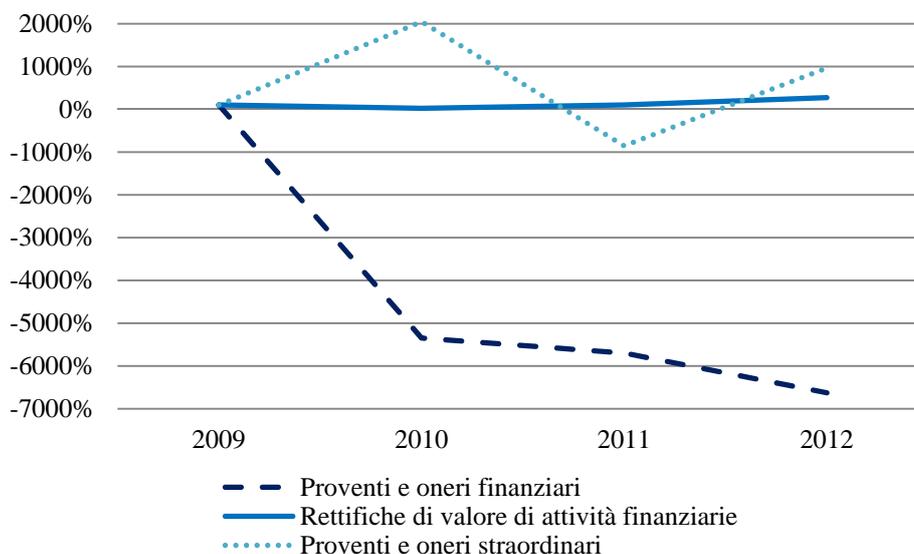
*Tabella 6.3 – I costi finanziari*

<b>Importi in € k</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Proventi e oneri finanziari	86	(4.600)	(4.900)	(5.700)
Rettifiche di valore di att fin	(920)	(200)	(930)	(2.500)
Proventi e oneri straordinari	(41)	(840)	350	(395)
<b>Valori percentuali</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Proventi e oneri finanziari	100%	-5349%	-5698%	-6628%
Rettifiche di valore di att fin	100%	22%	101%	272%
Proventi e oneri straordinari	100%	2049%	-854%	963%

*Fonte: bilancio 2012 e informazioni societarie*

Da tali dati emergono quindi l'andamento e l'incidenza che queste voci rivestono all'interno del bilancio, fattori ascrivibili tra le principali manifestazioni della crisi finanziaria e che hanno fortemente contribuito al crollo dei risultati della Società.

**Figura 6.11 – Andamento dei costi finanziari**



Fonte: elaborazione dati Conto Economico

La crisi ha dunque comportato in ultima istanza una riduzione del risultato netto, definito dalla differenza tra i ricavi e costi totali aziendali, da €2,2 m nel 2009 a - €8,8 m nel 2012 (tabella 6.4).

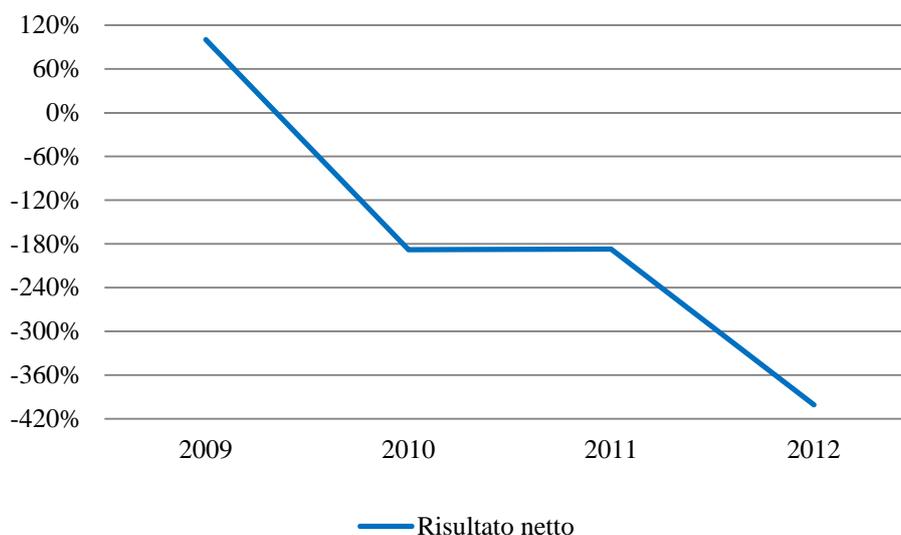
**Tabella 6.4 – Il risultato netto**

<b>Risultato netto</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Importi in € k	2.190	(4.120)	(4.100)	(8.774)
Valori percentuali	100%	-188%	-187%	-401%

Fonte: bilancio 2012 e informazioni societarie

I valori di cui in tabella 6.4 sono rappresentati in figura 6.12, che mostra l'andamento del risultato netto durante il periodo 2009-2012.

Gli effetti della crisi si sono dunque manifestati anche attraverso la determinazione di perdite di esercizio negli anni 2010-2012.

*Figura 6.12 – Andamento del risultato netto*

Fonte: elaborazione dati Conto Economico

## 6.6 – La strategia di rilancio

Il presente paragrafo è dedicato alla strategia di rilancio che la Società intende adottare al fine di garantire la continuità aziendale nonostante il perdurare nonché l'aggravarsi della situazione di crisi negli anni 2009-2012.

Si dedicherà quindi un primo paragrafo allo strumento a cui il management ha deciso di fare ricorso, ovvero all'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F., per poi fornire una rappresentazione del business plan 2012-2015.

Nello specifico, congiuntamente alla presentazione delle disposizioni dell'accordo, si osserverà se i creditori ad esso aderenti rispettino la soglia minima del 60% richiesta dalla legge e si illustrerà il processo di M&A in corso, verso il quale altre società hanno già manifestato interesse.

L'analisi proseguirà infine con la rappresentazione del piano industriale previsionale, finalizzato al recupero dell'equilibrio economico-finanziario, con una breve esposizione dell'analisi di sensitività proposta dal professionista attestatore.

## 6.6.1 – L'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.

Nella presente procedura di cui all'art. 182-bis L.F., è possibile distinguere due classi di creditori, ossia quelli che hanno aderito all'accordo di ristrutturazione e quelli che non vi hanno aderito.

Fanno parte della prima classe quattro soggetti:

1. le banche che hanno finanziato l'impresa nell'operazione di LBO, ovvero Banca Lombarda e Banca Centrale Italiana (di seguito i "Creditori Finanziari Senior", se considerati congiuntamente, o i "Creditori Hedging Aderenti", se considerati con riferimento alla stipulazione dei singoli contratti);
2. la famiglia Bianchi (di seguito i "Creditori Vendor Loan" o i "Soci di Minoranza");
3. Partner Finance S.p.A.;
4. Security Italia S.p.A.

Requisito fondamentale al fine della realizzazione dell'accordo, a norma dell'art. 182-bis L.F., è l'adesione di un numero di creditori che rappresenti almeno il 60% dell'importo complessivo dei debiti societari, valore superato nella casistica in oggetto.

Infatti, sulla base delle informazioni societarie a disposizione, che indicano l'ammontare complessivo dei debiti della Società al 31 dicembre 2012, i creditori aderenti alla ristrutturazione rappresentano una quota pari al 68,9% del debito complessivo, di cui l'84% nei confronti delle banche per finanziamenti LBO e relativi interessi.

Per quanto concerne invece le disposizioni dell'accordo, se ne evidenziano di seguito le principali caratteristiche:

1. i Soci di Minoranza cedono a Partner Finance S.p.A., dietro il corrispettivo di € 5,5 m, il Vendor Loan e il relativo credito da essi vantato pari a €18,9 m;
2. erogazione di nuova finanza e aumento di capitale per €20 m, prededucibili ai sensi dell'art. 182-bis L.F., affinché la Società disponga delle risorse necessarie per il ritorno al suo equilibrio. Tale importo deve essere sottoscritto dai Creditori Finanziari Senior per €12 m, da Partner Finance S.p.A. per €2,5 m e dai Soci di Minoranza per €5,5 m, ottenuti quest'ultimi attraverso la cessione del Vendor Loan di cui al precedente punto;
3. ristrutturazione del debito della Società con le banche creditrici e con i Creditori Vendor Loan;
4. trasformazione del debito intercompany, derivante dal servizio di tesoreria delle controllate verso la controllante, in finanziamento soci e sua cessione in pegno alle banche finanziatrici;
5. cascata dei pagamenti in caso di vendita delle partecipazioni o di rami d'azienda del Gruppo: i proventi saranno versati sul conto corrente di chi fornisce nuovi finanziamenti e potranno essere utilizzati per pagare le imposte dalla

sottoscrizione dell'accordo al dicembre 2015. Eventuale residuo sarà diviso tra i creditori membri dell'accordo;

6. rinuncia da parte dei creditori partecipi dell'accordo ad esigere qualsiasi altro importo che non rientri nelle indicazioni al punto precedente;
7. facoltà delle banche finanziatrici di convertire il credito in equity.

Come precedente accennato, l'accordo di ristrutturazione prevede al proprio interno l'opzione per la cessione del Gruppo; a tal fine, la Società ha conferito mandato nel 2012 ad una primaria banca d'affari per il compimento di tali operazioni straordinarie.

Sono stati contattati tutti i principali player nazionali e internazionali, nonché diversi fondi di private equity, riscontrando l'interesse da parte dei seguenti operatori:

- Italia Investigazioni, interessata all'acquisizione dell'intero Gruppo e a ricercare un'intesa con tutti gli stakeholder di riferimento della Società;
- Global Security, interessata all'acquisizione dell'intero Gruppo e che dispone della liquidità necessaria in coerenza con le esigenze del Gruppo;
- Safe Risk, che ha manifestato interesse ad entrare in data room per presentare una proposta per l'acquisizione del Gruppo e ridefinire la situazione debitoria della Società;
- Protector, interessata solamente all'attività di trasporto valori.

In caso di gravi perdite, la Società potrà chiedere ai Creditori Finanziari Senior e Vendor Loan di mettere a disposizione tutto o parte del credito perché la società possa riportare il patrimonio ai limiti della Legge (art. 2447 cc), secondo le seguenti modalità:

- per Banca Centrale Italiana e Banca Lombarda fino a un massimo di €70 m del credito senior;
- per i creditori Vendor Loan fino ad un ammontare massimo del valore del proprio credito al netto di €3 m.

La Società presenta tuttavia un'esposizione debitoria, sia commerciale che finanziaria, nei confronti anche di creditori estranei all'accordo, che rappresenta una percentuale pari al 31,2% dell'ammontare complessivo del debito.

L'intenzione della Società è dunque quella di soddisfare questa categoria di creditori attraverso l'utilizzo dell'attivo immediatamente liquidabile presente in Società, nonché facendo ricorso ai flussi di cassa derivanti dalla propria attività.

## 6.6.2 – Il piano industriale del Gruppo

Il piano industriale, costruito con la logica unlevered, è stato predisposto dal management del Gruppo nell'ottica di continuità aziendale e si sviluppa su un arco

temporale che comprende gli anni 2012 (forecast su base consuntivo al 30 settembre 2012), 2013 (budget), 2014 e 2015 (proiezioni sulla base dei CAGR registrati).

Tale business plan si dimostra in grado di generare cash flow positivi, tali da consentire all'impresa di coprire gli oneri finanziari nei termini previsti e condurre al miglioramento della posizione finanziaria netta.

A seguire, si propongono all'attenzione gli schemi di conto economico, stato patrimoniale e cash flow aggregati delle società operative controllate da Security Italia S.p.A., evidenziando nel dettaglio le principali assunzioni alla base del piano.

Tabella 6.5 – Conto economico delle società operative

€ milioni	2012 Bozza	2013 Budget	2014 Piano	2015 Piano	CAGR 12- 15
<b>Ricavi</b>	<b>218,0</b>	<b>214,0</b>	<b>215,2</b>	<b>218,3</b>	<b>0,05%</b>
Personale	(111,2)	(105,9)	(105,0)	(106,5)	-1,4%
Costi Accadiesse (Direzione coordinamento, altro)	(7,4)	(7,4)	(7,4)	(7,4)	0,0%
Godimento beni di terzi	(10,3)	(9,8)	(9,5)	(9,5)	-2,7%
Altri costi operativi	(73,0)	(73,5)	(75,1)	(76,2)	1,4%
Accantonamenti	(8,8)	(4,8)	(4,8)	(4,8)	-18,3%
<b>EBITDA</b>	<b>7,3</b>	<b>12,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>	<b>23,9%</b>
D&A	(5,6)	(4,6)	(3,8)	(3,1)	-17,9%
Leasing	(1,2)	(0,6)	-	-	-100,0%
<b>EBIT</b>	<b>0,6</b>	<b>7,4</b>	<b>9,7</b>	<b>10,9</b>	<b>162,9%</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	0,0%
Carenza contrattuale CCNL	-	(1,5)	-	-	n.a.
Proventi/(Oneri) straordinari	(1,8)	(1,7)	(0,8)	(0,4)	-39,4%
<b>EBT</b>	<b>(2,8)</b>	<b>2,5</b>	<b>7,1</b>	<b>8,7</b>	<b>-245,9%</b>
Imposte	(1,1)	(4,1)	(5,5)	(6,0)	76,0%
<b>Risultato netto</b>	<b>(3,9)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-189,5%</b>

<b>Indicatori di performance</b>					
EBITDA in % dei Ricavi	3,3%	5,9%	6,2%	6,4%	
EBIT in % dei Ricavi	0,3%	3,5%	4,5%	5,0%	

Fonte: informazioni societarie

I ricavi mostrano un andamento pressoché costante durante tutto l'orizzonte del piano, registrando un CAGR 2012-2015 dello 0,05%; tale voce, pur registrando una riduzione nel 2013 (€214 m nel 2013 a fronte degli €218 m nel 2012), torna a crescere nell'anno successivo, fino a raggiungere €218,3 m nel 2015.

Tale risultato è il frutto di una strategia di rifocalizzazione del business dalla tradizionale attività di vigilanza fissa a quella di trasporto e contazione valori, in seguito alle attese di riduzione di importanti commesse nella vigilanza fissa e alla forte intensità

competitiva, nonché alla positiva evoluzione del portafoglio clienti per quanto riguarda il servizio di trasporto e contazione valori.

Congiuntamente, il management ha posto in essere una serie di azioni “cost cutting” e di razionalizzazione finalizzate ad accrescere l'efficienza e, dunque, la marginalità.

Tra le azioni riconducibili a questo obiettivo, sono asseverabili l'utilizzo di vetture ibride per la riduzione dei costi di carburante, la riduzione delle provvigioni degli agenti e dei costi di telefonia, la chiusura di due sedi a partire da gennaio 2013 e la riduzione dei costi generali, tra cui le retribuzioni degli amministratori, gli affitti e le consulenze.

Tali operazioni, volte al contenimento dei costi e al recupero della marginalità, consentono negli anni un recupero di marginalità sul fatturato del 3,1%, precisamente dal 3,3% nel 2012 al 6,4% nel 2015.

Infine, gli oneri finanziari sono calcolati ipotizzando costante sia la struttura dei tassi di interesse sia gli spread in essere al 31 dicembre 2012.

*Tabella 6.6 – Stato patrimoniale delle società operative*

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

Fonte: informazioni societarie

Tabella 6.7 – Cash flow delle società operative

€ milioni	2013 Budget	2014 Piano	2015 Piano
<b>EBITDA</b>	<b>12,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>
Imposte	(4,1)	(5,5)	(6,0)
Variazione fondo TFR e Rischi	(2,2)	(1,1)	(0,9)
Leasing	(0,6)	-	-
<b>Current cash flow</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,0</b>
Capex	(3,5)	(3,4)	(3,0)
Variazione CCN	1,8	2,6	5,1
<b>Unlevered cash flow</b>	<b>4,0</b>	<b>6,1</b>	<b>9,1</b>
Aumento di capitale	20,0	-	-
Carenza contrattuale CCNL	(1,5)	-	-
Proventi/(Oneri) straordinari	(1,7)	(0,8)	(0,4)
Proventi/(Oneri) finanziari	(1,7)	(1,7)	(1,7)
<b>Flusso di cassa netto (<math>\Delta</math> PFN)</b>	<b>19,2</b>	<b>3,7</b>	<b>6,9</b>
Accensione/(Rimborsi) finanziamenti	(9,6)	0,4	0,4
<b>Flusso di cassa delle disponibilità liquide</b>	<b>9,6</b>	<b>4,1</b>	<b>7,3</b>

<b>Indicatori di performance</b>			
Current cash flow in % EBITDA	45,2%	50,7%	50,4%
Unlevered cash flow in % EBITDA	31,7%	45,5%	65,5%

Fonte: informazioni societarie

Il CCN, cioè il capitale circolante netto, l' ammontare di risorse che compongono e finanziano l'attività operativa dell'azienda, è migliorato dal 23,0 % nel 2012 al 18,6% nel 2015 in percentuale dei ricavi.

Ciò si è verificato grazie al recupero crediti tramite la collaborazione di una società di recupero crediti, l'incentivazione degli agenti in relazione agli importi riscossi e il rientro di capitale da parte di clienti in buone condizioni finanziarie.

Gli investimenti sono stati ridotti e rivolti soprattutto alla fornitura di impianti d'allarme in comodato d'uso gratuito (€2,5 m), alla vigilanza di zona, all'adeguamento dei caveau (€0,5 m) e ad investimenti ordinari (circa €0,5 m).

L'indebitamento, grazie all'apporto di €20 m e al miglioramento dei flussi di cassa netti, si è ridotto da €36,7 m del 2012 a €6,9 m del 2015.

### 6.6.2.1 – L'analisi di sensitività

Congiuntamente al piano industriale, il management ha predisposto un'analisi di sensitività, per verificare l'efficacia del piano di risanamento: si sono ipotizzate due situazioni di eventuale difficoltà dell'azienda, una meno grave, ma più probabile, ed una disastrosa, ma meno prevedibile.

- a) ricavi in termini di impatto su EBITDA: nel primo caso si arriverebbe a - €20 m; nel secondo caso a - €47 m cumulati lungo il Piano. L'impatto cumulato in termini di EBITDA corrisponderebbe a - €7,2 m nel primo caso e a - €18,4 m nel secondo.
- b) ricavi in termini di impatto sul cash flow: - €21 m nella situazione 1; - €49 m nella situazione 2. Nel caso 1 i flussi di cassa cumulati sarebbero pari a €7,3 m che, con l'aggiunta di liquidità di €20 m, consentirebbe il pagamento del debito IVA di c. €15 m. Nella situazione 2, i flussi di cassa cumulati risulterebbero pari a €3,1 m, cifra che non garantirebbe l'operatività aziendale a partire dal 2014.

Il Piano, sulla base del parere dell'attestatore, appare quindi in grado di tenere anche in caso di peggioramento della situazione.

A tal proposito, sono inoltre stati attestati la veridicità dei dati aziendali, l'attuabilità dell'accordo di ristrutturazione dei debiti e la sua idoneità a pagare integralmente i creditori estranei all'accordo, nel rispetto dei termini di legge.

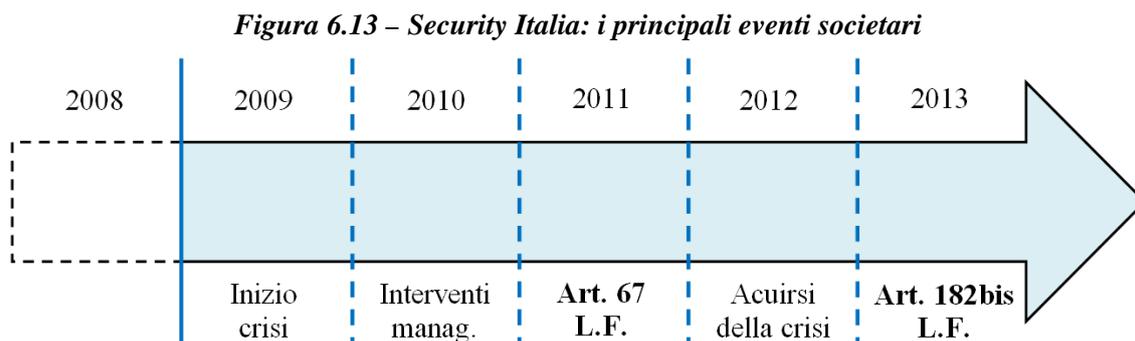
Si precisa inoltre che, un'eventuale grave crisi del quadro macroeconomico potrebbe vanificare le previsioni a medio e lungo termine: il Piano si riferisce alla situazione attuale dell'economia e a previsioni ragionevoli, fondate appunto sull'analisi della condizione dell'azienda e sugli obiettivi che dovrebbe poter raggiungere.

## 6.7 – Sintesi dei risultati

Sulla base delle analisi di cui ai paragrafi precedenti, è ora possibile mettere in risalto le principali informazioni necessarie per rispondere alle domande di ricerca.

Tuttavia, prima di procedere in questa direzione, si intende esaminare le principali vicissitudini aziendali, protagoniste della storia dell'impresa, in ciascuno dei suoi anni di crisi.

La figura 6.13 rappresenta i principali eventi che hanno influito sulla Società dal 2009 al 2013.



Fonte: elaborazione dell'Autore

Si precisa che la messa in risalto degli interventi, quali il piano di risanamento ex art. 67 L.F. e l'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F., è funzionale ad una più agile comprensione della storia aziendale, rappresentando quest'ultimi il fulcro delle research question.

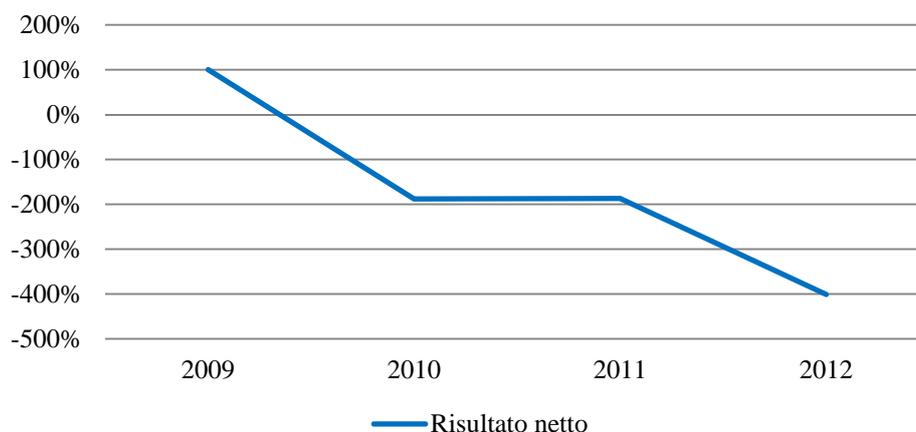
Nel prosieguo, vengono quindi riproposte le tre domande di ricerca, dando a ciascuna di esse risposta, seppur parziale in questa fase, grazie all'analisi svolta sulla società Security Italia S.p.A..

### **1. Qual è l'importanza di intervenire tempestivamente con procedure di ristrutturazione in una condizione di crisi aziendale?**

Per capire come il timing degli interventi influisca sulla condizione societaria, in questa sede si procede con l'analisi di indici e dell'andamento degli stessi lungo l'orizzonte temporale di riferimento 2009-2012.

Le determinanti prese in considerazioni sono le seguenti:

1. risultato netto d'esercizio: è espressione della differenza tra i ricavi e i costi complessivi aziendali e rappresenta il prodotto finale della gestione dell'impresa, ovvero segnala se essa sia stata in grado di generare utile o produrre perdite.

*Figura 6.14 – Andamento del risultato netto d'esercizio*

Fonte: elaborazione dati bilanci 2009-2012

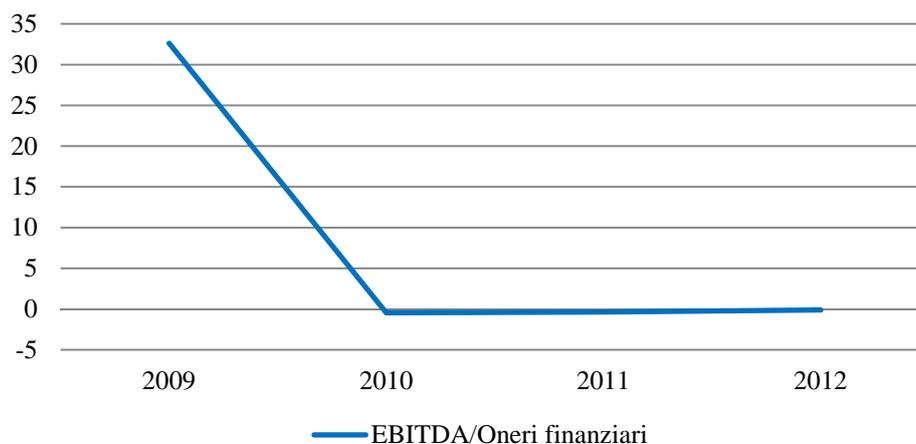
Osservando la figura 6.14 si nota che, negli anni di crisi, il risultato netto ha registrato prima un decremento, tra il 2009 e il 2010, per poi diventare stazionario tra il 2010 e il 2011 ed infine tornare a decrescere nell'ultimo anno della serie.

Il periodo di stazionarietà è da ricondursi ai primi interventi che il management ha posto in essere in quel biennio, come indicato in figura 6.13; tuttavia il risultato netto è tornato a decrescere successivamente al 2011, a fronte dell'acuirsi della crisi.

Complessivamente, in conseguenza della crisi, il risultato netto ha dunque registrato un andamento tendenzialmente decrescente, da €2.190 k nel 2009 a -€8.777 k nel 2012 (- 401% del 2012 sul 2009).

2. EBITDA/oneri finanziari: è un indice di tensione finanziaria che esprime la copertura economica che il margine operativo lordo garantisce agli oneri finanziari. Tale indice mostra un brusco calo tra il 2009 e il 2010, per attestarsi intorno al valore 0 in ciascuno degli anni del triennio 2010-2012 (figura 6.15).

**Figura 6.15 – Andamento EBITDA/oneri finanziari**

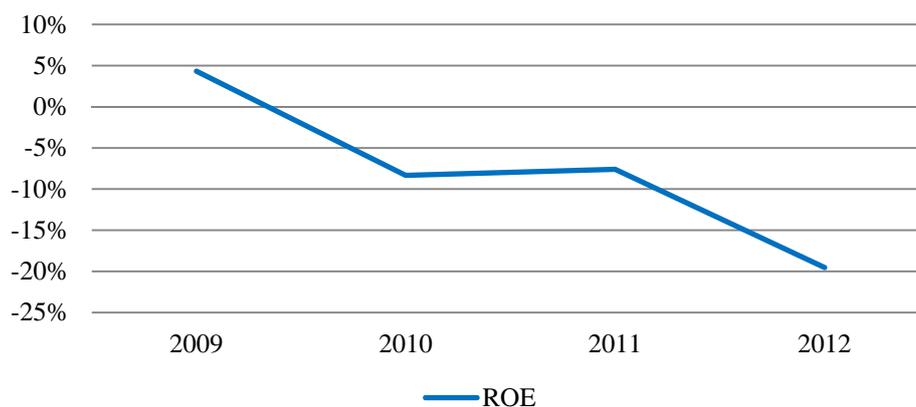


Fonte: elaborazione dati bilanci 2009-2012

Tale comportamento è da attribuirsi sia all'incessante riduzione dell'EBITDA nel quadriennio, sia al brusco aumento degli oneri finanziari dal 2010, in costante crescita.

3. ROE: il ROE (return on equity) è un indice di redditività del capitale proprio, determinato dal rapporto tra il reddito netto dell'esercizio e i mezzi propri. Nel caso in oggetto, il ROE mostra un rendimento economico del capitale di rischio positivo nel 2009 (+4%) ma negativo negli anni successivi (rispettivamente -8% nel 2010 e 2011 e -20% nel 2012).

**Figura 6.16 – Andamento ROE**

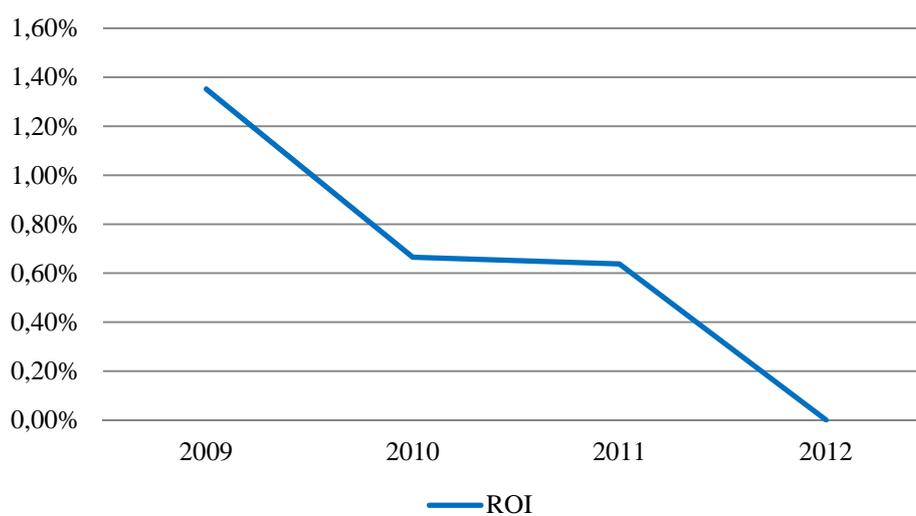


Fonte: elaborazione dati bilanci 2009-2012

Tale andamento è da ricondursi sia a un risultato netto d'esercizio decrescente negli anni (figura 6.14, -401% nel 2012 sul 2009) e in negativo dal 2010, sia ad una svalutazione del patrimonio netto (-11% nel 2012 sul 2009).

4. ROI: il return on investment (ROI) indica la redditività, nonché l'efficienza economica del capitale investito ed è definito dal rapporto tra il risultato operativo e il capitale investito netto operativo.

*Figura 6.17 – Andamento ROI*

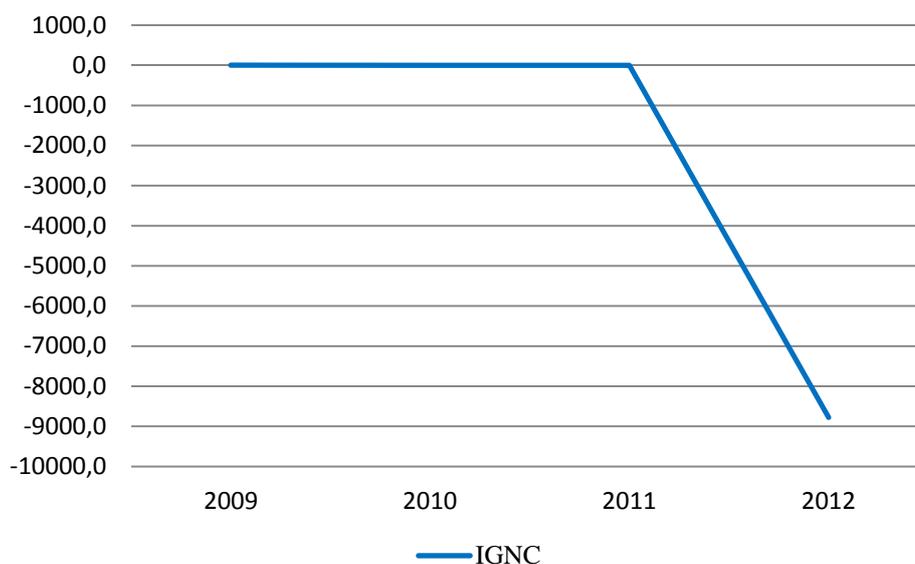


Fonte: elaborazione dati bilanci 2009-2012

Tale indice mostra un andamento decrescente, riconducibile in particolar modo alla riduzione del risultato operativo lungo l'intero periodo.

5. IGNC: l'IGNC, acronimo di incidenza della gestione non caratteristica, è un indice di bilancio che segnala il contributo fornito dalla gestione non caratteristica alla determinazione del reddito netto di esercizio; esso si ricava come il rapporto tra il reddito netto d'esercizio e il risultato operativo.

*Figura 6.18 – Andamento IGNC*



Fonte: elaborazione dati bilanci 2009-2012

Tale indice, positivo nel 2009 (c. +1,0), decresce diventando negativo negli anni successivi (-3,8 nel 2010 e -3,9 nel 2011), fino a registrare un brusco calo nel 2012 (-8774).

Una così sensibile riduzione tra il 2011 e il 2012 è da attribuirsi certamente alla riduzione del risultato netto d'esercizio, ma soprattutto alla crescita degli oneri finanziari e delle rettifiche di valore delle attività finanziarie (si segnala infatti un aumento degli oneri finanziari del 6628% tra il 2012 e il 2009 e delle rettifiche di valore delle attività finanziarie del 272%).

Dall'esame dell'andamento degli indici sopra raffigurati durante il periodo 2009-2012 emerge che la decrescita societaria è andata peggiorando.

Ad evitare tale situazione, appare dunque evidente l'importanza di intervenire tempestivamente con procedure di ristrutturazione aziendale, in quanto un indugio nell'assunzione di decisioni strutturali non può che inficiare le performances aziendali e mettere a rischio la continuità dell'impresa.

Tuttavia, nonostante un rapido riconoscimento dei primi segnali di crisi e l'adozione di misure volte a contrastare il declino, imprevedibili fattori di natura sia interna che esterna possono pur sempre intervenire vanificando gli effetti delle azioni preventive.

Ciò è quanto accaduto a Security Italia S.p.A., il cui piano di risanamento ex art. 67 L.F., disposto nel 2011, nonostante la sua validità teorica attestata dal professionista indipendente, non ha sortito l'effetto sperato soprattutto a causa dell'acuirsi della crisi.

## **2. Quali sono le condizioni di applicabilità del piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.?**

Nel caso empirico proposto, la Società ha fatto ricorso ai due strumenti oggetto di studio, ovvero al piano di risanamento ex art. 67 L.F. e all'accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F..

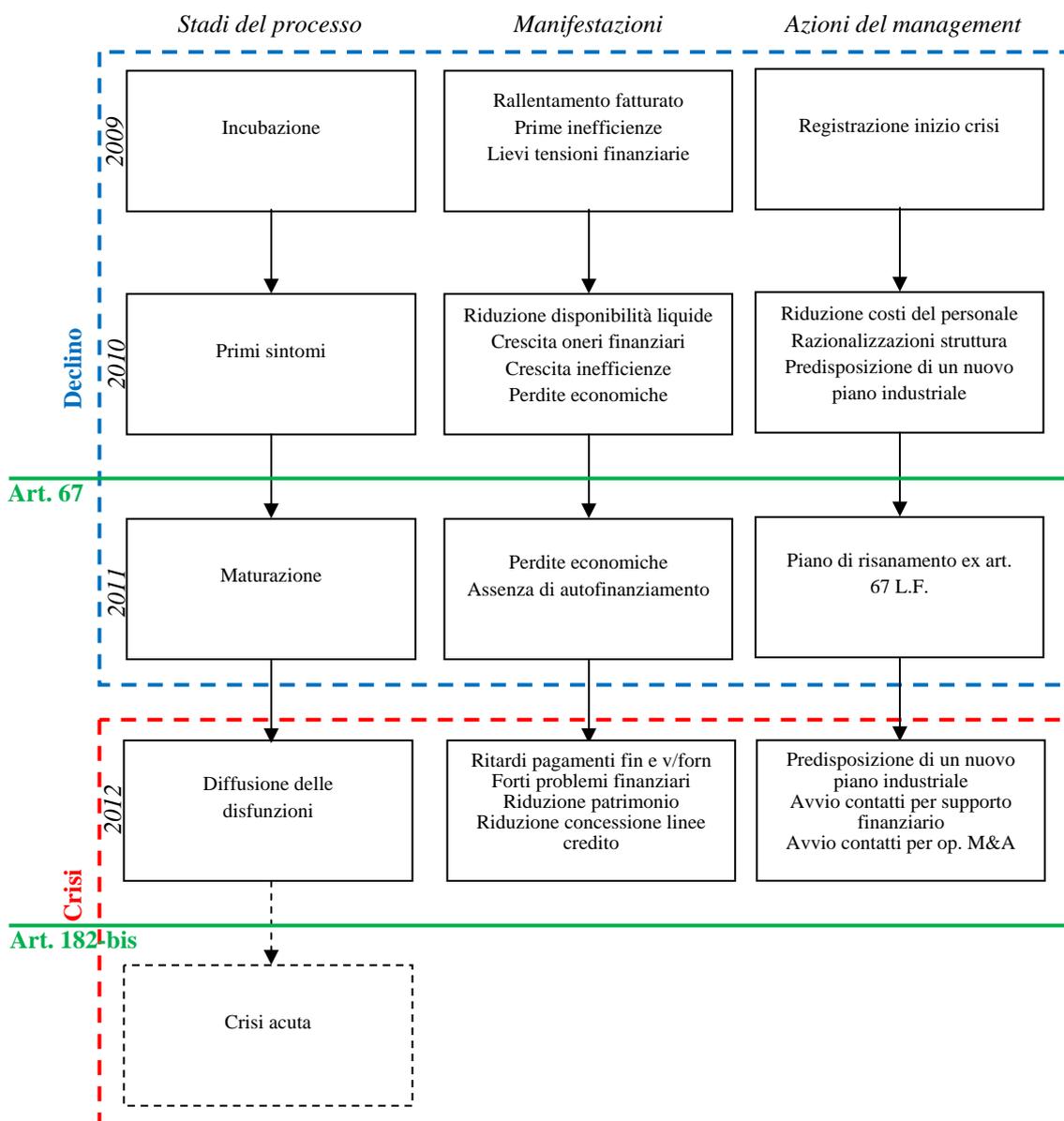
La decisione da parte del management di fare ricorso a questi strumenti è conseguita a una serie di effetti negativi che la crisi ha generato sull'impresa e ad azioni esercitate che non si sono dimostrate adeguatamente efficaci.

A tal proposito, adottando una struttura grafica simile a quella riportata in figura 1.3 del capitolo 1, viene di seguito proposta una rappresentazione della crisi societaria e degli interventi esercitati dal management durante gli anni di crisi.

Più precisamente, nella figura 6.19 si possono distinguere tre determinanti:

- stadi del processo: in questa voce vengono acclusi i cinque stadi del processo di crisi, come argomentati nel paragrafo 1.2.2 del capitolo 1, in ordine crescente di gravità;
- manifestazioni: vengono ricondotti a questa classe tutti i principali effetti che la crisi ha generato sull'impresa, rimandando per ciascuno di essi allo stadio di riferimento;
- azioni del management: sono i principali interventi che il management ha posto in essere in ciascuno stadio per contrastare gli effetti negativi della crisi.

Figura 6.19 – Crisi societaria e interventi del management



Fonte: elaborazione dell'Autore

Da tale rappresentazione appare chiaro come, col passare degli anni, la crisi si sia ripercossa con effetti sempre più gravi sulla condizione aziendale, costringendo il management a intervenire con misure via via più incisive.

Si osserva infatti come i primi interventi a contrastare gli effetti negativi legati al peggioramento della condizione aziendale siano da ricondurre al 2010, anno in cui la Società ha disposto riduzione dei costi del personale, avvicendamento di nuovi manager, razionalizzazioni della struttura e predisposizione di un nuovo piano industriale.

A questi interventi, non essendosi dimostrati sufficienti per risollevare le sorti societarie, ha dunque fatto seguito, nel 2011, il ricorso ad un piano di risanamento ex art. 67 L.F., attestato da un professionista indipendente, come sancito dalla legge (art. 67, comma 3, lettera d, L.F.).

Tuttavia, in seguito alla crescente situazione di difficoltà del mercato finanziario, al credit crunch e alla maggiore difficoltà di incasso dei crediti vantati nei confronti dei clienti, gli interventi previsti nel piano non si sono dimostrati, a posteriori, sufficienti a contrastare l'acuirsi della crisi.

Il fallimento del piano di risanamento predisposto nel 2011 può essere dunque interpretato come il passaggio da una fase di declino a una vera e propria fase di crisi d'impresa, ossia a una condizione peggiorativa della situazione aziendale, manifestatasi nel 2012 attraverso ritardi nei pagamenti finanziari e verso i fornitori, riduzione del patrimonio e della concessione di linee di credito e forti problemi finanziari.

Il continuo avanzamento della crisi e la sua crescente gravità hanno quindi condotto il management, nel 2012, ad optare per una soluzione più incisiva, ovvero per la predisposizione di un nuovo piano industriale nell'ottica di un ricorso all'accordo di ristrutturazione dei debiti nel 2013, per l'avvio di contatti con i soci e il ceto creditorio per un supporto finanziario e con terzi per operazioni di cessione del Gruppo.

In conclusione, in riferimento al caso specifico, è possibile affermare che il piano di risanamento ex art. 67 L.F. è uno strumento di turnaround adeguato per una condizione di crisi leggera, ovvero qualora la Società sia in grado di intercettare rapidamente i primi sintomi della crisi e di intervenire tempestivamente.

Al crescere delle difficoltà aziendali, e quindi della gravità della crisi, il piano di risanamento si è mostrato inadeguato a contrastare il corso della crisi finanziaria di cui la Società è stata protagonista, rendendosi quindi necessario un intervento più incisivo, ovvero il ricorso all'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F..

L'adozione di questi due strumenti si è quindi mostrata in linea con quanto argomentato nel capitolo 2 in quanto, mentre il piano di risanamento appare adeguato a una crisi leggera caratterizzata da lievi problemi di liquidità, l'accordo di ristrutturazione dei debiti appare consono a una crisi acuta, caratterizzata da maggiori problemi di liquidità e dalla detenzione della maggior parte del credito in capo a pochi soggetti.

### **3. Le imprese oggetto di analisi empirica rispettano le soglie indicate dal Cresv?**

Per una compiuta risposta a questa terza research question, si rimanda alle conclusioni, dove vengono messi a confronto i risultati delle società oggetto di analisi empirica con i risultati di ricerca espressi dal Cresv (2014).

La tabella 6.8 rappresenta quindi una risposta parziale alla domanda di ricerca, mettendo tuttavia in risalto i risultati espressi da Security Italia S.p.A. rispetto alle soglie indicate dal Cresv.

Nello specifico, la tabella 6.8 pone a confronto i valori dei fondamentali studiati dal Cresv con quelli espressi dalla Società, considerando sia il piano di risanamento ex art. 67 L.F., sia l'accordo di ristrutturazione ex art. 182-bis L.F..

A tal proposito si precisa che tutti i valori iscritti nella tabella sono da riferirsi all'anno in cui le imprese hanno fatto ricorso alle procedure di ristrutturazione: nel caso empirico in esame, il piano di risanamento si riferisce al 2011, anno della sua attuazione, mentre l'accordo di ristrutturazione dei debiti al 2012, ultimo anno della serie storica e nel quale è stato predisposto il piano industriale e sono stati avviati i contatti per il rilancio societario e la cessione del Gruppo.

**Tabella 6.8 – Risultati a confronto**

	Art. 67 L.F. Security Italia	Art. 67 L.F. Cresv (16 az.)	Art. 182-bis L.F. Security Italia	Art. 182-bis L.F. Cresv (38 az.)	Cessazione att. Cresv (86 az.)
Att. breve/Pass. breve	154%	64%	378%	106%	72%
EBITDA margin	24%	-11%	10%	-4%	-37%
Costo personale/Fatt.	44%	16%	49%	21%	18%
Ris. di esercizio/Fatt.	-56%	-13%	-127%	-9%	-45%
PFN/Equity	2,09	2,36	2,57	2,77	6,92
Oneri fin/PFN	4%	13%	5%	14%	23%
PFN/EBITDA	63,15	n.s.	175,91	n.s.	-10,08
ROI	1%	1%	0%	-4%	-10%
AFN/Attivo	72%	45%	87%	41%	28%

Fonte: elaborazione dati bilanci 2009-2012 e Cresv (2014)

Osservando i risultati espressi in tabella, si nota che alcuni valori della Società si allineano con quelli indicati dal Cresv, mentre altri sono significativamente differenti.

Ciò che si vuole concludere però non è se i valori dei fondamentali di Security Italia S.p.A. siano collimanti o meno con i valori soglia del Cresv, in quanto quest'ultimi rappresentano l'espressione finale di una media che prende in considerazione 38 aziende oggetto di ristrutturazione del debito, 16 aziende oggetto di piano di risanamento e 86 aziende che hanno cessato l'attività, ma se i risultati della Società siano più in linea con i valori espressi dal Cresv in merito alle procedure risanatorie o con i valori di quelle aziende che hanno cessato la loro attività.

Dall'analisi dei valori rappresentati in tabella 6.8, è possibile affermare che Security Italia S.p.A., in linea con la media delle risultanze delle imprese che hanno fatto ricorso a procedure di ristrutturazione, ha fondamentali tendenzialmente più solidi di quelle che hanno cessato la propria attività.

A conferma di ciò si considerino ad esempio l'EBITDA margin, il ROI o il PFN su equity, i cui valori sono sensibilmente più robusti rispetto a quelli espressi mediamente dalle imprese che hanno cessato la propria attività.

# Conclusioni

Le analisi svolte nei capitoli precedenti, che forniscono una valutazione accurata degli strumenti per la salvaguardia della continuità aziendale su un piano sia teorico, attraverso lo studio della Legge Fallimentare, sia pratico, grazie ai case studies proposti, consentono di comprendere quali siano le peculiarità e le differenze delle procedure di turnaround.

Nello specifico, facendo riferimento all'analisi della normativa effettuata nel capitolo 2, con riguardo alle tre soluzioni giudiziali alternative al fallimento, è possibile affermare che:

1. il piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. è una procedura stragiudiziale adeguata per gestire una crisi moderata, caratterizzata da una situazione finanziaria difficile ma senza forti tensioni di liquidità e con ancora viva la possibilità di cedere o concedere beni aziendali in garanzia;
2. l'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F. è un istituto con caratteri giudiziali idoneo ad affrontare una situazione di crisi acuta prevalentemente di natura finanziaria; inoltre garantisce al debitore protezione da azioni cautelari e esecutive da parte del ceto creditorio. In ragione della necessità che il quorum dei creditori aderenti alla procedura sia formato da almeno il 60% del totale dei crediti, tale strumento si presenta di più facile applicazione quando l'ammontare del credito societario è concentrato in capo a pochi soggetti;
3. il concordato preventivo in continuità ex artt. 160 e ss. L.F. è uno strumento con forti connotati giudiziali, idoneo in un contesto di grave crisi o insolvenza, caratterizzato da forti problemi di liquidità e dalla necessità di protezione da azioni esecutive. Si tratta di una procedura più lunga e onerosa rispetto alle precedenti, per il cui ricorso è necessaria l'adesione da parte della maggioranza dei creditori, vincolando anche i dissenzienti all'accordo.

Con particolare riferimento alle prime due procedure, le analisi svolte sulle società Zaffiro S.p.A. e Security Italia S.p.A. hanno confermato le affermazioni riportate dallo studio della normativa di cui ai capitoli precedenti.

Il livello di dettaglio con cui sono stati presentati i due casi empirici è stato necessario per meglio comprendere quali siano state le cause che hanno portato le imprese a fare ricorso alle rispettive procedure, quale l'ambiente in cui si sono trovate ad operare e quali le condizioni in cui si è fatto ricorso a tali istituti.

I paragrafi conclusivi di entrambi i Case Studies hanno fornito una risposta parziale alle tre research question oggetto di studio, consentendo dunque in questa sede di darne una compiuta soddisfazione.

Per quanto riguarda infatti la prima domanda di ricerca, ossia l'importanza di intervenire tempestivamente con procedure di ristrutturazione in una condizione di crisi aziendale, entrambi i casi empirici hanno dimostrato l'importanza di agire rapidamente in un simile contesto: un comportamento attendista o la mancata rilevazione della crisi sin dai primi segnali portano al peggioramento della situazione aziendale, aggravando la condizione di crisi societaria, rendendo necessari interventi più incisivi e riducendo le possibilità di intervento.

A tal proposito si ricorda il caso Security Italia S.p.A. dove il fallimento del piano attestato di risanamento ex art. 67 L.F. in conseguenza a fattori esogeni all'impresa stessa (riduzione delle linee di factoring, ritardi nei pagamenti da parte dei clienti e credit crunch) ha portato a un'evoluzione della crisi societaria da una fase di declino a una crisi vera e propria, rendendo necessario nel 2013 il ricorso a un accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F..

Queste conclusioni sono strettamente correlate alla seconda research question, la quale indaga le condizioni di applicabilità dei due strumenti: la procedura di cui all'art. 67 L.F. appare idonea a una condizione di crisi moderata, ovvero di declino (figura 5.19, capitolo 5 e figura 6.19, capitolo 6), diversamente dall'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F. che, in ragione delle maggiori tutele fornite al debitore, risulta adeguato per una condizione di crisi vera e propria.

In entrambi i casi empirici, infatti, il piano di risanamento è stato adottato durante i primi stadi di crisi, ovvero entro il terzo stadio, quest'ultimo che segna quel labile confine che intercorre tra la maturazione della crisi stessa e la diffusione delle disfunzioni aziendali, non superando quindi la fase di declino.

L'art. 67 L.F. risulta dunque come uno strumento in grado di risollevere le condizioni aziendali solamente a fronte di una capacità del management di individuare l'insorgere della crisi sin dai suoi primi segnali; se questo non avviene, al crescere della gravità della crisi risulta dunque necessario ricorrere a uno strumento in grado di fornire alla società maggiori tutele ed efficacia, come l'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F..

Questo conferma dunque quanto affermato nel capitolo 2, ossia che il piano attestato di risanamento è da applicarsi a una crisi moderata o di declino, l'accordo di ristrutturazione dei debiti invece a una crisi acuta: essi sono dunque rivolti alla soluzione di crisi caratterizzate da livelli di gravità differenti.

Infine, con riferimento alla terza research question, sulla base del confronto tra i valori soglia individuati dal Cresv e i valori espressi dagli stessi indici calcolati su Zaffiro S.p.A. e Security Italia S.p.A., si può affermare che le imprese oggetto di analisi empirica negli ultimi 2 capitoli del presente elaborato mostrano fondamentali in linea con quelli espressi dal Centro di ricerca dell'Università Bocconi.

Ovviamente, i valori espressi dalle due imprese analizzate in questa sede non coincidono esattamente con quelli espressi dalle imprese oggetto di studio del Cresv, essendo quest'ultimi la rappresentazione di una media calcolata su un campione più numeroso (16 aziende per il piano di risanamento e 38 per l'accordo di ristrutturazione dei debiti); d'altra parte, non è obiettivo di questa comparazione il verificare l'attendibilità delle soglie da costoro individuate.

Tale confronto ha infatti come unico obiettivo la verifica del rispetto, da parte delle due società, delle soglie indicate dal Cresv, ipotesi che è stata confermata dalle analisi svolte.

Per concludere, si evidenzia come l'analisi attraverso la metodologia dei case studies si sia dimostrata particolarmente efficace per dare risposta alle domande di ricerca poste a inizio trattazione, individuando quelle particolari sfumature proprie di ciascun istituto che si perderebbero con una mera analisi statistica.

L'integrazione di ulteriori casi aziendali può dunque avvalorare quanto finora argomentato, tenendo tuttavia presente le eventuali modifiche che il Legislatore italiano vorrà apportare alla Legge Fallimentare nei prossimi anni.



# Bibliografia

AGCI Emilia Romagna (2006), *Il temporary manager: una risorsa per le cooperative nate dalle crisi aziendali*, in *agci-emr*.

Altalex (2006), *Riforma del diritto fallimentare. Decreto legislativo 09.01.2006 n° 5, G.U. 16.01.2006*, in *Altalex*.

Altman, E. I. (1968), *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, in *Journal of finance*, Vol. 23, n. 4.

Altman, E. I. (2002), *Revisiting credit scoring models in a basel 2 environment*”, in M. ONG, *Credit rating: methodologies, rationale and default risk*, Londra, London risk book.

Ambrosini, S., Aiello, M. (2014), *I piani attestati di risanamento: questioni interpretative e profili applicativi*, in *Il Caso*.

Andreani, G., Tron, A. (2012), *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito: aspetti economico-aziendali, fiscali e di bilancio alla luce del nuovo principio contabile OIC 6*, Gruppo24Ore, Milano.

Arato, M. (2012), *Il concordato con continuità aziendale*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.

Assonime (2012), *Rapporto sull'attuazione della riforma della legge fallimentare e sulle sue più recenti modifiche*.

Assonime, Cndcec, Università degli studi di Firenze (2010), *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, prima edizione.

Assonime, Cndcec, Università degli studi di Firenze (2014), *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, bozza per la discussione della Seconda edizione.

- Banca d'Italia (2013), *Questioni di economia e finanza*, n. 193, luglio 2013.
- Banca d'Italia (2014), *Bollettino economico*, n. 1, gennaio 2014 .
- Banca d'Italia (2014), *Bollettino economico*, n. 2, aprile 2014.
- Banca d'Italia (2014), *Bollettino economico*, n. 3, luglio 2014.
- Banca d'Italia (2014), *Relazione annuale*, maggio 2014.
- Banca d'Italia (2014), *Supplementi al bollettino statistico*, n. 40, luglio 2014.
- Bertoli G. (2000), *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Egea, Milano.
- Blatz, M., Kraus, K., Haghani, S. (2006), *Corporate restructuring: finance in times of crisis*, Springer.
- Bonanni, F. (2011), *Le tecniche di ristrutturazione del sistema imprenditoriale: vincoli e prospettive*, KPMG, Roma.
- Bonfatti, S. (2010), *Le procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa: opportunità e responsabilità*, in *Il Caso*.
- Bonfatti, S., Censoni, P.F. (2011), *Manuale di diritto fallimentare*, IV ed., Cedam, Padova.
- Borsari, R. (2013), *Il nuovo reato di falso in attestazioni e relazioni del professionista nell'ambito delle soluzioni concordate delle crisi d'impresa. Una primissima lettura*, in *Diritto penale contemporaneo*.
- Brugger, G. (1984), *Gli interventi professionali nelle situazioni di crisi d'impresa*, in *Finanza, marketing e produzione*, n. 2.
- Buccarella, G. (2013), *I nuovi accordi di ristrutturazione dei debiti*, Giuffrè Editore, Milano.
- Capaldo, P. (1997), *Crisi d'impresa e suo risanamento*, in *Banche e banchieri*.
- Capizzi, V. (2003), *Costo del capitale e operazioni di investment banking: strumenti e metodi di analisi finanziaria*, Egea, Milano.
- Capizzi, V. (2007), *L'investment banking in Italia*, Banca Editrice, Roma.
- Capizzi, V. (2012), *Le procedure di risanamento delle imprese in crisi: una valutazione su base comparativa*, nota didattica, SDA Bocconi, Milano.
- Capizzi, V. (2013), *Le crisi d'impresa nel periodo 2009-2012: un'analisi sul tessuto produttivo nazionale*, nota didattica, SDA Bocconi, Milano.

Capizzi, V. (2014), *Crisi d'impresa e ristrutturazione del debito: procedure, attori, best practices*, Egea, Milano.

Capizzi, V., Chiesi, G.M. (2013), *Le procedure per la gestione della crisi d'impresa. Una valutazione su base comparativa*, nota didattica, SDA Bocconi, Milano.

Castagnola, A., Sacchi, R. (2006), *La legge Marzano – Commentario*, Giappichelli, Torino.

Cavallini, C. (2013), *Concordato preventivo “in continuità” e autorizzazione allo scioglimento dei contratti pendenti: un binomio spesso inscindibile*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.

Cerved Group (2014), *Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese*, n. 18, marzo 2014.

Cerved Group (2014), *Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese*, n. 19, maggio 2014.

Chartered Institute of Management Accountants (2009), *Corporate turnaround*, Topic Gateway series, n. 59.

Coda, V., Bruni, G., Sorci, C., Brunetti, G. (1987), *Crisi di impresa e strategie di superamento*, Giuffrè Editore, Milano.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2009), *Ruolo e supporto del dottore commercialista e dell'esperto contabile come consulente di direzione nei momenti di crisi dell'impresa*.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2010), *Amministrazione straordinaria, impatto della riforma fallimentare e scenari di armonizzazione*.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2013), *Il ruolo del professionista attestatore nella composizione negoziale della crisi: requisiti di professionalità e indipendenza e contenuto delle relazioni*, Circolare n. 30/IR, Roma.

Cresv (2014), *Crisi e ristrutturazioni: dai segnali deboli alla prevenzione e alla cura. Sintesi dei principali risultati di ricerca*, Università Bocconi, Milano.

Dalmasso, C. (2013), *Il concordato delle società*, in *Il Caso*.

Danovi, A. (2014), *Financial crisis and disclosure requirements in Italy: the “Consob blacklist”*, Procedia – Social and Behavioral Sciences, Vol. 150.

Dell'Atti, A. (2012), *I piani di risanamento nelle operazioni di ristrutturazione d'impresa*, Franco Angeli, Milano.

- Della Corte, V. (1996), *Analisi della bibliografia sulle crisi d'impresa*, in Sciarelli S., *La crisi d'impresa*, Padova, Cedam.
- Di Diego, S., Micozzi, F. (2012), *Piano industriale e crisi d'impresa: vantaggi, strategie, valutazioni, effetti*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna.
- Di Marzio, F. (2012), *Diritto negoziale e crisi della grande impresa*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.
- Fabiani, M. (2012), *Vademecum per la domanda "prenotativa" di concordato preventivo*, in *Il Caso*.
- Falini, A. (2011), *La crisi d'impresa e le sue cause: un modello interpretativo*, nota didattica, Università degli Studi di Brescia, Brescia.
- Ferro, M. (2011), *La legge fallimentare. Commentario teorico-pratico*, Cedam, Padova.
- Fondazione Aristeia (2006), *La legge Marzano: disciplina della ristrutturazione industriale delle imprese insolventi di rilevanti dimensioni*, n. 53.
- Forestieri, G. (2011), *Corporate e investment banking*, Egea, Milano.
- Gilardoni, A., Danovi, A. (2000), *Cambiamento ristrutturazione e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano.
- Guatri, L. (1986), *Crisi e risanamento delle imprese*, Milano, Giuffrè.
- Guatri, L. (1995), *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano.
- Hambrick et al (1996), *The influence of top management team heterogeneity on firms' competitive moves*, in *Administrative science quarterly*, vol. 41.
- Hoffman, R. (1989), *Strategies for corporate turnarounds: what do know about them?*, in *Journal of general management*, n. 3.
- Hotchkiss, E.S., John, K., Thorburn, K.S., Mooradian, R.M. (2008), *Bankruptcy and the resolution of financial distress*, in B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of corporate finance: empirical corporate finance*, vol. 2, c. 14.
- Il Sole 24 Ore (2014), *Le crisi di impresa. Come gestire le difficoltà aziendali*, inserto del 5 febbraio 2014.
- Ipsos-Francis Lefebvre (2013), *Fallimento 2013*, Memento pratico, Milano.
- Istat (2013), *Rapporto annuale 2013*.
- Istat (2014), *Rapporto annuale 2014*.

La Tribuna (2014), *Profili generali e presupposti del concordato preventivo*, in *La Tribuna*.

Lo Cascio, G. (2013), *Concordato preventivo con riserva: un passo avanti e due indietro?*, in *Il Quotidiano Giuridico*.

Loui, D., Smith, M. (2006), *Financial distress and corporate turnaround: a review of the literature and agenda for research*, School of accounting, finance & economics, Edith Cowan University, Western Australia.

Lubben, S.J. (2011), *The chapter 11 financial advisors*, Seton Hall University-School of law, Newark (NJ), USA.

Lucente, G. (2012), *Stato dell'arte sulla nomina e sui poteri del liquidatore giudiziale e degli altri organi di direzione e controllo nel concordato con cessione dei beni*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.

Mc Gahan A., Porter M. (1997), *How much does industry matter, really?*, in *Strategic management journal*, vol. 18.

Micucci, G., Rossi, P. (2010), *Debt restructuring and the role of lending technologies*, Temi di discussione, Banca d'Italia, n. 763.

Milberg, W., Winkler, D. (2010), *Trade crisis and recovery: restructuring of global value chains*, The World Bank, n. 5294.

Monteleone, M. (2013), *La responsabilità penale e civile dell'attestatore nei procedimenti di composizione della crisi d'impresa*, Osservatorio OCI.

O'Kane, C., Cunningham, J. (2014), *Turnaround leadership core tensions during the company turnaround*, *European Management Journal*, Vol. 32, n. 6.

Olgiate, S., Danovi, A., Cesana, G. (2013), *The turnaround of the exponential growth of public health financing in Italy*, Euram 2012, proceeding book.

Olivares-Caminal, R., Chan-Ho, L., Segal, N. (2010), *Debt restructuring*, Oxford University Press.

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Lecco (2012), *Il concordato preventivo*.

Panzani, L. (2012), *Il concordato in bianco*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.

Pedoja, F. (2014), *La fase esecutiva del piano concordatario*, in *Fallimenti e società*.

Pencarelli T. (2013), *Crisi d'impresa come squilibrio della formula strategica aziendale: una prospettiva sistemico vitale*, Franco Angeli, Milano.

- Piciocchi P. (2003), *Crisi d'impresa e monitoraggio di vitalità. L'approccio sistemico vitale per l'analisi dei processi di crisi*, Giappichelli, Torino.
- Piseddu, A. (2011), *Crisi delle società e strumenti di risanamento nell'evoluzione normativa*, MCL Luiss Business School, Roma.
- Poli, S. (2013), *Gli effetti del concordato in bianco, ovvero costi ed opportunità del nuovo istituto con premesse sulla sua qualificazione e disciplina applicabile*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.
- Pozza, L. (2012), *Il ruolo dell'attestatore ex artt. 67, 161 e 182 bis L.F.: prospettive di analisi sul giudizio di veridicità dei dati aziendali e di fattibilità del piano*, S.A.F. Luigi Martino, Unione Commercianti, Milano.
- Ranalli, R. (2011), *L'attestazione del professionista degli accordi di ristrutturazione: presupposti, contenuti e finalità*, in *Il fallimentarista*, Giuffrè Editore.
- Ranalli, R. (2013), *Alcuni spunti per la scelta dello strumento di composizione della crisi aziendale dopo il decreto sviluppo*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.
- Rolfi, F., Staunovo, E. (2013), *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti: autonomia negoziale e concorsualità*, Giuffrè Editore, Milano.
- Rutigliano, M. (2010), *Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti: un primo bilancio*, Giuffrè Editore, Milano.
- Schendel D., Patton G., Riggs J. (1976), *Corporate turnaround strategies: a study of profit decline and recovery*, in *Journal of management*, n. 3.
- Schmitt, A., Raisch, S. (2013), *Corporate turnarounds: the duality of retrenchment and recovery*, in *Journal of Management Studies*, vol. 50, n. 7.
- Sciarelli S. (1995), *Crisi d'impresa*, Cedam, Padova.
- Slatter S. (1984), *Corporate recovery*, Harmondsworth, Penguin books.
- Slatter, S., Lovett, D., Barlow, L. (2003), *Leading corporate turnaround*, Chichester, Wiley.
- Soana, M.G. (2012), *La crisi d'impresa: dai sintomi alle soluzioni*, nota didattica, SDA Bocconi, Milano.
- Tikici, M., Omay, E., Derin, N., Seckin, S. N., Cureoglu, M. (2011), *Operating turnaround strategies during crisis periods: a research on manufacturing firms*, Procedia – Social and Behavioral Sciences, Vol. 24.

Trahms, C.A., Ndofor, H.A., Sirmon, D.G. (2013), *Organizational decline and turnaround: a review and agenda for future research*, in *Journal of Management Studies*, vol. 39, n. 5.

Trentini, C. (2012), *Un primo commento alle “misure urgenti per la crescita del paese” e alla revisione della L.Fall.*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.

Ubertazzi, T. M. (2013), *Accordi di risanamento: i soggetti coinvolti, il ruolo delle banche e le responsabilità*, in *Judicium*.

Unione Nazionale Giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, *Il liquidatore giudiziale. Ruolo, compiti e funzioni*, in *Commercialisti.fi*.

Valensise, P. (2012), *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti nella legge fallimentare*, Giappichelli Editore, Torino.

Vergara, C. (1988), *Disfunzioni e crisi aziendali*, Giuffrè Editore, Milano.

Vitiello, M. (2011), *Il concordato preventivo con classi nella prospettiva liquidatoria e nella prospettiva del risanamento*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.

Vitiello, M. (2012), *La fase che precede il fallimento: presupposti della sentenza dichiarativa e procedimento*, in *Il Fallimentarista*, Giuffrè Editore.

Zanda, Lacchini, M. (1995), *Le prime avvisaglie della crisi d'impresa: strumenti di accertamento*, Relazione al convegno Cirgis, Milano.

Zito, M. (1999), *Fisiologia e patologia delle crisi d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano.



# Ringraziamenti

Desidero ringraziare anzitutto il prof. Vincenzo Capizzi, relatore, la cui guida sapiente mi ha supportato nel lavoro, spingendomi sempre a migliorare.

Un pensiero va ovviamente alla mia famiglia, la cui presenza e sacrifici mi hanno permesso di intraprendere questo percorso di studi, regalandomi sempre il loro aiuto, che certamente non verrà a mancare nelle nuove sfide che la vita mi metterà di fronte in futuro.

Ringraziamento particolare va infine a Giulia, alla quale dedico il presente lavoro, che con la sua pazienza e fiducia mi è sempre stata accanto in questi anni.