UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA TRE

SCUOLA DOTTORALE
"TULLIO ASCARELLI"
XXI CICLO

TESI

LA CRISI D'IMPRESA E

I PIANI DI RISTRUTTURAZIONE:

PROFILI ECONOMICO - AZIENDALI

Tutor:
Chiar.mo Prof. Marco Lacchini

Dottorando:
Giampiero Sirleo

INDICE

INTRODUZIONE……..IV
1 LA CRISI DI IMPRESA: ASPETTI DEFINITORI 1
1.1 La crisi di impresa 1
1.2 Genesi dello stato crisi: cause e tipologie 8
1.2.1 La crisi da inefficienza 10
1.2.2 La crisi da sovracapacità / rigidità 11
1.2.3 La crisi da decadimento dei prodotti 12
1.2.4 La crisi da carenze di programmazione / innovazione 14
1.2.5 La crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale 16
2 I MODELLI DI PREVENZIONE DELLA CRISI AZIENDALE 19
2.1 Premessa 19
2.2 I metodi basati sull'intuizione 20
2.3 I metodi basati su indici 22
2.4 I metodi basati sui modelli 23
2.4.1 Il Modello di Altman 24
2.4.2 I modelli fondati sull'esplicitazione delle relazioni tra le dimensioni rilevanti dell'assetto economico – finanziario dell'impresa. Il modello di Coda 26
2.4.3 La Monte Carlo Simulation 29
2.4.4 La sensitivity analysis e la scenario analysis 32
3 LA GESTIONE DELLA CRISI 34
3.1 Premessa 34
3.2 L'efficienza nella tutela del valore dell'impresa 35
3.3 La salvaguardia dei diritti dei creditori 38
3.4 I sistemi di gestione delle crisi aziendali 40
3.5 Dalle procedure concorsuali agli accordi di ristrutturazione 42
3.5.1 Le soluzioni stragiudiziali nelle esperienze estere 51
4 LE SOLUZIONI NEGOZIALI DELLA CRISI D'IMPRESA: I PIANI ATTESTATI DI RISANAMENTO E GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI *EX* ART. 182 BIS L.F. 54
4.1 Premessa 54
4.2 Il ruolo del Piano industriale di risanamento nella soluzione negoziale d'impresa 56
4.3 I Piani attestati di risanamento come soluzione negoziale di salvataggio dell'impresa 65

4.4 Il ruolo delle banche nelle soluzioni negoziali della crisi d'impresa 68
4.5 La disciplina degli Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F.: aspetti sostanziali 71
4.5.1 La natura degli Accordi di ristrutturazione 72
4.5.2 La nozione aziendalistica degli accordi di ristrutturazione 74
4.5.3 Accordi di ristrutturazione e transazione fiscale 76
4.5.4 Le modalità di soddisfacimento dei creditori non aderenti 77
4.6 La disciplina degli Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis l.f.: aspetti formali 78
4.6.1 Presupposto soggettivo 78
4.6.2 Presupposto oggettivo 79
4.6.3 Qualificazione giuridica 80
4.6.4 Struttura e formazione del consenso 81
4.6.5 Deposito e pubblicazione presso il registro delle imprese 85
4.6.6 La relazione del professionista 87
4.6.7 L'opposizione ed il giudizio di omologazione 89
4.6.8 L'iscrizione nel registro delle imprese 93
4.6.9 L'efficacia degli Accordi di ristrutturazione 94
5 GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE NELLE PROCEDURE CONCORSUALI 99
5.1 I rapporti tra il Concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione 99
5.2 I rapporti tra l'Amministrazione straordinaria e gli accordi di ristrutturazione 101
6 I PIANI ATTESTATI DI RISANAMENTO E GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE NELLA PRATICA PROFESSIONALE: IL CASO PININFARINA 103
7 CONCLUSIONI 113
BIBLIOGRAFIA 117

INTRODUZIONE

Nel corso dell'ultimo decennio, i casi di patologia aziendale hanno subito, in molte economie avanzate, una rilevante accentuazione. Il carattere distintivo delle crisi aziendali degli ultimi anni non è, tuttavia, costituito solo dalla loro diffusione e pervasività: rispetto a quelle del passato, esse si rivelano anche più complesse nei tempi, nei modi di manifestazione, nelle soluzioni adottate per il loro fronteggiamento.

E' stato evidenziato[1] come le tecniche maggiormente utilizzate nel nostro sistema per fronteggiare la crisi delle imprese non portavano a risultati soddisfacenti.

Infatti, il ricorso alle procedure concorsuali tendeva a non addivenire alle soluzioni che il legislatore del '42 si era prefissato nella stesura della Legge fallimentare[2].

Pertanto, si è cercato, in maniera graduale, di modificare da un punto di vista sostanziale la legge fallimentare, inserendo anche nuovi istituti

---

[1] E' stato, infatti, riscontrato come la dottrina giuridica avesse maturato, nel corso degli anni, una profonda insoddisfazione degli strumenti adottati dal legislatore per risolvere le crisi aziendali. Inoltre, come indicato da M. Lacchini, anche le analisi di matrice economica e finanziaria hanno rivelato "l'inefficienza delle procedure concorsuali in Italia, con riferimento alle sorti dell'azienda, alle percentuali di realizzo dell'attivo e soddisfacimento dei creditori, ai tempi ed ai costi delle stesse", in M. LACCHINI, *La valutazione del capitale nelle procedure concorsuali*, Cedam, Padova, 1998, p. 1.

[2] Scrive L. Boggio: "In passato, gli studiosi hanno dovuto constatare, più volte, il «fallimento del fallimento». La principale procedura concorsuale si è dimostrata, all'atto pratico, non solo non adeguata alla mutata realtà dell'ultimo quarto del secolo ventesimo e del primo scorcio del ventunesimo, ma anche del tutto inefficiente sin dalle origini. Le procedure fallimentari, come regolate sino al 2005, nella prassi, hanno avuto lunga durata e scarsa redditività. Anzi le spese delle procedure medesime hanno esaurito gran parte dell'attivo ricavato dalla vendita dei beni del fallito, perché i costi di conservazione e di liquidazione di tali beni, nonché quelli relativi ai compensi del curatore e dei suoi ausiliari avevano una notevole incidenza. Ma non solo. La situazione è stata resa ancor più grave dai lunghi tempi normalmente risultati necessari per giungere alla vendita effettiva dei cespiti relitti del fallito", in L. BOGGIO *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi ricostruzione di una disciplina*, Giuffrè, Milano, 2007, p. 14.

che potessero consentire una soluzione negoziale della crisi d'impresa senza ricorrere alle procedure concorsuali, al fine di poter, da un lato, tutelare il ceto creditorio e, dall'altro, cercare di risollevare l'impresa stessa rilanciandola economicamente e finanziariamente.

Da qui, il legislatore ha previsto, con l'introduzione della legge n. 80 del 14 maggio 2005, alcune fattispecie negoziali di soluzioni della crisi aziendale che vanno, sotto il profilo degli effetti dell'accordo, dalla mera esenzione della revocatoria fallimentare, all'omologazione giudiziale di un patto vincolante anche per i creditori dissenzienti.

In particolare, è stata prevista la possibilità, per l'imprenditore, di effettuare atti, pagamenti e concessioni di garanzie su propri beni "*in esecuzione di un piano idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa ed assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria e la cui ragionevolezza sia attestata da un professionista*" (art. 67, comma 3, lett. d, l.f.)[3], con successiva esenzione di tali atti e pagamenti dalla eventuale azione revocatoria, in caso di successivo fallimento (c.d. piani attestati di pagamento).

E' stata, altresì, prevista la possibilità, per l'imprenditore, di concludere un "Accordo di ristrutturazione dei debiti" con i propri creditori, rappresentanti almeno il 60% dei crediti.

Tuttavia, nel caso in questione, dall'introduzione della legge 14 maggio 2005 n. 80, le domande giudiziali finalizzate alla richiesta di omologazione degli Accordi di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182 *bis*

[3] Come modificato dall'art. 2, comma 1, lett. a) del d.l. 14.03.2005, n. 35, convertito nella legge 14.05.2005, n. 80 e dall'art. 4, lett. b) D. lgs. 12.9.2007, n. 169.

R.D. 267/42 hanno superato le poche unità e, nella maggior parte dei casi, i Tribunali competenti hanno respinto tali richieste[4].

Le ragioni che hanno indotto gli imprenditori a non intraprendere la strada degli Accordi di ristrutturazione *ex* art. 182 *bis* R.D. 268/42 erano legate, in via principale, ad una scarsa chiarezza di tale istituto ed a carenze procedurali insite nei piani presentati ai Tribunali.

Infatti, la legge fallimentare non spiegava gli effetti che gli accordi avrebbero prodotto nei confronti dei creditori estranei, dei coobligati, degli obbligati in via di regresso dell'imprenditore-debitore, ecc., lacune evidenziate, altresì, in autorevoli contributi dottrinali[5].

Al fine di ovviare a tale *impasse*, il legislatore ha ritenuto necessario introdurre correttivi in materia, attraverso l'entrata in vigore del D. Lgs. 12 settembre 2007, n. 169, mediante il quale sono state apportate modifiche di natura sostanziale e formale nonché integrazioni alla riforma delle procedure concorsuali[6].

Il primo capitolo del presente lavoro è dedicato all'individuazione ed all'analisi delle cause di crisi aziendali, con particolare riferimento alle varie tipologie di crisi che coinvolgono un'impresa.

---

[4] Sul tema in questione si veda il seguente contributo: F. MARENGO, "*Accordi di ristrutturazione dei debiti, profili economici, civilistici, fiscali e di responsabilità dei partecipanti all'intesa*", Itaedizioni, Torino, 2008.

[5] Per approfondimenti sulla tematica in questione, si vedano i seguenti contributi dottrinali: A. NIGRO, *La crisi della piccola impresa tra liquidazione e risanamento*, in Fall., n. 9, p. 1004 e ss, 2003, V. DE SENSI, *Spunti di riflessione sulla riforma della legge fallimentare secondo il disegno di legge delega governativo del 24 novembre 2000*, in Dir. Fall., I p. 918 e ss., B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi dell'impresa*, in Giur. Comm., I, p. 327 e ss., 2001, M. PAOLONI, *Il problema del risanamento delle piccole imprese in crisi*, in Fall. 9, p. 1013 e ss., 2003, G. LO CASCIO, *Prime riflessioni sulla imminente riforma del diritto fallimentare*, in Fall., 4, 2003, p. 353 e ss..

[6] Il D. Lgs. 12 settembre 2007, n. 169 recante "*Disposizioni integrative e correttive al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, nonché al decreto legislativo 9 gennaio 2006, n. 5, in materia di disciplina del fallimento, del concordato preventivo e della liquidazione coatta amministrativa, ai sensi dell'art. 1, commi 5, 5 bis e 6 della legge 14 maggio 2005, n. 80*", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 241 del 16 ottobre 2007, è entrato in vigore il 1° gennaio 2008.

Nel capitolo successivo, verranno trattati i vari metodi di prevenzione delle crisi aziendali, analizzando le metodologie basate sull'intuizione, quelle basate sugli indici nonché le tecniche di prevenzione basate sui modelli.

Il terzo capitolo tratta, invece, dei metodi di gestione della crisi: in particolare, dopo una breve premessa, verrà effettuata una descrizione dei relativi sistemi di gestione delle patologie aziendali, sia mediante l'applicazione di meccanismi istituzionali di gestione dell'insolvenza, regolamentati dalla legge, nel caso di procedure concorsuali, sia di soluzioni negoziali della crisi d'impresa lasciate alla libera iniziativa delle parti, nel caso di procedure stragiudiziali.

Nel capitolo quarto, dopo un'analisi del ruolo del piano industriale nelle soluzioni negoziali della crisi d'impresa e delle modalità di predisposizione dello stesso, verrà trattata la novellata disciplina degli accordi negoziali delle crisi di impresa, introdotta a seguito della riforma della Legge fallimentare, con particolare riferimento ai piani attestati di risanamento ex art. 67, comma 3, lett. d) l.f. ed agli Accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis l.f..

Infine, nel capitolo sesto, verrà rappresentato un caso pratico di applicazione dei presenti accordi negoziali, indicando le modalità di esecuzione dei patti medesimi e gli eventuali benefici che l'impresa, che ha attuato tali interventi, dovrebbe conseguire.

1 LA CRISI DI IMPRESA: ASPETTI DEFINITORI

1.1 *La crisi di impresa*

In tutte le economie di mercato, la vita dell'impresa si svolge, sia pure in diverse misure, con un'alternanza di fasi positive e negative; in questo senso, è possibile affermare che le situazioni di crisi aziendale sono "componenti permanenti del sistema moderno".

La letteratura non ha, fino a tempi recenti, offerto una compiuta definizione del concetto di "crisi"[7], preoccupandosi soprattutto di esaminarne le componenti, le cause, le conseguenze ed i possibili rimedi.

Dai primi anni 80, la letteratura italiana[8] di matrice economico - aziendale ha cominciato a sviluppare temi originali relativi allo studio

---

[7] In merito al concetto di crisi, si rimanda, tra tutti, all'autorevole contributo di G. ZANDA e M. LACCHINI, *Le prime avvisaglie della crisi d'impresa: strumenti di accertamento*, Relazione al Convegno Cirgis su "*Crisi dell'impresa: conflitti economici, aspetti solidaristici, problemi etici. Verso una riforma della legge fallimentare*", Milano, 23-24 giugno, 1995. Secondo gli Autori "Nella prassi professionale ed anche nel linguaggio comune, al termine «crisi» è generalmente associata una condizione negativa, come manifestazione di uno stato patologico dell'impresa. Per restituire al termine, ma soprattutto al concetto, una attribuzione più neutrale e profonda, occorre riandare all'etimo greco della parola – *chrisis* – che, al tempo stesso designa «scelta, decisione, giudizio» ma anche «lotta, contesa, querela», sicchè la crisi è, in ultima istanza, un momento di riflessione sull'andamento dell'impresa e di fattuale rivelarsi delle più o meno idonee condizioni del suo operare".

[8] In questa prospettiva la letteratura italiana contiene lavori di pregio, quali quelli di G. BRUGGER, *Gli interventi professionali nelle situazioni di crisi d'impresa*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n.2, 1984; G. BRUGGER, *I piani di risanamento nel quadro delle prospettive e dei vincoli dell'amministrazione controllata*, in M. CATTANEO *et al.*, 1986, pp 190-208; V. CODA, *Crisi e risanamenti aziendali. Le tappe critiche dei processi di ristrutturazione aziendale di successo*, in *Sviluppo e Organizzazione*, n. 75, ora in *Saggi di memoria di Donatello Serrani*, Cedam, Padova, 1983; ID., *Le tappe critiche per il successo dei processi di ristrutturazione aziendale*, in C. SORCI (a cura di) 1987; V. CODA, *Dinamica delle valutazioni e degli indirizzi di gestione nella fase preliminare delle procedure concorsuali*, relazione presentata al Convegno "Gestione e alienazione delle aziende nelle procedure concorsuali", in Rivista dei dottori commercialisti, n. 6, Milano, 1990; L. GUATRI, *Tournaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995; S. SCIARELLI, *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Cedam,

delle cause della crisi, portando a determinare una classificazione oggettiva delle stesse[9].

Oltre ai contributi in un'ottica finanziaria, la dottrina affronta la crisi dei sistemi industriali[10], per poi approdare ad analisi empirico – teoriche, come già avvenuto nella letteratura anglosassone[11].

In particolare, dagli studi empirici anglosassoni prendono inizio le analisi del *corporate turnaround*[12], per concludersi con l'opera di Hoffman nel 1989[13].

Originariamente, l'argomento verteva sulle caratteristiche del processo di *turnaround* suddiviso in strategico ed operativo in base alle caratteristiche del declino e degli interventi necessari al risanamento.

Anche in Italia, viene introdotto il concetto di *turnaround*, quale "insieme di tutti i processi sistematici di risanamento e rilancio"[14].

Tale concetto è stato rivisitato all'inizio del 2000, precisando che si è in presenza di *turnaround* quando sono presenti due elementi distintivi:

Padova, 1995; L. SICCA, *Crisi aziendali e piani di risanamento. Aspetti pratici e prime idee per una sistemazione della materia*, in AA.VV., *Saggi di ragioneria e di economia aziendale. Scritti in onore di Domenico Amodeo*, Cedam, Padova, 1986; L. SICCA, *Creazione di valore, conoscenza e gestione delle crisi aziendali, in Finanza, Marketing e Produzione*, n. 2, 1993; C. VALLINI, *Equilibri, stati patologici e comportamenti di risanamento aziendali*, Tipografia Coppini, Firenze, 1984; C. VERGARA, *Disfunzioni e crisi aziendali*, Giuffrè, Milano, 1988.

[9] In particolare, Guatri è il primo a proporre un approccio oggettivo della crisi individuando una serie di elementi interni ed esterni all'impresa, quali inefficienza, sovracapacità, rigidità, decadimento dei prodotti, carenza di programmazione, squilibri finanziari, in L. GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1986.

[10] S. PODESTÀ, *La crisi dell'impresa in Italia: efficacia e limiti delle forme di intervento adottate*, in Finanza Marketing e Produzione, n.1/1984, R. PRODI, F. GOBBA, *Per una ristrutturazione e riconversione dell'industria italiana*, Il Mulino, Bologna, 1980.

[11] Tra i vari contributi, occorre menzionare l'analisi di Altman, il quale, dall'esame di un campione di 66 aziende sane e fallite ne aveva ricavato un indicatore, c.d. *Z-score*, basato su cinque variabili che avrebbe consentito di prevedere una futura insolvenza di un'azienda, in E.I. ALTMAN, *Financial ratios, discrimant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, in *Journal of Finance*, 23.09.1968.

[12] D. SCHENDEL, G. PATTON, J. RIGGS, *Corporate turnaround strategies*, in *Journal of General Management*, m. 3, 1976.

[13] R. HOFFMAN, *Strategies for corporate turnarounds: what do know about them?, in Journal of General Management*, n. 3, 1989.

[14] L. GUATRI, *Turnaround, declino crisi e ritorno al valore*, op. cit..

"forte cesura con il passato (definita salto quantico) e deciso coinvolgimento di tutti gli *stakeholders*"[15].

Pertanto, a prescindere dalle cause che possono essere riscontrabili da un'analisi dei fatti di gestione, ovvero, in taluni casi da fattori esogeni che hanno contribuito al declino di un'azienda, l'obiettivo principale consiste nel risanamento dell'impresa, modificando in modo più o meno profondo le caratteristiche della stessa, ovvero, qualora non dovessero essere individuate alternative valide ed in casi di maggior gravità, nella liquidazione e cessazione dell'azienda medesima.

Generalmente, escludendo l'intervento di fattori esogeni non prevedibili che possono verificarsi, l'origine della crisi dell'impresa può coincidere con l'apice del successo.

Secondo il Guatri[16], la crisi è in genere preceduta da una fase prodromica di declino in cui le patologie degli eventi negativi cominciano, seppure in maniera molto lenta, a manifestarsi. Nel momento in cui, invece, si appalesa lo stato di crisi, vi è la possibilità di poter invertire tale *trend* negativo con una rigenerazione del valore, misurabile mediante la "teoria del valore", che individua nell'accrescimento del valore del capitale economico il fondamentale obiettivo aziendale. La variazione della dimensione del capitale economico può essere misurata con appropriate formule valutative; quando - a seguito di tale misurazione - si palesano accrescimenti nulli o negativi della grandezza in questione, ciò significa che l'impresa non

---

[15] Cfr., in tal senso, il seguente contributo: A. GILARDONI, A. DANOVI, *Cambiamento ristrutturazione e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano, 2000 pp. 42 e ss. Secondo gli Autori, "si può parlare di *turnaround* se e quanto più il processo di risanamento investa tutti i portatori d'interesse dell'impresa e mostri una discontinuità col passato".

[16] L. GUATRI, *Turnaround, declino crisi e ritorno al valore*, op. cit.

realizza adeguatamente la propria finalità di autogenerazione nel tempo[17]. Su tale base risulta possibile distinguere, nella più generale categoria della patologia aziendale, momenti di diversa gravità, quali il declino e la vera e propria crisi.

Il concetto di "declino" può essere collegato all'ottenimento di una *performance* negativa in termini di variazione di valore, ossia alla sua distruzione, e misurato nella sua intensità dall'entità di tale distruzione in un definito arco temporale. Da ciò l'idea che un'impresa è in declino quando perde valore nel tempo. Da tale assunto discendono alcune conseguenze:

- il declino non è solo identificabile in relazione a perdite economiche, ma, più in generale, al sensibile decrescimento dei flussi economici (pur nella permanenza della loro positività);
- per definire compiutamente il concetto di declino, occorre che la perdita di flussi sia sistematica e irreversibile (qualora non vengano posti in atto appropriati interventi risanatori);
- la misura dei flussi non è legata solamente al passato, ma anche e soprattutto alle attese dei rendimenti; è, cioè, la perdita di capacità reddituale dell'impresa - e non solo la diminuzione degli utili sul piano storico - a causare il declino (sempre che il fenomeno superi una certa soglia di intensità);

[17] Per approfondimenti si confronti il contributo di L. GUATRI, S. VICARI, *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti*, Egea, Milano, 1994, pp.79 e ss. Secondo gli Autori, "La finalità che possiamo attribuire all'impresa, l'unica finalità che abbia senso, è *la continuazione dell'esistenza attraverso la capacità di autogenerazione nel tempo, che avviene mediante la continua creazione del valore economico.* Solo in questo senso si può parlare di finalità dell'impresa. (...) Ciò che caratterizza e qualifica l'impresa è (...) la qualità di potere esistere solo in virtù della sua capacità di creare valore economico. Il senso stesso dell'esistenza dell'impresa è dato unicamente dalla creazione del valore".

– non sono solo i flussi, ma anche i rischi, possono causare perdite di valore e, quindi, il declino dell'impresa.

La crisi, intesa in senso stretto, rappresenta un'ulteriore degenerazione rispetto alle condizioni del declino[18]. Tecnicamente, si tratta di uno stato di grave instabilità originato da rilevanti perdite economiche (e di valore del capitale), da conseguenti forti squilibri nei flussi finanziari, dalla caduta della capacità di credito per perdita di fiducia (da parte dei clienti, dei fornitori, del personale, della comunità finanziaria in genere), dall'insolvenza - ossia dall'incapacità di far fronte regolarmente ai pagamenti in scadenza - e, quindi, dal dissesto, ossia da uno squilibrio patrimoniale definitivo[19].

Mentre l'insolvenza è misurata in termine di *flussi* ed evidenzia, pertanto, una situazione di tensione finanziaria (i flussi di cassa generati nell'unità di tempo sono, cioè, insufficienti a far fronte alle obbligazioni derivanti dai contratti in essere), il dissesto è misurato in termini di *stock* e palesa, dunque, una situazione di patologia aziendale tale per cui il valore delle attività è insufficiente a garantire il rimborso dei debiti.

La manifestazione di uno stato di tensione finanziaria è sovente utilizzata dai finanziatori esterni (attuali e potenziali) come un segnale

---

[18] Si è detto che le ristrutturazioni andrebbero attuate quando non vi è necessità, ovvero che la migliore strategia di ristrutturazione aziendale consiste nell'evitare che diventi una scelta obbligata. F. TATO', *Essere competitivi, le esperienze di due professionisti*, Baldini e Castaldi, Milano, 1995.

[19]Si veda, in tal senso il seguente contributo dottrinale: G. ZANDA, M. LACCHINI, *Le prime avvisaglie della crisi: strumenti di accertamento*, op. cit. Secondo gli Autori, "Lo stato di crisi, viene analizzato dall'economia aziendale innanzitutto sotto il profilo *genetico*, nella convinzione che la crisi lungi dall'essere un *quid* in sé compiuto, è essa stessa la risultante di un processo che si diparte da sue proprie cause e, per il tramite di sintomi o avvisaglie, che spesso si risolvono in meri segnali deboli, che occorre esercitare l'analisi e l'intervento, giacchè, a questi stadi è ancora possibile riorientare il processo e porlo in una direzione virtuosa".

di possibile dissesto. Il segnale è ovviamente imperfetto, giacché tra tensione finanziaria e dissesto non esiste un legame necessario: da un lato, l'insufficienza dei flussi di gestione corrente può essere destinata a non permanere anche in futuro; dall'altro, può darsi che l'impresa in difficoltà (anche se insolvente in termini di *stock*) possa temporaneamente far fronte ai debiti in scadenza attingendo a riserve di liquidità o "facendo cassa" attraverso la dismissione dei propri cespiti. Benché, dunque, il segnale sia imperfetto, nella pratica la formalizzazione dello stato di dissesto ha luogo, sovente, a seguito del manifestarsi di uno stato di grave tensione finanziaria.

Questa richiede il ricorso al mercato per la concessione di nuovi finanziamenti e/o la proroga di quelli in essere: in mancanza di ciò, non rimane che il ricorso alle procedure concorsuali. La fattibilità di una soluzione "di mercato" dipende dalla credibilità con cui il soggetto economico dell'impresa è in grado di comunicare all'esterno l'esistenza di favorevoli prospettive per l'attività aziendale[20]. Nel caso in cui tali comunicazioni si mostrino scarsamente attendibili, con ogni probabilità i finanziatori non si mostreranno disposti a rinnovare le linee di credito in essere o ad erogarne di nuove: lo stato di tensione finanziaria, in sé reversibile, sfocerà dunque in una crisi tale da imporre la rinegoziazione dei contratti di debito e/o l'apertura di una procedura concorsuale. In questo caso si potrà osservare - *ex post* - che l'impresa,

[20] La preoccupazione dell'ordinamento è contemperare gli interessi contrapposti dell'imprenditore in difficoltà con quelli dei creditori. Pertanto, i rimedi giuridici sono apprestati all'eliminazione degli effetti finanziari della crisi, ossia la rimozione dello stato d'insolvenza o dello stato di crisi e non per eliminare la causa originaria affinchè la crisi non si proponga in futuro. Cfr., in tal senso; F. MARENGO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti, profili civilistici, fiscali e di responsabilità dei partecipanti all'intesa*, op. cit., p. 4 e ss.

avendo rimborsato integralmente i propri debiti, non era in realtà insolvente in termini di *stock*.

Del pari, ove la procedura di gestione della crisi sia mal costruita, è possibile che l'insolvenza in termini di *stock* venga a manifestarsi proprio a causa del ricorso ad essa: ciò può accadere, ad esempio, a causa della sua eccessiva onerosità, che potrebbe comportare una progressiva riduzione dell'attivo in misura pari ai costi della procedura.

La crisi, propriamente intesa, è dunque la fase conclamata ed esteriormente apparente del declino, ovvero la continuazione di una traiettoria negativa delle vicende dell'impresa in cui l'aggravamento degli squilibri economici e finanziari è pienamente percepito all'esterno; il *deficit* finanziario della gestione viene aggravato dalla perdita di fiducia da parte del mercato, la situazione d'insolvenza è generalmente irrimediabile senza consistenti interventi di ristrutturazione industriale e finanziaria.

La distinzione tra declino e crisi - il cui confine nella pratica può anche essere molto sottile[21] - è importante per spiegare come, in generale, il declino può rappresentare un passaggio relativamente fisiologico della vita di un'impresa, la quale può dunque essere vista come "*una continua*

[21] Come scrive il Guatri, "non è sempre agevole separare il «declino» dalla «crisi». Almeno nelle fasi iniziali, vere situazioni di crisi appaiono quali semplici forme di reversibile declino. (...) Ciò accade ad esempio quando il flusso di cassa, a motivo degli scarsi o nulli investimenti dell'impresa in beni materiali o immateriali, o della contrazione dei volumi d'attività con conseguente riduzione del capitale circolante, consente di rinviare nel tempo (spesso anche a lungo) l'esplosione delle difficoltà finanziarie; oppure quando gli imprenditori ed i manager interessati sono particolarmente abili nel dissimulare lo stato progredente di declino, od addirittura forniscono informazioni artefatte per arginare e rinviare la perdita di credibilità. Ma, a parte queste situazioni particolari (seppur tutt'altro che rare), appare concettualmente arbitrario fissare un limite all'erosione prodotta dalle perdite (in termini di reddito e di valore) per stabilire quando comunica la «crisi»", in L. GUATRI *Tournaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, op. cit., p. 110.

dialettica tra momenti di declino e fasi di ristrutturazione volontaria per ricostituire pienamente i vantaggi competitivi"[22] .

1.2 *Genesi dello stato crisi: cause e tipologie*

L'individuazione e l'analisi delle cause[23] di una crisi aziendale possono essere condotte sulla base di due diverse tipologie di approcci, l'uno *soggettivo* e l'altro *oggettivo*.

Il primo individua negli elementi cosiddetti "soggettivi" i soli protagonisti dell'analisi: in altre parole, il capitale umano dell'impresa è visto come fonte unica del successo o dell'insuccesso aziendale. In primo luogo, al verificarsi di uno stato di crisi, tale approccio prevede che venga messo sotto accusa il *management*, dalle cui scarse capacità sovente dipende il cattivo andamento dell'azienda. In secondo luogo, le critiche si appuntano sui detentori di capitale, dalle cui politiche la crisi trae talvolta origine: eccessive distribuzioni di dividendi, timore del rischio, indisponibilità a fornire garanzie ai creditori, errata scelta del *management*, sono alcuni degli esempi più frequenti. Infine, altre critiche possono investire gli addetti alla produzione, all'organizzazione, alla vendita, constatandone le inefficienze[24].

---

[22] Cfr. G. FORESTIERI, *Aspetti aziendali e finanziari della crisi d'impresa*, in D. MASCIANDARO e F. RIOLO (a cura di), 1997, pp. 33-48.

[23] L'identificazione delle cause vale anche quale criterio per una ragionata tassonomia delle crisi. Il Capaldo distingue, così, due tipologie di crisi:
- crisi finanziarie: "la crisi ha natura finanziaria quando è dovuta al fatto che l'impresa non ha, né riesce a procurarsi mezzi finanziari adeguati per quantità e qualità alle esigenze di una gestione che, altrimenti, sarebbe economicamente equilibrata";
- crisi economiche "la crisi ha natura economica quando è dovuta a fatti diversi (…) da una pura e semplice carenza qualitativa e quantitativa dei mezzi finanziari a disposizione o comunque accessibili all'impresa", in P. CAPALDO, *Crisi d'impresa e suo risanamento*, in *Banche e banchieri*, 1997, p. 316.

[24] Per approfondimenti relativi alla tematica in questione, si veda, tra tutti, il seguente contributo dottrinale: U. BERTINI, *Gestione dell'azienda nel fallimento, nell'amministrazione*

Secondo questa analisi di tipo soggettivo, dunque, all'origine della crisi vi sono soggetti-protagonisti della vita aziendale: le loro inefficienze, i loro errati comportamenti, le loro incapacità sono considerati la causa prevalente dei processi di crisi.

Un approccio al problema, come quello sovra illustrato, non si rivela, però, come il più significativo nè il più adatto a descrivere la complessa realtà della crisi.

È necessario, infatti, rivedere la convinzione, da sempre dominante, che la crisi aziendale sia in stretta e necessaria correlazione con comportamenti colposi dell'imprenditore[25]. Questo radicato convincimento si presta oggi a subire una profonda revisione, lasciando il posto al diffondersi sempre maggiore di un approccio di tipo oggettivo, in base al quale la crisi può dipendere anche da eventi e da forze che sfuggono al dominio degli uomini d'impresa. Basti pensare ai fenomeni esterni all'azienda incontrollabili e indipendenti dai comportamenti individuali, che pure possono concorrere con peso notevole a provocare la crisi[26]: la diminuzione della domanda globale di un prodotto o di una categoria di prodotti, il rincaro di alcuni fattori produttivi, l'effetto della concorrenza sui prezzi di vendita e così via.

---

straordinaria e nella liquidazione coatta amministrativa: profili economici, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 1991.

[25] Pur ritenendo che i lavoratori ed i creditori abbiano la facoltà ed il diritto di pretendere rapporti alternativi con l'imprenditore in crisi, occorre anche considerare la possibilità di riallocare lo stesso nel sistema produttivo. In tal senso si veda il contributo di L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 1052 e ss.

[26] Scrive Lacchini: "Per poter definire in modo corretto quando un'azienda possa dirsi in crisi, occorre avere in via propedeutica stabilito le caratteristiche di un sano ed ordinato funzionamento. Ed è proprio in questa direzione che la letteratura, ormai «classica» e più recente, si è mossa addivenendo, pur tra parziali differenze, a concetti divenuti istituzionali quali quello di «economicità», nella sua duplice articolazione di equilibrio economico d'esercizio (o di autosufficienza economica) e di adeguata potenza finanziaria, di «efficienza», di «tendenziali equilibri prospettici» e condizioni e principi che li sopportano", in M. LACCHINI, *La valutazione del capitale nelle procedure concorsuali*, op. cit., p. 6.

La crisi d'impresa è, di fatto, un fenomeno collegato al dinamismo ed all'instabilità dell'ambiente.

Per tali ragioni, è preferibile adottare uno schema di tipo oggettivo nella descrizione e nell'analisi delle cause delle patologie aziendali. In quest'ottica, è possibile distinguere cinque tipi fondamentali di crisi, in funzione delle cause che le provocano[27]:

a) la crisi da inefficienza;

b) la crisi da sovracapacità / rigidità;

c) la crisi da decadimento dei prodotti;

d) la crisi da carenza di programmazione / innovazione;

e) la crisi da squilibrio finanziario[28].

Analizzare la crisi concentrandosi sull'individuazione di cause obiettive non significa, però, trascurare o dimenticarne le componenti soggettive, che devono essere, anzi, di volta in volta evidenziate e discusse; e ciò anche al fine di accertare quali siano eliminabili con intervento sui soggetti e quali non lo siano.

1.2.1 La crisi da inefficienza

La crisi è determinata da motivi di inefficienza quando uno o più settori dell'attività aziendale operano con rendimenti non "in linea" con quelli dei *competitors*. L'area nella quale tale situazione si manifesta con

[27] Secondo il Guatri, i cinque tipi di crisi si presentano spesso in combinazione, cioè con una pluralità di concause, in L. GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, op. cit. pag. 14.

[28] Le ultime due classificazioni non esauriscono il possibile panorama di crisi aziendali, ma risultano espressive del continuo raccordo che la dottrina economico – aziendale instaura tra insorgenza delle crisi e ricerca delle cause. Sull'ampia tematica si consultino: P. BASTIA, *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Giappichelli, Torino, 1996; G. BRUGGER, *Gli interventi professionali nelle crisi di impresa*, in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 2, 1984; V. CODA, *Crisi e risanamenti aziendali*, in *Sviluppo e Organizzazione*, n. 75, 1983.

più evidenza è quella produttiva[29]. Varie ragioni possono determinare un livello di costi superiore alla media del settore o comunque alle migliori aziende concorrenti: la disponibilità di strumenti produttivi in tutto o in parte obsoleti, la scarsa capacità o lo scarso impegno della manodopera, l'utilizzo di tecnologie non aggiornate, ecc., sono solo alcune delle possibili cause.

1.2.2 La crisi da sovracapacità / rigidità

La crisi da sovracapacità / rigidità trae origine da una delle seguenti situazioni:

- duratura riduzione del volume della domanda per l'azienda (con conseguente caduta della dimensione reale dei ricavi) originata da fenomeni di sovracapacità produttiva a livello dell'intero settore. Tale situazione delinea un'ipotesi tipica di crisi derivante da un eccesso di capacità produttiva rispetto alle possibilità di collocamento sul mercato[30];
- duratura riduzione del volume della domanda per l'azienda connessa alla perdita di quote di mercato. In tal caso, la sovracapacità interessa unicamente l'impresa colpita dal fenomeno; non si hanno, perciò, manifestazioni a livello settoriale. Per il modo in cui sono originate, le

---

[29] Lo stato di inefficienza non riguarda solo l'area produttiva, ma può investire altre aree di attività, quali l'area commerciale, amministrativa, organizzativa e finanziaria. In tal senso, si veda, tra tutti, il seguente contributo: L. GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, op. cit. p. 17 e ss.

[30] Negli anni passati, molte aziende, al fine di sfruttare le economie di scala, accrescere quote di mercato, hanno intrapreso una fase di crescita aziendale, puntando, in particolar modo ad un modello di sviluppo dimensionale dell'azienda, generando, in siffatto modo, un irrigidimento delle strutture e dei processi, portando all'impossibilità di adattare, in modo rapido e tempestivo, l'azienda ai momenti di crisi ovvero cambiamento del mercato. In tal senso, si vedano i contributi di L. GUATRI, *All'origine delle crisi aziendali: cause reali e cause apparenti*, in *Finanza Marketing e produzione*, 1985, 3, p. 11 e ss.; P. BASTIA, *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, Giappichelli, Torino, 1996.

difficoltà appaiono allora più gravi, poiché connesse a debolezze specifiche dell'azienda (la concomitanza di inefficienze è quasi inevitabile). L'unica possibilità di evitare la crisi è un sollecito processo di adeguamento dei costi;

- sviluppo dei ricavi inferiore alle attese, a fronte di investimenti fissi precostituiti per maggiori dimensioni.

Un caso particolare di crisi da rigidità, non connessa peraltro a situazioni di sovracapacità, si ha per variazioni all'aumento dei costi non controbilanciate da corrispondenti variazioni dei prezzi, soggetti a controlli pubblici.

1.2.3 La crisi da decadimento dei prodotti

Questa tipologia di crisi trae origine dalla riduzione dei margini positivi tra prezzi e costi al di sotto del limite necessario per la copertura dei costi fissi o comuni (non imputati al prodotto) e per garantire una sufficiente misura di utile[31].

L'assenza di utili e la mancata copertura, anche parziale, dei costi fissi o comuni trascina l'azienda nelle fasi preliminari della crisi, portando dapprima al manifestarsi di segnali di squilibrio e successivamente provocando perdite.

[31] In particolare, la contrazione dei margini, a livello generale di settore e a prescindere dalla competitività di costi della singola impresa, può essere determinato da diversi fattori interrelati tra loro, ad esempio: fluttuazioni ciclico – congiunturali dei margini, raggiungimento della fase di maturità o declino del ciclo di vita del prodotto; entrata sul mercato di nuovi concorrenti esteri più competitivi, ad es. per un basso costo della manodopera, per un più favorevole regime fiscale, per materie prime disponibili in loco in qualità e quantità, ecc. In tal senso, il monitoraggio continuo della redditività del prodotto e della composizione del portafoglio dei prodotti rappresenta una misura di contenimento di questa criticità.

Gli strumenti operativi che consentono di misurare il fenomeno in esame, ovverosia la redditività del prodotto, sono *il margine lordo di contribuzione e il margine semilordo di contribuzione*[32].

Il margine lordo di contribuzione di un prodotto è il risultato economico con cui quel prodotto "contribuisce" alla copertura dei costi fissi e all'ottenimento di un profitto aziendale. Il margine in parola, ritenuto dalla dottrina aziendale uno strumento piuttosto obiettivo per la rilevazione e la ripartizione dei costi[33], si calcola nel seguente modo:

Voci	**Prodotti**				
	A	B	C	D	Totale
Ricavi di vendita	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
- costo del venduto[34]	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
Margine lordo di contribuzione	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
- Costi fissi[35]	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
Reddito netto	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)

Il margine semilordo di contribuzione è un risultato economico di una certa rilevanza, poichè segnala il reddito di specifica competenza di un

[32] Tra i vari autori, occorre citare i seguenti contributi: F. RANALLI, *Verso uno schema di analisi della redditività e della liquidità aziendale*, in *Economia Aziendale, attività aziendale e processi produttivi*, vol. I, (a cura di E. CAVALIERI), Giappichelli, Torino, 2000; U. SOSTERO, P. FERRARESE, *Analisi di bilancio, strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 2000;

[33] Scrive, in tal senso, Zanda: "Con il calcolo del margine di contribuzione termina l'obiettività ed inizia un esercizio soggettivo. Infatti, se si utilizza per la ripartizione dei costi indiretti un criterio differente (ad es. in proporzione ai ricavi, al margine lordo, al margine di contribuzione, al costo del lavoro) i redditi X e Y saranno differenti", in G. ZANDA, *Lineamenti di Economia aziendale*, III edizione, Kappa, Roma, 2006, p. 305.

[34] Costo variabile del venduto = Costi variabili della quantità prodotta + rimanenze iniziali di prodotti valutate a costi variabili + rimanenze finali di prodotti valutate a costi variabili.

[35] Per ipotesi si includono tutti i costi fissi, sia operativi sia extra – operativi.

prodotto, conseguito impiegando risorse finalizzate a quello specifico scopo, senza considerare le risorse "generali" o "comuni".

Voci	**Prodotti**				
	A	B	C	D	Totale
Ricavi di vendita	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
- costo variabili del venduto	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
Margine lordo di contribuzione	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
- Costi fissi diretti	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
Margine semilordo di contrib.	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
- Costi fissi indiretti	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)
Reddito netto	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)

1.2.4 La crisi da carenze di programmazione / innovazione

In alcuni casi, le crisi aziendali appaiono motivate da profonde carenze di alcune funzioni di rilievo, quali la programmazione e l'innovazione[36].

Per quanto riguarda il primo aspetto, l'incapacità a programmare va intesa come incapacità di adattare le condizioni di svolgimento della gestione ai mutamenti ambientali. Le aziende totalmente incapaci di adoperarsi in tal senso operano guardando solo all'immediato, avendo, cioè, come unico obiettivo, il conseguimento di qualche risultato a

[36] Si veda, in tal senso il contributo di L. GUATRI, *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*, op. cit.

breve termine, ma nel contempo trascurano totalmente la predisposizione delle condizioni necessarie per affrontare il futuro. La conseguenza è un progressivo peggioramento delle capacità di reddito e, quindi, della capacità di resistere sul mercato alle inevitabili fasi di generale difficoltà.

La carenza di programmazione significa spesso anche incapacità di coinvolgere il *management* ed il personale in genere nello svolgimento della gestione[37]. La formazione di programmi e l'individuazione di chiari obiettivi è, infatti, strumento che sollecita la partecipazione degli individui; al contrario, la carenza, la contraddittorietà o l'incertezza degli obiettivi e l'indeterminatezza riguardante le vie per il loro raggiungimento provocano reazioni negative; il *management* ed il personale non si sentono coinvolti all'azione in corso di svolgimento, alla quale partecipano spesso con scarso impegno e senza speranza di ottenerne vantaggi.

Altro rilevante fattore di crisi è la carenza di innovazione: l'impresa ben difficilmente si mantiene nel tempo produttiva di risultati positivi, senza frequenti iniezioni di nuove idee, che si traducono nell'individuazione di nuovi prodotti, di nuovi mercati, di nuovi modi di produrre, di nuovi modi di presentare e diffondere i prodotti, di accrescere la lealtà dei clienti, e così via. In generale, ciò significa la capacità di studiare nuove opportunità e di ricercare nuove e più valide combinazioni. Mentre nelle imprese di limitate dimensioni, dove

---

[37] Sull'ampia tematica si consultino i seguenti contributi: P. BASTIA, *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, op. cit., O. GABROVEC MEI, *La diagnosi della crisi d'impresa*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 3, 1984; A. RIPABELLI, *Il contributo della ragioneria nell'analisi dei dissesti aziendali*, Valsecchi, Firenze, 1950; S. SCIARELLI, *La crisi di impresa*, Cedam, Padova, 1995; S. SLATTER, *Corporate recovery. A guide to turnaround management*, Penguin Book, London, 1994.

la ricerca potrebbe essere meno favorita, è più difficile puntare sull'innovazione, nelle aziende di grandi dimensioni le nuove idee, economicamente produttive, si associano molto spesso alla ricerca sui prodotti, sui processi produttivi, sui mercati, sui consumatori, sui mezzi di promozione, ecc.. Una ricerca dimensionalmente idonea e qualitativamente efficace è spesso la premessa indispensabile alle innovazioni: in alcuni rami d'industria è addirittura condizione imprescindibile di sopravvivenza dell'azienda.

1.2.5 La crisi da squilibrio finanziario/patrimoniale

Il più delle volte, le crisi aziendali vengono imputate agli squilibri finanziari ed agli oneri insostenibili che ne derivano.

Occorre innanzitutto chiarire il concetto di *squilibrio finanziario*. Con questa espressione si allude a situazioni caratterizzate dai seguenti eventi (o da alcuni di essi):

- grave carenza di mezzi propri (a titolo di capitale) e corrispondente netta prevalenza di mezzi a titolo di debito;
- netta prevalenza di debiti a breve termine rispetto alle altre categorie di indebitamento;
- squilibri tra investimenti duraturi e mezzi finanziari stabilmente disponibili;
- insufficienza o inesistenza di riserve di liquidità;
- scarsa o nulla capacità dell'azienda a contrattare le condizioni del credito, data la necessità di disporne ad ogni costo;
- nei casi più gravi, si ha anche difficoltà a seguire ed affrontare le scadenze, con il conseguente ritardo di alcune categorie di pagamenti

(fornitori, rate di prestiti, contributi previdenziali, fino al caso-limite delle retribuzioni ai dipendenti).

Lo squilibrio finanziario è, senza dubbio, generatore di perdite economiche[38]. Ciò dipende dall'eccezionale entità degli oneri finanziari, provocati dal pesante indebitamento e dal suo elevato costo e porta ad identificare, negli squilibri finanziari, la causa tipica della crisi. Tuttavia, non è da escludere che lo squilibrio finanziario sia, a sua volta, generato da altri profondi fattori di crisi: inefficienze, rigidità, decadimento dei prodotti, carenze di programmazione e di innovazione. Queste potrebbero essere le cause che minano gradualmente la vitalità dell'azienda e che, tra l'altro, la indeboliscono sul piano finanziario[39].

Lo squilibrio finanziario si associa, spesso, ad un altro tipo di disequilibrio che, più propriamente, può essere definito patrimoniale. Esso consiste nella scarsità di mezzi vincolati all'azienda a titolo di capitale e di riserve rispetto ad altre componenti della situazione

---

[38] L'accumulazione di perdite e l'accentuarsi degli squilibri pone non di rado l'azienda nell'impossibilità di reagire. Da un lato sono praticamente precluse le possibilità di ottenere dal mercato mezzi a titolo di capitale (salvo che i titolari abbiano ampie disponibilità e siano in proprio disposti a sopportare rischi e sacrifici) e, talora, anche a titolo di credito (banche e fornitori si fanno prudenti nel concedere ulteriori affidamenti); dall'altro lato l'autofinanziamento è ridotto al minimo od inesistente. Se le perdite continuano, è quasi fatale che l'azienda precipiti in condizioni d'insolvenza. Per approfondimenti si confronti L. GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, op. cit., p. 35 e ss..

[39] L'indebolimento da punto di vista finanziario porta, in taluni casi, ad operazioni di manipolazione del bilancio, da parte degli imprenditori, al fine di presentare una situazione alle banche ed ai creditori non rispondente all'effettiva realtà. Secondo Comuzzi, nel caso di crisi finanziarie, il *management* "allo scopo di mantenere inalterato o comunque di non compromettere il grado di fiducia acquisito con la comunità finanziaria, darebbe luogo ad operazioni di *window dressing* se non addirittura a veri e propri fenomeni di *creative accounting*, non appena venissero percepiti i primi segnali di deterioramento della situazione economico – finanziaria. Queste manovre diventerebbero, poi, sempre più ricorrenti con il peggiorare della condizione finanziaria dell'impresa. E' evidente che, alla base di tale comportamento, vi è di norma la condizione che gli interlocutori esterni non possiedono le competenze necessarie per percepire gli effetti di tali manipolazioni", in E. COMUZZI, *L'analisi degli squilibri finanziari d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1995, p. 62 e ss.

patrimoniale (indebitamento, totale dell'attivo) e della situazione economica (giro d'affari, entità delle perdite effettive e potenziali).

La scarsità di mezzi propri espone più intensamente l'azienda al rischio di crisi, a parità di altre condizioni, in quanto essa ha poche risorse da opporre alle perdite che si producono. Un'azienda ampiamente dotata di capitale e di riserve può, al contrario, assorbire con disinvoltura anche perdite di un certo rilievo, senza che l'impoverimento che ne deriva giunga al punto di compromettere il necessario equilibrio tra attività e passività. Da ciò l'ovvia conclusione che le aziende patrimonialmente squilibrate possono rapidamente passare, nello sviluppo delle loro crisi, dallo stadio delle perdite a quello dell'insolvenza e del dissesto.

2 I MODELLI DI PREVENZIONE DELLA CRISI AZIENDALE

2.1 *Premessa*

La crisi, come già illustrato, può manifestarsi in diverse modalità, ovvero essere già insita nell'azienda e svilupparsi non appena si verifica un evento esterno o interno alla stessa che genera l'effettivo declino[40].

Da tali situazioni, i profili economico–aziendali, gestionali ed organizzativi tendono ad evidenziare forti problematicità e squilibri rilevabili da una struttura manageriale capace di effettuare analisi accurate a verificare il *trend* dell'azienda.

Tuttavia, sebbene la crisi di un'impresa debba essere riconosciuta ed affrontata in tempi ragionevoli dal *management*, vi sono altri soggetti i quali hanno interesse a conoscere e verificare l'effettivo "stato di salute" dell'azienda, poiché coinvolti direttamente nei risultati che essa consegue. Si pensi, ad esempio, ai fornitori, ai creditori e, sebbene in maniera meno marcata, anche agli azionisti ed ai dipendenti.

In tale ottica, i modelli di previsione permettono di individuare le tipologie di crisi e di intervenire con tempestività al fine di risollevare, per tempo, le sorti dell'azienda.

---

[40] Cfr. V. CODA, *Crisi d'impresa e comportamento direzionale*, AA. VV., *Crisi di impresa e sistemi di direzione*, Milano, Etas Libri, 1977; A. CANZIANI, *Le circostanze della crisi nelle recenti esperienze delle imprese industriali italiane*, in M. CATTANEO, F. CESARINI, A. PROVASOLI, B. QUATRARO, (a cura di), *Crisi d'impresa ed amministrazione controllata*, Giuffrè, Milano, 1986; M. CONFALONIERI, *La cause dei dissesti aziendali*, in *Finanza Marketing Produzione*, 1995.

I modelli di previsione possono essere suddivisi in tre livelli di accertamento[41]:

- metodi basati sull'intuizione;
- metodi basati sull'analisi per indici;
- metodi basati su modelli.

2.2 *I metodi basati sull'intuizione*

Scrive il Guatri[42] che i metodi fondati sull'intuizione *"si basano sulla riconoscibilità esterna dei fattori di crisi"*: appartenenza a settori decadenti ovvero in un periodo di palese difficoltà a seguito della caduta della domanda; inefficienze produttive o commerciali; perdite di quote di mercato, sono elementi esterni che palesano un effettivo stato di crisi di un'azienda.

Da ultimo, l'elemento più rilevante, quello che, in maniera più evidente, denota la decadenza dell'impresa, è la presenza di bilanci in perdita[43]: una fase, quella in cui l'azienda chiude gli esercizi con risultati negativi, in cui già la crisi è entrata in uno stadio decisamente

---

[41] Scrive Arcari: "Una crisi tempestivamente diagnosticata e gestita nella prospettiva dello sviluppo porterà con sé non solo un miglioramento delle competenze dei membri dell'organizzazione e l'introduzione di *innovazioni gestionali*, bensì anche l'accrescimento del livello di *coesione del gruppo imprenditoriale* e l'accumulo di un *effetto esperienza* molto utile per la prevenzione di crisi future. In ogni caso, sia pur con i predetti caratteri positivi, la crisi resta comunque un evento traumatico per l'azienda. E' auspicabile pertanto, che le imprese, anche quelle di piccole dimensioni, si dotino di meccanismi finalizzati a prevenire piuttosto che a curare lo stato di degenerazione", in A. ARCARI, *Prevenire la crisi e gestire il turnaround nelle PMI attraverso le analisi economiche*, 2004/05, Università dell'Insubria, Facoltà di economia, p. 5.

[42] L. GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, op.cit., p. 46.

[43] Si vedano, a tal fine, i seguenti contributi: C. CARAMIELLO, *L'azienda nella fase terminale*, Colombo Cursi, Pisa, 1968; C. ROSSI, *Indicatori di bilancio, modelli di classificazione e previsione delle insolvenze aziendali*, Giuffrè, Milano, 1988; R. MOLITERNI, *Dalla fisiologia alla crisi d'impresa*, Cedam, Padova, 1999; G. INVERNIZZI, M. MOLTENI, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etas libri, Milano, 1991; J. T. SCOTT, *The probability of banckruptcy: a comparison of emphirical prediction and thoeretical models*, in *Journal of Banking and finance*, n. 5, 1981.

più avanzato, manifestando i propri effetti negativi anche nei confronti dei creditori[44].

Pertanto, mediante tali metodi, si può tentare di monitorare l'andamento dell'azienda individuando, con largo anticipo, l'eventuale crisi prima ancora che essa si possa manifestare.

Nella tabella seguente sono stati sintetizzati i fattori esterni indicatori di una crisi, individuando contestualmente la possibilità di un'effettiva risoluzione del problema.

INDICATORI	RICONOSCIBILITÀ ESTERNA	POSSIBILITÀ DI INTERVENTO
appartenenza a settori maturi o decadenti	XXX	X
appartenenza a settori in difficoltà per caduta della domanda	XXX	X
perdita di quote di mercato	XX	XX
inefficienze produttive	X	XXX
inefficienze commerciali	XX	XXX
inefficienze amministrative	X	XXX
inefficienze organizzative	X	XXX
inefficienze finanziarie	XX	XX
rigidità dei costi	XX	XX
carenze di programmazione	X	XXX
scarsi costi di ricerca	XX	XXX
scarso rinnovo di prodotti	XX	XX
squilibri finanziari	XXX	XX
squilibri patrimoniali	XXX	XX
blocco dei prezzi	XXX	X
LEGENDA X: minima (nulla) XX: media XXX: elevata		

[44] Nella maggior parte dei casi, gli imprenditori non colgono i vari segnali d'allarme di crisi della propria azienda e, per tali ragioni, non riescono a limitare i possibili effetti dannosi. Infatti, un *report* gestionale accurato, un monitoraggio continuo e capillare dell'andamento dell'impresa consentirebbe di riconoscere ed intervenire alle prime avvisaglie di crisi. In tal senso cfr. A. ARCARI, *Prevenire la crisi e gestire il turnaround nelle PMI attraverso le analisi economiche*, op. cit. p. 6.

2.3 *I metodi basati su indici*

Il metodo basato sull'analisi per indici consiste nel giudicare la rischiosità di un'impresa confrontando gli indici di bilancio con la media di un gruppo di aziende del medesimo settore ovvero rispetto alla generalità delle aziende stesse[45].

Esaminando tali indicatori, è possibile verificare ed accertare con un grado accettabile di attendibilità gli eventuali scostamenti. Gli squilibri evidenziati dall'analisi per indici consentono di poter comprendere se l'azienda presenta fattori di criticità che potrebbero condurre ad un eventuale declino dell'impresa stessa.

E' mediante tali strumenti che il *management* può individuare l'insorgere di fenomeni di declino, a partire dalla struttura reddituale (riduzione del ROS o aumento dell'incidenza dei costi operativi), fino ad una prima diminuzione del ROI[46]. Il peggioramento della situazione della liquidità può avere impatto sulla struttura finanziaria e, attraverso una riduzione della capacità di autofinanziamento, determinare un aumento dell'indebitamento o della sua onerosità, con una riduzione del ROE[47] in conseguenza di una leva finanziaria negativa[48].

---

[45] L'analisi di bilancio si fonda sulla determinazione e sulla valutazione di alcuni valori di riferimento che individuano precisi fenomeni di carattere economico e finanziario. Alcuni di questi valori vengono già determinati mediante l'impiego di strutture espositive dei dati di bilancio che prevedono al loro interno delle aggregazioni oppure il calcolo di differenze al fine di individuare dei risultati o dei valori netti. Queste aggregazioni e differenze, in quanto utili per l'analisi dei fenomeni economici e finanziari, possono essere considerate degli indicatori di bilancio. Sul tema in questione, si veda il seguente contributo: P. PISONI, L. PUDDU, *Analisi di bilancio, casi ed esercizi*, Giappichelli, Torino, 1992.

[46] Il ROI esprime il tasso di redditività del capitale investito dato dal rapporto tra l'utile operativo ed il totale degli impieghi. I valori accettabili sono quelli superiori allo zero.

[47] Il ROE esprime la redditività del capitale proprio ed è dato dal rapporto che pone al numeratore l'utile d'esercizio quale risulta dal conto economico e al denominatore il capitale

Pertanto, i *report* gestionali, predisposti periodicamente dal *management* aziendale, consentono di monitorare costantemente la *performance* dell'impresa e forniscono quegli elementi necessari all'eventuale intervento con congruo anticipo rispetto al manifestarsi della crisi stessa[49].

2.4 *I metodi basati sui modelli*

L'impostazione certamente più sofisticata e più articolata di previsione della crisi è quella che consiste nel ricorrere a metodi basati sui modelli:

---

proprio. Questo indice evidenzia la capacità della gestione a remunerare il capitale. I valori accettabili sono quelli positivi o al più pari a zero (temporaneamente); per valori negativi si avrebbe un risultato chiuso in perdita.

[48] Il principio della leva finanziaria consiste nel giudicare la convenienza del costo del denaro tenendo ben presente la redditività complessiva dell'azienda (ROI). Pertanto, la convenienza e i limiti a ricorrere al capitale di credito vanno giudicati in relazione:

- al valore del ROE complessivo aziendale, dato dal rapporto tra risultato netto e capitale proprio;
- al valore del ROI complessivo aziendale;
- al costo del denaro *i*;
- all'entità del massimo *leverage* sopportabile dato dal rapporto tra il capitale di credito e capitale proprio.

In particolare, se il ROI risulta essere superiore a *i*, all'azienda conviene indebitarsi, dal momento che il ROE aumenta al crescere dell'indebitamento, senza però superare il livello critico di *leverage* sopportabile.

Da ciò si può evincere che se il tasso di redditività operativa del capitale investito (ROI) è superiore al costo del denaro (*i*), al crescere del *leverage* (e quindi della preponderanza del capitale di credito sul capitale proprio) cresce il tasso di redditività netta del capitale proprio (ROE).

Pertanto, all'azienda, in caso di ROI>*i* converrà indebitarsi, purché il *leverage* venga mantenuto entro il livello di sicurezza. Viceversa, se il ROI<*i* all'azienda converrà fare ricorso al capitale proprio.

In tema di leva finanziaria, si vedano i seguenti contributi: P. ONIDA, *Economia d'Azienda* Utet, Torino, 1971, pagg. 390-490; G. ZANDA, *Lineamenti di Economia Aziendale*, op. cit. p. 320 e ss..

[49] Scrive Danovi:"Gli indicatori utilizzati non devono essere calcolati per l'occasione, ma rientrano nel bagaglio delle conoscenze di ciascuna impresa e tra gli strumenti di più comune utilizzo, buoni per tutte le stagioni. E' allora possibile che tale strumentazione sia utile, se non per scongiurare la crisi, per consentire in molti casi di affrontarla in tempo", in G. DANOVI, *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 14.

le prime ricerche sul tema della previsione dell'insolvenza risalgono agli anni trenta, e presentano diversi sviluppi metodologici simili[50].

Gli studi in esame forniscono importanti contributi per l'approfondimento del fenomeno, in quanto sanciscono, con una certa omogeneità di risultati, l'efficacia informativa delle sintesi contabili e delle loro elaborazioni.

Nel prosieguo verranno illustrati alcuni dei più significativi modelli di prevenzione delle crisi aziendali.

2.4.1 Il Modello di Altman

Il primo esempio, sul piano storico, è il modello elaborato da E.I. Altman[51] e definito "*z-score*", che si fonda su una relazione lineare, in cui cinque variabili vengono misurate, sommate e ponderate al fine di determinare un risultato finale per ciascuna azienda.

La relazione è la seguente:

$$Z = 1{,}2X_1 + 1{,}4X_2 + 3{,}3X_3 + 0{,}6X_4 + 0{,}99\,X_5$$

[50] In realtà, la quasi totalità delle elaborazioni del periodo non possiede nè le caratteristiche né presenta le finalità proprie dei modelli di previsione delle insolvenze, Si tratta, infatti, di studi scarsamente articolati, per lo più finalizzati ad esaminare la capacità previsiva di singoli indicatori contabili piuttosto che a cogliere in forma sistemica ed esplicita, mediante la costruzione di uno schema concettuale di riferimento, l'evoluzione delle condizioni di solvibilità dell'impresa. Si veda, tra tutti, il seguente contributo: E. COMUZZI, *L'analisi degli squilibri finanziari d'impresa*, Giappichelli, Torino, 1995.

[51] E.I. ALTMAN, *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, in Journal of Finance, 23.09.1968.

Il modello "*z-score*" è stato riconosciuto ed accettato dalla più accreditata prassi professionale. Scrive, in tal senso, Eidleman, "From about 1985 onwards, the Z-scores have gained acceptance by auditors, management accountants, courts, and database systems used for loan evaluation. It has been used in a variety of contexts and countries, but was designed originally for publicly held manufacturing companies with assets of more than $1 million. Later revisions take into account the book value of privately held shares, and the fact that turnover ratios vary widely in non-manufacturing industries", J. G. EIDLEMAN, "*Z-Scores - A Guide to Failure Prediction*" in The CPA Journal Online, 1995.

dove:

Z è l'indice generale dello stato di salute dell'azienda;

X_1 è il capitale circolante netto diviso per il totale delle attività;

X_2 è l'utile non distribuito diviso per il totale delle attività;

X_3 è l'utile prima degli oneri finanziari e delle imposte diviso per il totale delle attività;

X_4 è il valore di mercato del capitale diviso per il valore totale delle passività;

X_5 sono le vendite per il totale delle attività.

La prima applicazione di tale metodologia venne effettuata con riferimento ad un campione di 33 aziende in difficoltà e 33 aziende in salute, e mise in risalto la circostanza che le imprese con un punteggio inferiore a 1,8 erano da considerare ad alto rischio di insolvenza, quelle con punteggio superiore a 3 non presentavano alcuna criticità, mentre le aziende che presentavano un punteggio compreso tra 1,8 e 3 avrebbero potuto presentare problemi.

Il presente modello ha subito successive integrazioni e modifiche ed è stato, altresì, rivisitato in occasione degli accordi di Basilea 2 e dei fenomeni di bancarotta avvenuti negli Stati Uniti nei primi anni 2000[52].

---

[52]In tale contesto, occorreva indiscutibilmente rivisitare ed aggiornare il modello "z-score" al fine di poter intervenire con estremo anticipo alla luce sia delle evoluzioni normative, sia dei fenomeni di bancarotta che avevano coinvolto il sistema economico - aziendale americano e dopo il c.d. "Caso Enron". La Enron era una delle maggiori multinazionali americane specializzate nel campo dell'energia. Nel 2002, la Enron improvvisamente fallì. L'avvenimento giunse del tutto inaspettato poiché ufficialmente l'azienda, negli ultimi 10 anni, aveva avuto una crescita molto rapida, decuplicando il proprio valore e raggiungendo il 7° posto nella classifica delle più importanti multinazionali degli USA. Tuttavia, nel giro di pochissimo tempo le azioni Enron, da tutti considerate solidissime, persero tutto il loro valore, passando dalla quotazione di 86 dollari a 26 centesimi, bruciando così circa 60 miliardi di dollari nel giro di tre mesi. Ciò portò numerosi dipendenti a gravi difficoltà, poiché era stata fatta una proposta che permetteva loro di acquistare le azioni della società e non poterono far nulla per ripararsi dal disastro. I più alti dirigenti della società, invece, non subirono alcuna perdita, poiché avevano venduto le loro azioni prima del crack, realizzando così enormi

2.4.2 *I modelli fondati sull'esplicitazione delle relazioni tra le dimensioni rilevanti dell'assetto economico – finanziario dell'impresa. Il modello di Coda*

Il Modello di Coda[53] si basa su un approccio di tipo qualitativo. Secondo l'Autore, la solvibilità dell'impresa è funzione delle ripercussioni su di essa prodotte da particolari eventi negativi di probabile manifestazione.

L'assetto economico-finanziario di un'impresa può assumere differenti configurazioni, le cui gradazioni possono, passando da un estremo all'altro, variare da situazioni di equilibrio a situazioni di grave squilibrio.

Gli eventi sfavorevoli, collegati a rischi specifici di gestione tipica, o legati alla dinamica dei mercati e dell'economia in generale, vengono osservati in relazione all'intensità con cui si possono verificare,

---

guadagni; per essi infatti non era prevista alcuna clausola che impedisse loro di liberarsi delle proprie quote. L'opinione pubblica pretese chiarimenti, poiché pareva inspiegabile che una multinazionale che aveva un fatturato di circa 130 miliardi di dollari all'anno crollasse così rapidamente senza segnali premonitori.

Scrive lo stesso Altman: "Around the turn of the new millennium, credit scoring models have been remotivated and given unprecedented significance by the stunning pronouncements of the new Basel Accord on credit risk capital adequacy – the so-called 2. Banks, in particular, and most financial institutions worldwide, have either recently developed or modified existing internal credit risk system or are currently developing methods to conform with best practice systems and processes for assessing the probability of default (PD) and, possibly, loss-given-default (LGD) on credit assets of all types. Coincidentally, defaults and bankruptcies reached unprecedented levels in the United States in 2001 and have continued in 2002. Indeed, companies that filed for bankruptcy/reorganization under chapter 11 with grater than $100 million liabilities reached at least $ 240 billion in liabilities in 2001 (even with Enron's understatement at the time of filing) and there were 39 firms that filed for protection under the US bankruptcies has continued in 2002 with another 23 firms of such great size filing in the first six months. In the public bond arena, over $63 billion of U.S. domestic public debt defaulted in 2001 and the default rate on U.S. high yield bonds was almost a record 9,8% (see Altman and Arman, 2002). And, in the first six months of the 2002, the default rate is 6,9% and with Worldcom included, has already broken the record default rate for a single calendar year ", in E.I. ALTMAN, *Rivisiting credit scoring models in Basel 2 environment*, maggio 2002.

[53] Per un'analisi più dettagliata, si veda il seguente contributo: V. CODA, *La valutazione della solvibilità a breve*, in G. BRUNETTI, V. CODA, F. FAVOTTO, *Analisi, previsioni, simulazioni economico – finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano, 1984.

all'influsso prodotto sulla situazione originaria, alla probabilità di manifestazione. L'osservazione di questi fattori permette l'identificazione di alcune specifiche aree alle quali corrispondono differenti gradi di rischiosità.

L'impostazione di Coda propone di considerare la solvibilità dell'impresa in tutti i casi nei quali il giudizio che emerge dall'analisi del profilo economico–finanziario è positivo e gli eventi sfavorevoli che possono modificarlo vengono considerati non particolarmente gravi. *Contra,* si può ritenere certa l'insolvenza qualora su un assetto economico–finanziario già decisamente squilibrato si innestino eventi negativi particolarmente gravi.

Lo sviluppo metodologico del modello consente di individuare alcuni momenti caratteristici che rappresentano approssimazioni successive del concetto di solvibilità.

In primo luogo, viene osservata l'attitudine dell'impresa a soddisfare gli impegni di pagamento nell'immediato futuro. Tale assunto dipende da tre fattori: gli impegni già presi all'inizio del periodo o destinati a sorgere nel corso dello stesso; gli strumenti di regolamento delle obbligazioni sorte o destinate a sorgere; le riserve di credito. I primi due elementi dipendono, a loro volta, da fattori determinanti la dimensione e la composizione del capitale circolante netto. Le riserve di credito, invece, possono essere qualificate e quantificate considerando, in via congiunta, l'ammontare degli affidamenti totali attuali e potenziali a disposizione dell'impresa e la dimensione di quelli già utilizzati. I primi, a loro volta, dipendono dalla fiducia di cui l'impresa gode presso l'ambiente finanziario del mercato dei crediti. La

fiducia è una variabile influenzata da svariati fattori: tra essi assume particolare rilevanza il modo in cui la comunità finanziaria, in particolare, percepisce l'intero assetto economico–finanziario dell'impresa, non soltanto la sua situazione di liquidità. In prima approssimazione, la valutazione sulla solvibilità può fondarsi sull'analisi della liquidità, poiché una verifica più approfondita richiederebbe l'osservazione dell'intero profilo economico–finanziario.

Il secondo momento consiste nella determinazione del profilo economico–finanziario dell'impresa. A questo fine, il modello si propone di considerare le relazioni dinamiche esistenti tra le principali dimensioni di cui si compone lo stesso profilo: liquidità, sviluppo, solidità patrimoniale, e redditività. Ciò permette di svolgere, da un lato, una valutazione più puntuale del clima d'opinione esistente presso la comunità finanziaria; dall'altro un esame più articolato e maggiormente approfondito della situazione economica e finanziaria dell'impresa.

Il terzo momento consiste nell'osservare l'evoluzione del profilo precedentemente qualificato. A tal fine, vengono considerati alcuni fatti condizionanti l'evoluzione futura dell'impresa, quali i fattori inerziali, che producono inevitabili ritardi temporali affinché ogni elemento causale possa produrre effetti e presentano intensità e durata variabili in relazione alle caratteristiche gestionali dell'impresa su cui si innestano.

Il quarto momento consiste nell'individuazione delle diverse aree di rischiosità: ciò avviene considerando congiuntamente l'assetto economico–finanziario di partenza, destinato ad evolversi per effetto di

decisioni già prese e di fattori inerziali, e gli eventi negativi di probabile manifestazione nel breve termine.

2.4.3 La Monte Carlo Simulation

Un altro possibile modello di prevenzione di una crisi aziendale è la *Monte Carlo Simulation*[54], che definisce la distribuzione di probabilità delle varie determinazioni quantitative di alcune variabili reputate fondamentali per l'analisi della situazione economico–finanziaria dell'impresa, ripetendo più volte il processo valutativo, al fine di trasformare il valore oggetto d'indagine in una variabile aleatoria in cui, ad ogni risultato, viene associata una certa probabilità d'ottenerlo.

Più precisamente, *l'output* del modello non è un unico valore, ma una moltitudine di valori legati fra loro da una certa legge di manifestazione.

In termini statistici, *l'output* è costituito da una variabile aleatoria[55].

Si ipotizzi di dover stimare il valore di un'azienda con un metodo reddituale puro[56] e di poter congetturare varie determinazioni del

---

[54] La tecnica di Monte Carlo è stata formalizzata nel 1944 in una metodologia rigorosa. Si veda, in tal senso, il seguente contributo: A. BELACICCO, P. CUTILLO, *Principi e tecniche di ricerca operativa*, La Goliardica, Roma, 1980, p. 161. Secondo gli Autori, la Simulazione può essere definita come "il processo che consiste nel condurre esperimenti su di un modello di un sistema, in luogo di esperimenti diretti del sistema stesso, al fine di utilizzare i risultati ottenuti proprio come se provenissero da esperimenti reali". Fra le varie opere, occorre citare, tra l'altro, il contributo di G. BRUGGER, *La simulazione di Monte Carlo*, in Trattato di Finanza Aziendale, a cura di G. PIVATO, Angeli, Milano, 1987.

[55] Per comprendere il funzionamento ed il risultato di una simulazione è necessario comprendere il significato di variabile aleatoria. Si prenda a titolo di esempio il lancio di una moneta. La probabilità che esca una faccia ovvero il rovescio è sempre pari al 50%. I risultati possibili e le probabilità di manifestazione non sono altro che la variabile stocastica che governa i risultati del lancio di una moneta. Cfr. G. ORICCHIO, *La stima dell'aleatorietà nelle valutazioni del capitale economico dell'impresa*, Giappichelli, Torino, 1994.

[56] Il metodo reddituale puro consiste nella capitalizzazione, ad un prefissato tasso di interesse, del reddito medio futuro prodotto dall'azienda. Esso fa, pertanto, riferimento ad un parametro reddituale unico, normale e costante nel tempo. Sulla presente metodologia di stima del

reddito netto normale atteso e del tasso di sconto, inserendo in un'urna i differenti valori di reddito ed in un'altra quelli del tasso di attualizzazione.

Estraendo a caso un dato valore di reddito ed un dato tasso, si ottiene una determinazione quantitativa del capitale economico, e ripetendo il medesimo procedimento, si possono ottenere diverse stime del capitale economico dell'impresa, ricostruendo, in siffatto modo, la distribuzione stocastica di tali valori.

Lo scopo di tale simulazione consiste nel ricondurre e convertire l'incertezza presente nella realtà valutativa in una "certezza soggettiva" di tipo probabilistico[57].

Pertanto, definita la metodologia valutativa da applicare, si identificano le variabili del modello ed eventualmente si esprimono in maniera più analitica quelle di maggior rilievo ai fini della stima. Successivamente, si assegna un campo di oscillazione ad ogni variabile e si definiscono soggettivamente, nell'ambito di tali campi, le probabilità di manifestazione di ciascun valore. A questo punto, si procede alle diverse estrazioni virtuali e si analizzano i risultati ottenuti.

---

capitale economico, si veda il seguente contributo: G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, op. cit. p. 94 e ss.

[57] Scrivono Panati e Golinelli: "Nell'ambito dell'incertezza, cioè dell'assenza di adeguate informazioni sulle probabilità oggettive, si deve distinguere tra incertezza stabile ed incertezza instabile. Si ha una situazione di incertezza stabile tutte le volte che si può fondatamente presumere l'esistenza di probabilità che, pur non essendo note, possono essere stimate ricorrendo alla sperimentazione ed all'inferenza statistica, in modo da ricondurre il grado di informazione ad un livello analogo a quello riscontrabile in una situazione di certezza probabilistica (…) Si ha invece incertezza instabile quando non solo mancano le informazioni sulle conseguenze di una data linea di azione, ma non è nemmeno ipotizzabile la loro applicazione a determinati casi", in G. PANATI e G. GOLINELLI, in *Tecnica economica industriale e commerciale*, La Nuova Italia Scientifica, Roma, 1989, p. 758.

Uno schema riassuntivo delle fasi che caratterizzano questo metodo può essere il seguente[58]:

1. definizione della metodologia e delle variabili da seguire;
2. definizione dei limiti di oscillazione e della distribuzione di probabilità delle variabili da considerare;
3. estrazione della combinazione delle variabili in precedenza scelte;
4. calcolo del valore dell'impresa relativo ad ogni estrazione effettuate;
5. riepilogo ed eventuali risultati.

Per quanto riguarda il punto *sub* 1), occorrerà individuare i metodi che consentano di stimare il valore dell'impresa a seconda della tipologia di azienda da considerare.

La seconda fase prevede poi la definizione del campo di oscillazione delle variabili prescelte e, successivamente, l'individuazione della distribuzione della probabilità delle varabili, in ragione del fatto che non tutti i risultati possibili hanno la stessa probabilità di verificarsi.

Con la terza fase si procederà all'estrazione delle combinazioni delle variabili prescelte; le ultime due fasi consisteranno, infine, nelle determinazioni dei valori d'impresa e nell'analisi dei risultati ottenuti.

[58] Sul tema in questione si veda il contributo di R. TREQUATTRINI in *La valutazione delle banche e degli enti finanziari*, (a cura di R. PICELLA e M. LACCHINI), Bancaria Editrice, 1997, Roma.

2.4.4 La sensitivity analysis e la scenario analysis

La *sensitivity analysis* è fondata sullo studio delle relazioni analitiche che legano le variabili indipendenti di un modello alla variabile dipendente.

Nel caso di stima del valore economico di un'azienda, una volta definita la metodologia di valutazione del capitale economico dell'impresa, si studia il cambiamento del valore della stessa al variare dei dati di *input.*

La *scenario analysis* rappresenta, invece, un'evoluzione dell'analisi di sensibilità, in cui, oltre ad esaminare le possibili oscillazioni del valore economico di un'impresa, a seguito di un possibile errore di previsione della variabili di partenza, vengono analizzate anche le probabilità di realizzazione di tali variazioni.

Per ciascuna variabile, vengono studiati i possibili scenari e, all'interno di ciascuno di essi, viene effettuata una stima delle grandezze da inserire nella formula di stima, ipotizzando la sua probabilità di manifestazione.

Di norma, per ogni variabile, vengono previsti tre diversi scenari alternativi: un *worst case*, un *base case*, ed un *best case*.

L'esposizione dei dati applicati, in base alla *scenario analysis*, consente di fornire più valutazioni a seconda dell'evoluzione degli eventi futuri, permettendo di giungere ad una stima media del valore economico dell'azienda, sulla base dell'assegnazione di probabilità soggettive di manifestazione degli stati futuri dell'economia, quantificando, altresì,

anche solamente in linea di massima, l'intervallo di oscillazione delle valutazioni stesse[59].

[59] Cfr., in tal senso, seguente contributo: G. ORICCHIO, *La stima dell'aleatorietà nelle valutazioni del capitale economico dell'impresa*, op. cit. p. 41 e ss.

3 LA GESTIONE DELLA CRISI

3.1 *Premessa*

Come già illustrato nei paragrafi precedenti, i casi di crisi aziendale hanno subito nel tempo un notevole incremento, coinvolgendo anche settori ritenuti tradizionalmente piuttosto solidi. Basti pensare, nel corso del secondo semestre del 2008, alla crisi che ha investito il settore bancario, con il fallimento di Lehman Brothers negli Stati Uniti d'America e l'intervento da parte del Governo americano per cercare di evitare ulteriori *default*, eventi le cui ripercussioni si sono inevitabilmente riflesse anche nei mercati finanziari europei, dando luogo alla necessità di adottare immediati provvedimenti da parte dell'Unione Europea e dei Governi di ciascuno Stato.

La crescente diffusione di crisi che coinvolgono imprese di media e medio-grande dimensione, il cui *default* determinerebbe effetti negativi di grande rilievo sia sul piano economico che su quello finanziario dei creditori ha, pertanto, stimolato la ricerca di soluzioni in grado di fronteggiare - con maggior efficacia ed efficienza rispetto al ricorso alle consuete procedure concorsuali - le problematiche delle imprese che versano in situazioni di patologia aziendale[60]. Non è quindi casuale

[60] Ciò ha condotto alla individuazione, da parte della dottrina e del legislatore, di soluzioni alternative e sicuramente efficaci della crisi d'impresa. Scrive Boggio: "Soprattutto l'esperienza degli ultimi venti anni ha portato all'attenzione degli studiosi di diritto commerciale il fenomeno degli accordi per la soluzione stragiudiziale delle crisi d'impresa e, tra questi, in particolare, quelli che contemplano il salvataggio del complesso aziendale al fine di consentire la continuazione dell'attività", in L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi, ricostruzione di una disciplina*, op. cit. p. 1 e ss.. Inoltre, è stato rilevato come

che, negli ultimi anni, crescente attenzione sia stata riservata ai sistemi di gestione delle crisi aziendali, ovvero a meccanismi istituzionali (regolamentati dalla legge oppure affidati alla libera iniziativa delle parti) di gestione dell'insolvenza, in grado di operare con modalità sempre più vicine alle regole del mercato. Ciò significa che i sistemi in questione dovrebbero rispettare alcune caratteristiche fondamentali, tra cui:

- tutelare il valore dell' impresa;
- salvaguardare i diritti dei creditori, evitando violazioni delle priorità legali previste per il loro soddisfacimento.

3.2 *L'efficienza nella tutela del valore dell'impresa*

L'efficienza[61] nella tutela dell'impresa implica che il trattamento della crisi deve evitare distruzioni non necessarie di valore. È questo il criterio-base che deve guidare la scelta fra liquidazione e continuazione dell'attività aziendale.

Il manifestarsi dell'insolvenza, infatti, non implica necessariamente che, per i creditori, il valore dell'impresa sia maggiore se l'attività viene interrotta e gli *assets* liquidati, piuttosto che nell'ipotesi di continuazione dell'attività (ovviamente ristrutturata). Se i flussi economici generabili nel tempo dall'impresa sono superiori a quelli

---

l'accordo stragiudiziale possa portare ad un ritorno più elevato per gli *stakeholder* per una serie di fattori riconducibili alle sue caratteristiche peculiari Cfr. G. FORESTIERI, *Banche e risanamento delle imprese in crisi*, op. cit. p. 60; G. BERTOLI, *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, op. cit., p. 119.

[61] L'efficienza è misurabile con vari indicatori idonei, espressivi della capacità dei singoli fattori, delle singole combinazioni e dell'intero sistema aziendale di svolgere la gestione secondo razionalità economica. Come scrive L. D'Alessio, "l'efficienza è tanto maggiore quanto sono più alti i rendimenti e quanto minori risultano essere i costi di produzione e di erogazione sopportati per le prestazioni e servizi ottenuti, in L. D'ALESSIO, *Le aziende pubbliche. Management, programmazione, controllo*, vol. 1, Liguori, 2008, p. 128 e ss..

ottenibili con la liquidazione, il valore dell'impresa è ovviamente maggiore nel primo caso. Tali flussi possono essere realizzati dai creditori "ristrutturando" l'indebitamento e controllando la gestione dell'impresa, fino a che questa dimostri di aver recuperato la capacità di adempiere alle proprie obbligazioni, così rinnovate, ovvero attendendo che si creino le condizioni per la cessione del complesso aziendale in funzionamento.

La scelta tra le ipotesi alternative di continuazione dell'attività e liquidazione va, dunque, ragionevolmente compiuta valutando i risultati del risanamento[62]. Da qui, la necessità di predisporre un sistema di gestione dell'insolvenza che minimizzi il rischio:

- di liquidazioni di complessi aziendali per i quali esistono fondate prospettive di ripresa (quindi di miglioramento del valore) e, dunque, meritevoli di essere preservati in funzionamento;
- di consentire la permanenza in vita di complessi aziendali che distruggerebbero ulteriore ricchezza e che valgono di più se dissolti;
- di non adottare, specie nel caso di continuazione dell'attività aziendale, il piano che meglio massimizza il valore dell'impresa.

In quest'ottica, il sistema italiano non si caratterizza né per eccessi liquidatori, né per eccessi conservativi.

Per quanto riguarda il primo aspetto, nel nostro ordinamento esistono, infatti, procedure atte a evitare eccessi liquidatori quali

---

[62] Nell'incisiva affermazione di J.R. FRANKS, W.N. TOROUS, *A comparison of the UK and Us. Bankruptcy Codes*, "Journal of Applied Corporate Finance", 1993, pp. 95-103, l'obiettivo è così espresso: "ogni impresa con la ragionevole aspettativa, dopo la riorganizzazione, di un tasso di rendimento pari al costo dei capitali investiti deve essere conservata, mentre ogni altra deve essere liquidata".

l'amministrazione straordinaria e l'amministrazione controllata (sebbene quest'ultima, con l'entrata in vigore della nuova legge fallimentare, sia stata abrogata). Tali procedure, pur diversamente strutturate, sono accomunate dal fatto di rendere possibile la continuazione della gestione dell'impresa in crisi.

Tuttavia, si è osservato che il sistema non eccede nemmeno nel mantenere a tutti i costi in vita complessi aziendali che appaiono in stato irrimediabilmente patologico. Mentre fino alla metà degli anni Ottanta la discrezionalità concessa al giudice sembrava aver aperto la strada ad interpretazioni fondate su convenienze del momento e/o su convinzioni politiche personali,[63] che avevano dilatato gli strumenti di salvataggio, negli anni più recenti vi è stato un atteggiamento più rigoroso, e comunque più consapevole, da parte della magistratura. In questo senso è possibile spiegare, almeno in parte, l'andamento decrescente che caratterizza il numero delle istanze di ammissione all'amministrazione controllata, come pure al concordato preventivo; ma il cambiamento forse più evidente si ha nelle applicazioni dell'amministrazione straordinaria, sovente accusata di essere lo strumento attraverso il quale si tengono in vita, a spese della

---

[63] Scrive Bartolomeo Quatraro: "Anche i giudici hanno la loro parte di responsabilità nell'uso distorto che gli operatori hanno fatto dell'AC: chiusi nella *turris eburnea* di una cultura esclusivamente giuridica e libresca, poco propensi ad aprirsi alle nuove e stimolanti istanze della scienza economico-aziendale, essi si sono spesso limitati a una valutazione sommaria e agnostica della domanda di amministrazione controllata. Preoccupati o condizionati solo dalla prospettiva della salvaguardia ad ogni costo dei posti di lavoro, senza una visione armonica e globale degli interessi delle altre categorie di creditori. Ciò ha determinato l'indiscriminata apertura di procedure poi sfociate, appena qualche mese dopo, in concordato preventivo e addirittura in fallimenti; l'accumulo di debiti prededucibili, a totale discapito dei creditori concorsuali; il discredito agli occhi dei creditori (e, in particolare delle banche, poi chiamate a collaborare al tentativo di risanamento) sia del giudizio del tribunale che dello stesso istituto dell' AC", in B. QUATRARO *L'intervento del giudice e l'amministrazione controllata*, in D. MASCIANDARO, F. RIOLO (a cura di) 1997, p. 175.

collettività, imprese per le quali la continuazione della gestione appariva chiaramente antieconomica[64].

3.3 *La salvaguardia dei diritti dei creditori*

Nell'ambito dei possibili casi alternativi alle procedure concorsuali di risoluzione delle crisi aziendale, occorre rilevare che gli interventi attuabili debbono necessariamente tener conto dei principi della *par condicio creditorum* e della *absolute priority rule*. Il primo implica che i creditori, i quali godono di pari priorità nel rimborso, devono subire, se del caso, uguali sacrifici in termini percentuali; il secondo principio comporta, invece, che, nella ripartizione del ricavato ottenuto dalla liquidazione degli *assets* aziendali, si attribuisca qualcosa ai titolari del capitale di rischio solo se (e dopo che) tutti creditori sono stati soddisfatti integralmente.

Nonostante detti principi siano presenti in qualunque sistema di gestione della crisi, in non pochi Paesi essi subiscono violazioni a livello di singole procedure; è sufficiente, al riguardo, fare riferimento a tutte quelle soluzioni giudiziali o stragiudiziali che contemplano riduzioni del valore nominale dei crediti senza che

[64] Come scriveva, ad esempio, Podestà: "La legge n. 95/79 ha consentito un indiscriminato afflusso di aziende (anche non industriali) alla procedura di amministrazione straordinaria nell'illusione (o nella pretesa) che un commissario senza mezzi finanziari riesca a ripristinare una gestione economica in un breve lasso di tempo e a trovare un acquirente cui cedere, ad un prezzo non deludente per i creditori, aziende di norma in situazioni di dissesto spaventoso, risultato di dichiarazioni di insolvenza troppo a lungo procrastinate o di precedenti, quanto infruttuosi, tentativi di salvataggio", in S. PODESTÀ, *La crisi d'impresa in Italia: efficacia e limiti delle forme d'intervento adottate*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. l, 1984. Si vedano anche le critiche, più recenti, di G. BOCCUZZI, R. CERCONE, Tutela *dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimen*tare, in AA.VV., *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali*, Roma, Banca d'Italia, 1994, p.442.

contemporaneamente venga azzerato il valore del capitale azionario[65]. In linea generale, si può affermare che, sotto questo profilo, il sistema italiano di gestione dell'insolvenza non presenta, nel confronto con l'esperienza internazionale, aspetti di particolare inefficienza. All'interno delle procedure legali, infatti, i casi di sistematica violazione sembrano praticamente inesistenti.

L'amministrazione straordinaria, indubbiamente la procedura che più esautora i creditori, sembra strutturata in modo da non consentire deroghe all'*absolute priority rule*, mentre violazioni a tale principio si possono rinvenire in alcuni particolari utilizzi del concordato preventivo (ed eventualmente dell'amministrazione controllata).

L'ambito in cui, comunque, maggiormente si verificano violazioni dell'*absolute priority rule* è costituito dalle rinegoziazioni privatistiche dell'indebitamento, le quali comportano un elevato rischio di conflitti d'interesse[66]. Nelle procedure stragiudiziali sono, in effetti, riscontrabili violazioni del principio in esame sia tra creditori sia tra questi e il gruppo di comando. Sotto il primo profilo, il rispetto della *par condicio creditorum* è spesso incrinato per effetto del trattamento favorevole riservato ai fornitori, ai "piccoli" *free riders* e, comunque, in genere, ai creditori non bancari. Per quanto riguarda le violazioni dell'*absolute priority rule* a favore del soggetto economico, queste traggono origine dal fatto che il gruppo di comando riesce sovente, soprattutto nelle

---

[65] Sul tema in questione si vedano i seguenti contributi: M. LACCHINI, *La valutazione del capitale nelle procedure concorsuali*, op. cit.; U. BERTINI, *Gestione del'azienda nel fallimento, nell'amministrazione straordinaria e nella liquidazione coatta amministrativa: profili economici*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 1991.

[66] Sul tema in questione vedasi il contributo di A. DANOVI, *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, op.cit., p. 232 e ss..

imprese di dimensioni minori e spesso per decisione dell'*advisor*, a conservare la propria posizione.

3.4 *I sistemi di gestione delle crisi aziendali*

La crisi economica dell'impresa, ed il conseguente dissesto patrimoniale del debitore, sono eventi che coinvolgono una gran massa di creditori, che vengono a trovarsi nell'impossibilità di realizzare, in parte o per l'intero, quanto loro dovuto. Per il dissesto dell'imprenditore commerciale non piccolo è possibile ricorrere alle procedure concorsuali, mediante le quali, con la presenza di un'autorità pubblica, viene regolato il rapporto tra un determinato soggetto e il complesso dei suoi creditori. La legge regolava cinque tipologie di procedure concorsuali, di cui quattro previste dal r.d. 16 marzo 1942, n. 267[67] (fallimento, concordato preventivo, amministrazione controllata[68] e liquidazione coatta amministrativa). Una quinta procedura concorsuale, l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza, è stata introdotta dalla legge 3 aprile 1979, n. 95 (c.d. Legge Prodi) e, successivamente, riformata in maniera radicale dal d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270. Pur mostrando significativi profili di diversità, le singole procedure concorsuali presentano alcune

[67] La presente Legge ha subito profonde modifiche con l'introduzione del D.L. 14 marzo 2005, n.35, convertito nella L. n.80/2005 (Riforma della Legge Fallimentare) e con il D. Lgs. 9 gennaio 2006 n. 5, in vigore per procedure dichiarate dal 16 luglio 2006 (con esclusione degli artt. 48, 49 e 50, in vigore dalla pubblicazione nella G.U. del 16 gennaio 2006, n.12).

[68] La presente procedura, con finalità conservativa dell'impresa, è stata abrogata dal D. Lgs 9 gennaio 2006, n.5, con decorrenza dal 16 luglio 2006. Dopo tale data continueranno solo a sopravvivere le procedure dichiarate anteriormente a tale data, fino alla chiusura. La motivazione di questa scelta da parte del Legislatore è connessa con le modifiche sostanziali del D.L. n.35/2005, che hanno restituito alla procedura del concordato preventivo una prevalente finalità conservativa, tanto da rendere "superflua" nell'ordinamento una procedura conservativa di temporanea moratoria.

caratteristiche comuni: la "generalità", intesa come coinvolgimento nella procedura stessa di tutto il patrimonio dell'imprenditore e non solo dei singoli beni, la "collettività", ovverosia il coinvolgimento di tutti i creditori dell'imprenditore alla data in cui il dissesto è accertato, e, infine, il fatto di mirare ad assicurare, in via di principio, la parità di trattamento degli stessi (*par condicio creditorum*).

A differenza delle altre soluzioni concorsuali, nell'amministrazione controllata e nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi è possibile ravvisare una finalità riorganizzatoria e recuperatoria, che si evidenzia nel consentire la continuazione dell'esercizio dell'impresa dando, così, all'imprenditore la possibilità di ripristinare la propria regolare solvibilità.

La legge fallimentare ha subito profonde modifiche ed integrazioni, nel corso degli ultimi anni, a seguito dell'approvazione della legge n. 80/2005, del D. Lgs. 9 gennaio 2006 n. 5 e, infine, con l'introduzione del D. Lgs. 12 settembre 2007, n. 169 recante "*Disposizioni integrative e correttive al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, nonché al decreto legislativo 9 gennaio 2006, n. 5, in materia di disciplina del fallimento, del concordato preventivo e della liquidazione coatta amministrativa, ai sensi dell'art. 1, commi 5, 5 bis e 6 della legge 14 maggio 2005, n. 80*", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 241 del 16 ottobre 2007, ed entrato in vigore il 1° gennaio 2008.

Le ragioni di tali modifiche, come rilevato dalla dottrina,[69] consistevano nella mancata realizzazione di quegli obiettivi prefissati dal legislatore del '42 [70].

3.5 *Dalle procedure concorsuali agli accordi di ristrutturazione*

Tra i vari rimedi prospettati nel progetto di riforma, il legislatore intendeva individuare soluzioni sicuramente più efficaci rispetto al passato.

Infatti, dopo aver constatato l'ormai inefficace sistema fallimentare introdotto nel 1942, al centro di continue critiche e dibattiti[71], a seguito di interventi riformatori negli ordinamenti giuridici stranieri e la non adeguatezza delle procedure concorsuali effettuata su un campione di aziende[72] ammesse alle procedure nel periodo 1981–1995, unitamente

---

[69] La dottrina, prima dell'ultima riforma della Legge fallimentare, ha evidenziato, a più riprese, i risultati poco soddisfacenti che le procedure concorsuali avrebbero potuto realizzare anche in ragione della forte rigidità normativa. Sul tema in questione si vedano i seguenti contributi: E. FRASCAROLI SANTI, *Crisi d'impresa e soluzioni stragiudiziali*, in *Trattato di diritto Comm. Pubbl. econ.*, a cura di F. GALGANO, XXXVII, Padova, 2005, p. 207; A. JORIO, *Soluzioni giudiziali, stragiudiziali e nuove regole*, in *Nuove regole per la crisi d'impresa*, Milano, 2001, p. 7 e ss.; G. LO CASCIO, *Prime riflessioni sulla imminente riforma del diritto fallimentare*, in Fall., 2002, p. 358.

[70] Scrive Boggio: "Tanto meglio non andava per l'amministrazione controllata e per il concordato preventivo. L'amministrazione controllata, se non in rarissimi casi, sortiva normalmente esito negativo. Nella stragrande maggioranza delle situazioni, ad essa conseguivano senza intervalli il fallimento o il concordato preventivo. In concreto, negli anni essa ha costituito un mezzo per evitare l'immediata dichiarazione di fallimento. Talora allo scopo (ragionevole peraltro) di consentire temporaneamente la continuazione dell'attività di impresa nell'interesse, soprattutto, della salvaguardia dei livelli occupazionali. Il Concordato preventivo, in particolare nella modalità con cessione dei beni, ha dato pessima prova di sé. La liquidazione concordataria non si è dimostrata meno lunga e costosa di quella fallimentare. La speranza che la cessione dei beni consentisse il pagamento di percentuali vicine al 40% del capitale vantato dei creditori chirografari, in molti casi è stata delusa", in L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi, ricostruzione di una disciplina*, op.cit., p. 15 e ss.

[71] Nel corso degli anni, i tentativi di riforma del diritto fallimentare furono diversi, tra cui, lo Schema di Progetto del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti a cura di R. PROVINCIALI in "Il Diritto Fallimentare", 1971; P. PAJARDI, *Progetto di riforma del Diritto Fallimentare*, in Manuale di Diritto Fallimentare, Giuffrè, Milano, 1998.

[72] R. BARONTINI, *Costi del fallimento e gestione delle crisi nelle procedure concorsuali*, in L. CAPRIO (a cura di), *Gli strumenti per la gestione delle crisi finanziarie in Italia: un'analisi*

ai recenti *crack* finanziari, è maturata la necessità di porre un intervento definitivo, al fine di ridurre i tempi delle procedure, di far emergere in maniera più rapida e tempestiva la crisi, di limitare i costi, di rafforzare l'autonomia delle parti nel governare la crisi aziendale e tentare, ove possibile, di garantire il *going concern* ed il mantenimento dei livelli occupazionali.

Per conseguire queste finalità, la dottrina, nei vari progetti di riforma[73], ha maturato la convinzione di rafforzare le possibilità di accordi tra creditori e debitori come modalità primaria di risoluzione della crisi, relegando la procedura liquidatoria ad una misura attuabile solamente dopo il fallito tentativo di soluzione pattizia tra creditore e debitore.

Di conseguenza, è maturata l'idea di tentare di dare riconoscimento e protezione agli accordi negoziali come rimedi alternativi, ovvero da affiancare al concordato preventivo ed alle altre procedure concorsuali.

Tale orientamento è maturato anche a seguito dell'attenzione riservata dalla letteratura internazionale[74] alle soluzioni stragiudiziali della crisi d'impresa.

Non che in precedenza esse fossero sconosciute, ma si trattava, per lo più, di situazioni interessanti per imprese di non grandi dimensioni,

---

empirica, in "Studi e Ricerche del Mediocredito Lombardo", 1997, pp. 81 – 210. Nella propria pubblicazione, l'Autore effettua una stima una durata media dei fallimenti in circa 5/6 anni con una percentuale di soddisfacimento dei creditori chirografari di circa il 10% e del 36,5% per i privilegiati. Mentre il 50% circa delle imprese che venivano ammesse alla procedura di concordato preventivo finivano per fallire, solamente circa il 15% dei concordati andavano a buon fine.

[73] G. LO CASCIO, *La procedura di composizione concordata della crisi*, in Fall., n. 8 2004; F. GUERRERA, *La procedura di composizione concordata della crisi nel progetto di legge delega: problemi e prospettive*, in Dir. Fall. I, 2004; G. BOCCUZZI, *I meccanismi di allerta e di prevenzione e le procedure stragiudiziali*, in Dir. Fall., I, 2005; B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, in Giur. Comm, I, 200;R. VIVALDI, *Soluzioni stragiudiziali ed intervento del giudice*, in Fall., 9, 2003; A. NIGRO, *La crisi della piccola impresa tra liquidazione e risanamento*, in Fall., 9, 2003.

[74] Per quanto concerne i contributi della letteratura internazionale si rimanda al paragrafo 3.5.1., all'uopo dedicato.

con interventi spesso gestiti da studi professionali, i quali non perseguivano, di norma, obiettivi di risanamento dei complessi aziendali quanto piuttosto finalità liquidatorie su base privatistica delle crisi. È solo a partire dai primi anni dello scorso decennio che le procedure stragiudiziali, oltre ad ottenere grande rilevanza pubblica, hanno assunto un discreto grado di formalizzazione[75].

Le caratteristiche delle gestioni stragiudiziali si possono così riassumere:

- il soggetto economico dell'impresa in crisi o i maggiori creditori (di norma le banche, quasi sempre la classe di creditori di gran lunga più esposta) verificano la possibilità di un accordo di massima nell'ambito del ceto creditorio, per evitare la formale dichiarazione dello stato d'insolvenza e la conseguente apertura di una procedura concorsuale;
- l'impresa o i creditori, a questo punto, fanno predisporre un piano di ristrutturazione, eventualmente concedendo garanzie ai creditori;
- sulla base di tale piano, viene preparata - di solito con l'ausilio di un *advisor* - una convenzione che include una serie di provvedimenti finanziari (data una proiezione dei flussi di cassa, vengono rinegoziate le condizioni dei debiti originari per renderle compatibili con la capacità di generazione di *cash flow* da parte dell'impresa);

[75] "Gestione stragiudiziale dell'insolvenza significa in sostanza un insieme di tecniche con cui si cerca di raggiungere accordi con i creditori": in L. PANZANI, *La gestione stragiudiziale dell'insolvenza*, in *Il Fallimento*, n. 6/1997.

– la convenzione viene poi sottoposta al ceto creditorio e risulta approvata (e vincolante) ove ottenga una prefissata percentuale di adesioni.

Le soluzioni stragiudiziali delle crisi d'impresa sono, dunque, incentrate sulle rinegoziazioni privatistiche dell'indebitamento, le quali si concretizzano nella sottoscrizione di apposite convenzioni con i creditori bancari e commerciali[76].

Si tratta, quindi, di un sistema flessibile che consente alle parti di sviluppare soluzioni alternative (tali da consentire una "privatizzazione" dell'insolvenza), quando ciò sia il desiderio del debitore e dei creditori, e purché queste possiedano caratteristiche desiderabili sotto gli altri profili considerati[77].

Nel corso degli anni Novanta, anche nel nostro Paese si è assistito a una crescente diffusione delle rinegoziazioni privatistiche dell'indebitamento quale strumento per il salvataggio delle imprese in crisi.

La ragione risiede nel fatto che, in detto decennio, sono entrati in crisi gruppi e imprese industriali di assoluto rilievo sotto il profilo dimensionale e, comunque, tali da destare interesse generale. A fronte di dissesti di tale entità, il sistema bancario (che, data la struttura finanziaria delle imprese italiane, costituisce di norma il principale

---

[76] Alcuni Autori ritengono che la ristrutturazione del debito sia "il primo obiettivo minimo su cui far poggiare una eventuale successiva ristrutturazione industriale", C. ZARA, *Le banche e il risanamento delle imprese in crisi*, in *Economia e Management*, n.5/1995.

[77] Un sistema ideale dovrebbe permettere di rinegoziare il debito ogniqualvolta la continuazione sia preferibile alla liquidazione, ma far sì che tale eventualità resti ignota all'imprenditore finché non è opportuno sfruttarla, esso dovrebbe cioè imporre sanzioni dissuasive e credibili e tuttavia il più raramente possibile. Il dilemma sta proprio nel *trade-off* tra credibilità e scarsa applicazione. Cfr. in tal senso il seguente contributo: M. BELCREDI, *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Vita e pensiero, Milano, 1995, p. 57.

creditore delle imprese in crisi) ha ritenuto importante non solo minimizzare i costi dei dissesti in genere, ma anche - e in taluni casi soprattutto - evitare la clamorosa manifestazione pubblica di alcuni di questi (quelli di maggiore entità), che si sarebbe avuta se essi fossero stati affrontati con le procedure concorsuali ordinarie. È, infatti, evidente che dissesti di tale entità avrebbero comportato effetti negativi per la stabilità dell'intero sistema bancario; la possibilità, fornita dalle procedure stragiudiziali, di diluire gli effetti dei dissesti delle imprese finanziate sui bilanci bancari ha, senz'altro, stimolato le banche a superare i non pochi ostacoli frapposti alle rinegoziazioni privatistiche.

In linea generale, l'accordo stragiudiziale, svincolato dai tempi e dalle rigidità della procedura del tribunale, è ritenuto più agevole in quanto[78]:

- dovrebbe rendere più facile evitare il rischio di liquidazione inefficiente, ossia di chiusura di un'impresa il cui valore di funzionamento sia superiore al realizzo in sede di liquidazione;
- dovrebbe consentire percentuali di recupero dei crediti più elevate di quelle ottenibili nelle procedure concorsuali;
- dovrebbe essere più efficiente sotto il profilo allocativo (in quanto l'impresa, nel corso del processo di rinegoziazione, continua ad essere gestita da un *management* specializzato) e operativo (per effetto della più contenuta incidenza dei costi che lo caratterizza);

[78] Il principale vantaggio delle soluzioni stragiudiziali è rappresentato dall'assenza di specifiche previsioni legali, di natura civilistica o fallimentare che possano limitare l'utilizzo ed i contenuti. Sul tema in questione vedasi il contributo di A. DANOVI, *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 232 e ss.; V. PAOLONI, *Il problema del risanamento delle piccole imprese in crisi*, in *Fall.*, 2003, p. 116.

- dovrebbe rendere più facile conservare lo *status* di "società quotata", se previsto;
- dovrebbe essere adattabile alla specificità dei singoli casi.

La tendenza alla sistemazione stragiudiziale delle crisi d'impresa pone, tuttavia, non pochi problemi: l'elevato numero di soggetti coinvolti in tali operazioni, la peculiarità degli interessi da ciascuno perseguiti, le particolari preferenze circa la conformazione del piano di risanamento, fanno sì che chi redige tale piano deve operare delle scelte che rispondano alle attese di varie classi d'interesse.

Inoltre, la rinegoziazione informale comporta la rinuncia ad una serie di norme vantaggiose per l'impresa in crisi. In particolare: la possibilità di contrarre debiti "in prededuzione" rispetto alle passività preesistenti, che consentono l'ottenimento di nuovi finanziamenti a buone condizioni; la cessazione del decorso degli interessi su determinate categorie di debiti; l'esclusione di azioni aggressive da parte del ceto creditorio; l'assunzione a maggioranza delle decisioni in ordine al piano di risanamento.

Tra i fattori che maggiormente possono ostacolare l'emergere di una soluzione stragiudiziale alla crisi dell'impresa, quello operativamente più oneroso sembra essere il coordinamento tra i creditori, i quali dispongono del potere di decidere se l'impresa possa proseguire l'attività o debba essere rinviata a un tribunale per l'assoggettamento a una procedura concorsuale.

Un'altra area problematica negli accordi stragiudiziali è costituita dalla frequente necessità di erogare nuovi mezzi finanziari all'impresa in crisi, onde permetterne la ristrutturazione e il rilancio. Qualora, come

di frequente accade, la vecchia proprietà sia incapace di fornire tali mezzi (in tutto o in parte) e la ricerca di un possibile *partner* industriale disposto a contribuire al rilancio si presenti difficile, le banche sono chiamate a sostenere l'onere della fornitura di "nuova finanza".

Altri problemi attengono al cronico ritardo nell'avvio delle operazioni previste dal "piano" ed alla difficoltà di controllo sulla buona e tempestiva esecuzione dello stesso, oltre, principalmente, al mancato coordinamento tra i creditori e al perseguimento, da parte di alcuni di essi, di obiettivi personalistici e non di categoria.

Accade spesso, per non dire sempre, che la proposta ai creditori, non importa se formulata solo a quelli bancari, venga esaminata, ed eventualmente approvata, in base a considerazioni non proprio tecniche (capacità effettiva del rilancio) ma di convenienza particolare del portatore del credito. In altre parole, il creditore sovente si rifiuta di accedere a operazioni di consolidamento, moratoria, stralcio e, meno che mai, nuova finanza, quando vanta un credito (rispetto agli altri) modesto, e magari per di più già svalutato contabilmente. L'effetto è che le banche più esposte devono farsi carico della esdebitazione dell'impresa nei confronti di quelle meno impegnate. Inoltre, la risposta, positiva o negativa che sia, spesso giunge in tempi eccessivamente lunghi, il più delle volte quando le opportunità (contenimento dei costi, occupazione di spazi di mercato) che sono alla base del piano sono svanite o sono divenute più onerose. Allorquando, infine, il piano viene approvato e reso valido nella "convenzione", la verifica sulla sua effettiva e tempestiva esecuzione viene affidata a una banca "capofila" ovvero a un comitato di banche (cosiddette di

sorveglianza) dalla quale o dalle quali è difficilissimo ottenere indirizzi e decisioni operative, scontando esse stesse il rischio, nella ipotesi di una futura dichiarazione di fallimento, di esser considerate dal curatore come una sorta di gestori di fatto dell'azienda.

Nonostante tali aspetti, la rinegoziazione privatistica è ritenuta la risposta ottimale che operatori razionali (creditori e debitori) possono fornire in presenza di inefficienze nei costi, diretti e indiretti, connessi alle procedure concorsuali.

Pertanto, le soluzioni stragiudiziali alla crisi presentano una varietà estrema di situazioni, in funzione delle diverse tipologie di aziende coinvolte[79].

L'imprenditore potrà, quindi, tentare di trovare una situazione alternativa alle procedure concorsuali mediante la ristrutturazione del passivo, ovvero mediante un piano di risanamento[80].

Gli accordi stragiudiziali possono condurre tutti gli *stakeholders* a risultati maggiormente soddisfacenti, in termini sia di flessibilità poiché non vincolati da rigide norme processuali, sia di efficienza temporale ed economica (intesa come maggior risparmi di costi)[81].

---

[79] Scrive Danovi, "Pur in presenza di tale varietà, è possibile rintracciare alcuni elementi comuni, caratteristici dei casi andati a buon fine. Ad esempio, si riscontrano, in genere, le seguenti condizioni iniziali:

- una situazione di insolvenza dell'impresa e di patrimonio netto negativo, solo in parte nota agli operatori esterni;
- la presenza di un elevato indebitamento, in massima parte concentrato nei confronti del sistema bancario;
- un interesse di terzi per l'azienda (o al limite per una parte di essa) considerata ancora potenzialmente valida sul piano industriale;
- l'esistenza di motivazioni che inducano anche i creditori a preferire soluzioni alternative ad una procedura concorsuale", in A. DANOVI *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, op. cit., p. 233 e ss.

[80] Scrive in tal senso Panzani: "La gestione stragiudiziale dell'insolvenza significa in sostanza un insieme di tecniche con cui si cerca di raggiungere accordi con creditori", in L. PANZANI *La gestione stragiudiziale dell'insolvenza*, in *Il Fallimento*,m. 6/97, p. 554.

[81] G. FORESTIERI, *Banche e risanamento delle imprese in crisi*, Egea, Milano, 1995, p. 60.

E la maggiore efficienza può essere correlata, altresì, alla possibilità di poter considerare l'eventuale continuità aziendale che possano mantenere almeno una parte dei valori immateriali correlati all'organizzazione ed al funzionamento che, inevitabilmente, andrebbero dispersi in caso di fallimento.

L'accordo con i creditori è considerato un contratto atipico, che persegue il fine, da un lato, della conservazione dell'impresa mediante un accordo; dall'altro, della realizzazione di patti attuativi relativi ai singoli creditori aderenti[82].

Il principale vantaggio di questo tipo di accordi consiste nell'assenza di specifiche previsioni che ne limitano i contenuti. In particolare, le parti iniziano a comporre con i creditori secondo le modalità che ritengono più convenienti, indicando le percentuali, le modalità, il contenuto e gli obiettivi, facendo in modo di adattare ciascun progetto di risanamento alle caratteristiche ed alla possibilità dei partecipanti, nonché alle condizioni del mercato sul quale opera l'impresa in crisi.

Nel corso degli anni, pertanto, è stato riscontrato che la sottrazione della fase di risanamento al controllo giudiziale (di merito) ha consentito di liberare in maniera più rapida e con maggiori risultati le risorse necessarie al soddisfacimento dei creditori[83].

---

[82] A. OLIVA, *Privatizzazione dell'insolvenza: inquadramento giuridico delle operazioni di ristrutturazione*, in il Fallimento, n. 8/1999, p. 825.

[83] E' stato, infatti, riscontrato che la libertà da vincoli giudiziali ha ridotto i tempi di rinegoziazione degli accordi originari, qualora, in corso di esecuzione, si fosse rivelata la necessità di modificarne alcune previsioni al fine di agevolare il buon esito del piano. Cfr. L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi, ricostruzione di una disciplina*, op. cit., p. 23.

3.5.1 Le soluzioni stragiudiziali nelle esperienze estere

Il fenomeno di salvataggio delle imprese in crisi, nelle esperienze estere, ha indotto anche i legislatori stranieri a ricercare soluzioni che possano salvaguardare, in via principale, la continuità aziendale.

A seconda dei Paesi, la facoltà e la libertà di determinazione del contenuto degli accordi e l'influenza degli interventi possono variare, individuando soluzioni che possono anche evitare il coinvolgimento del Tribunale.

Nell'ordinamento britannico, è presente il sistema definito "*London Approach*",[84] il quale, sviluppatosi intorno agli anni Settanta, si fonda sul consenso, la persuasione e la collegialità dell'azione delle banche al fine di contemperare gli interessi dei creditori con quelli dell'imprenditore in difficoltà.

Le banche agiscono in maniera coordinata, ispirandosi al principio della parità di trattamento dei partecipanti al salvataggio, ripartendosi i costi della negoziazione e non esercitando azioni esecutive nei confronti dell'imprenditore.

Come evidenziato dalla prassi[85], il limite del *London Approach* consiste nel costo relativo all'assistenza offerta dai consulenti specializzati,

---

[84] "The London Approach can be summarised as a non statutory and informal framework introduced with the support of the Bank of England for dealing with temporary support operations mounted by banks and other lenders to a company or group in financial difficulties, pending a possible restructuring", in documento redatto da "*British Bankers Association*", in data 16.02.2004. Sul tema in questione si vedano anche i seguenti contributi: J. ARMOUR, S.F. DEAKIN, *Norms in Private Bankruptcy: The 'London Approach' to the Resolution of Financial Distress*, September 2000, University of Cambridge ESRC Working Paper No. 173; V. KENT, *The London Approach*, in *Journal. Int. bank. law*, 1993, p. 81 e ss..

[85] C. H. WRUK, *Financial distress, reorganisation and organisational efficiency*, in *Journal Fin. Ec.*, 1990, p.419.

necessari sia per la fase di negoziazione, di predisposizione e di esecuzione degli accordi.

Le modalità di esecuzione del piano di risanamento britannico sono rimesse al *freedom of contract*, lasciando ampia libertà di determinazione del contenuto e le modalità ed i tempi della negoziazione.

Negli Stati Uniti d'America, gli accordi stragiudiziali, noti come "*work-out agreements*", hanno riscontrato un certo grado di apprezzamento sia tra la dottrina che tra la prassi, i quali ne sottolineano l'utilità come strumenti di riduzione dei costi di soluzione della crisi d'impresa[86].

Gli accordi in parola prevedono un'autonomia contrattuale e sono regolati dal diritto comune.

I creditori che non aderiscono ai *work-out agreements* possono esercitare liberamente le loro azioni giudiziarie al fine di vedere soddisfatti i propri interessi.

E' stato riscontrato dalla prassi come la più ampia partecipazione dei creditori ed il buon esito degli accordi richiedano un fervente spirito di cooperazione, essendo altresì, prevista la possibilità di istituire un comitato dei creditori volto alla verifica delle informazioni comunicate dall'imprenditore, alla contrattazione del contenuto degli accordi nonché alla sollecitazione ed alla raccolta delle accettazioni dei creditori.

---

[86] In merito al "*work-out agreements*", si vedano i seguenti contributi: A.D. SCHWARTZ, *Contracting about bankruptcy*, in *Journal law. ec. & org.*. 1997, p. 127; M. TRACTENBERG, *Saving the ailing franchisor: work outs and bankruptcies*, in *Franchise law journal*, 1992, p. 86; J. FRANKS – W. TOROUS, *A comparison of financial recontracting in distressed exchanges and chapter 11 reorganizations*, in *Journal fin. ec.*, 1994, p. 340.

In primo luogo, i *work-out agreements* prevedono il pagamento di particolari classi di creditori e, coloro i quali hanno aderito al piano, accettano la postergazione dei loro crediti nei confronti dei nuovi.

Inoltre, fino a quando gli accordi vengono correttamente eseguiti, nessuno può sottrarsi agli impegni assunti[87].

In Francia, infine, gli accordi stragiudiziali di risanamento sono i c.d. *"Concordats amiable"* i quali sono completamente rimessi all'autonomia privata. I piani in parola riguardano accordi tra l'imprenditore ed i principali creditori i cui contenuti possono essere liberamente determinati dalle parti.

Tuttavia, la libertà di contenuto dei *concordat* non ha giovato alla diffusione, poiché guardati in maniera poco benevola dall'ordinamento francese.[88]

L'analisi effettuata in merito agli accordi di salvataggio in alcuni Paesi esteri ha posto in risalto come nessun ordinamento abbia una regolamentazione dei piani, lasciando all'autonomia delle parti un'ampia discrezionalità, che ha consentito di evitare forme o regole impositive tra le parti che potessero anche compromettere il buon esito degli accordi.

---

[87] Scrive Boggio: "L'esperienza americana mette in luce quanto sia differente l'approccio dell'insolvenza in quel Paese rispetto a quanto tradizionalmente accaduto in Italia. La pratica societaria e contrattuale, infatti, conosce anche strumenti preventivi di superamento dell'insolvenza, ossia accordi o clausole i cui effetti entrano in gioco allorchè un'impresa si trovi in stato di crisi. In tal caso, ad esempio, determinati crediti possono essere automaticamente trasformati in capitale di rischio. Ciò può consentire la prosecuzione dell'attività e facilitare il superamento del momento di crisi aziendale, rendendo più remota la possibilità di apertura di procedure d'insolvenza", in L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi*, op. cit. p. 33 e ss..

[88] In merito ai "*Concordats amiable*" si vedano i seguenti contributi: P.M. CORRE-BROLY *Droit des enterprises en difficultè*, Sirey, Parigi, 2001, p. 17 e ss.; Y. GUYON, *Droit des affaires. Enterpreises en diffultè. Redressement judiciaria. Faillitè*, Parigi, 2003, p. 104 e ss.; A. REINS *La prevention des defaillances des enterprises*, in *Rev. Jurn. Comm.*, n. 9, 2003, p. 28 e ss..

4 LE SOLUZIONI NEGOZIALI DELLA CRISI D'IMPRESA: I PIANI ATTESTATI DI RISANAMENTO E GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI *EX* ART. 182 BIS L.F.

4.1 *Premessa*

Il fallimento dei modelli di risanamento previsti dalle procedure concorsuali e la necessità di individuare soluzioni alternative al fine di fronteggiare la crisi d'impresa e di riportare la stessa *in bonis* hanno condotto a rivisitare in maniera sostanziale l'istituto del fallimento, introducendo delle norme che consentissero la possibilità di individuare soluzioni alternative anche di natura extragiudiziale[89].

È proprio in quest'ottica che il Legislatore ha ritenuto di dover disciplinare gli accordi negoziali, introducendo da un lato i c.d. "Piani Attestati di risanamento", per i quali è prevista, ai sensi dell'art. 67 comma 3 lett. d) L.F., la non assoggettabilità ad azione revocatoria e, dall'altro, gli "Accordi di ristrutturazione" dei debiti *ex* art. 182 *bis* L.F. (a seguito dell'approvazione del D.L. n. 35/2005, convertito nella L. 80/2005 e successivamente modificato con il D. Lgs. 169/2007). Si è cercato di creare, in siffatto modo, i presupposti per permettere alle parti di concludere accordi negoziali garantiti dal controllo di un esperto (professionista) e che richiedono, peraltro solo nel caso degli accordi *ex* art. 182 *bis,* un semplice controllo di legittimità da parte del Giudice (che si troverà a dover decidere anche sul tema delle possibili

[89] Cfr. G. ROSSI, *Crisi delle imprese: la soluzione stragiudiziale*, in R*iv. Soc.*, 1996, p. 323.

opposizioni). Tali tipologie di accordi dovrebbero permettere di superare la crisi in maniera rapida, senza gli ingenti costi che normalmente le procedure comportano, consentendo, in siffatto modo, il rilancio dell'azienda in crisi[90].

Originariamente, la dottrina aveva manifestato alcune perplessità in merito all'introduzione di tale dispositivo di legge, in ragione della mancanza di chiarezza su alcuni degli effetti che avrebbero prodotto gli accordi medesimi.

In particolare, non era stata ancora fatta luce sulla portata dell'efficacia di tali patti nei confronti dei creditori estranei, dei fideiussori e obbligati di regresso, oltre ai profili di responsabilità civile e penale in caso mancata ristrutturazione dei debiti.

Inoltre, ancora non risultavano essere del tutto chiari gli aspetti procedurali di tali accordi.[91]

I suindicati dubbi venivano risolti con il D. Lgs. 12 settembre 2007, n.169, il quale ha apportato agli artt. 182 *bis* e 182 *ter*, ultimo comma, quei correttivi in grado di risolvere parzialmente le perplessità di natura formale e sostanziale avanzate dalla dottrina e che avrebbero potuto precludere l'efficacia e la diffusione delle nuove fattispecie.

---

[90] Scrive, in tal senso, Marengo: con gli accordi di ristrutturazione, viene offerta la possibilità alle parti di raggiungere accodi stragiudiziali senza ulteriori costi relativi alle procedure e "senza il rischio di accomodamenti pregiudizievoli per alcuni creditori, dato che l'esperto/professionista si assume pubblicamente la responsabilità della propria valutazione" in F. MARENGO *Accordi di ristrutturazione dei debiti, profili economici, civilistici, fiscali e di responsabilità dei partecipanti all'impresa*, op. cit., p.80.

[91] Cfr. M. VIETTI, F. MAROTTA, F. DI MARZIO (a cura di), *Riforma fallimentare: lavori preparatori e obiettivi*, Itaedizioni, Torino, 2007; F. SERAO, *Aspetti ed obiettivi della riforma*, in Convegno su crisi dell'impresa e riforma delle procedure concorsuali, Roma, Maggio 2005.

4.2 *Il ruolo del Piano industriale di risanamento nella soluzione negoziale d'impresa*

Ai fini della soluzione negoziale della crisi d'impresa, appare imprescindibile la redazione di un adeguato e coerente piano di risanamento da parte dell'imprenditore.

Con riguardo a detto piano ed in particolare alle modalità della sua redazione, si osserva che esso, per poter essere compilato in maniera attendibile necessita, *prima facie,* di un'analisi approfondita delle cause della crisi aziendale, indicando se trattasi di crisi economica, finanziaria, ovvero economico – finanziaria[92].

Una volta che siano state delineate le cause della crisi aziendale, individuabili per il tramite di diverse metodologie ed applicazioni[93], occorre che l'imprenditore definisca le linee guida del piano di risanamento dell'azienda[94].

---

[92] Per approfondimenti in merito alle tipologie di crisi aziendale ed alla classificazione delle stesse in funzione delle cause della crisi medesima, si rinvia a quanto più ampiamente osservato nei capitoli precedenti.

[93] Una possibile metodologia potrebbe consistere nell'effettuare un'analisi qualitativa dello stato e del posizionamento competitivo dell'azienda, un'analisi per indici e per flussi dei bilanci relativi agli ultimi tre/cinque esercizi al fine di poter comprendere, in maniera puntuale, se la crisi riguarda solamente l'aspetto economico, finanziario ovvero entrambi. In tale senso si veda il contributo di M. LACCHINI, *La valutazione del capitale nelle procedure concorsuali*, op. cit. p. 191 e ss..

[94] Scrive Luzzana: "Il piano di risanamento dell'impresa deve, in primo luogo, illustrare l'ambiente nel quale opera l'impresa, le dimensioni di quest'ultima, l'attività svolta e le caratteristiche che la contraddistinguono. Questa descrizione è indispensabile per il futuro; serve, altresì, a dare informazioni attorno al grado di dipendenza dell'impresa dall'ambiente nel quale opera. Il piano deve quindi individuare e porre in risalto i fatti salienti del recente passato dell'impresa e quelli più remoti, ai quali far risalire le circostanze attuali di grande rilievo. L'indagine deve coprire gli aspetti tecnici, patrimoniali, reddituali, finanziari e umani e deve essere corredato dall'analisi dell'andamento di alcune grandezze aziendali particolarmente segnaletiche della natura della crisi in cui versa l'impresa. Attraverso l'interpretazione dei dati emergenti dalle menzionate grandezze i formulatori e i destinatari del piano possono trarre una prima conclusione attorno alle cause della crisi, al momento della sua manifestazione e all'efficacia dei rimedi già posti in essere, piuttosto che alla loro insufficienza o intempestività (…) Completato questo esame, deve essere approntata una parte conclusiva nella quale sono formulate le varie ipotesi poste a base delle azioni di risanamento. I tempi di esecuzione, il grado di fattibilità ed i presumibili effetti ad essi collegati", in R.

In particolare, il piano in parola dovrà comprovare la possibilità di risanamento dell'impresa, ripristinando le normali condizioni di economicità[95].

In tale ottica, il documento dovrà indicare le misure necessarie al ripristino della gestione economica dell'impresa, alla sistemazione dell'indebitamento, alla contestuale risoluzione dei problemi della gestione finanziaria e, infine, al reperimento degli eventuali nuovi capitali necessari a ricondurre l'impresa alle normali condizioni di economicità[96].

Di conseguenza, il piano di risanamento dovrà essere redatto tenendo conto della strategia di rilancio che l'imprenditore intende attuare, delle condizioni ambientali in cui opera l'azienda e delle previste operazioni di ristrutturazione societaria sia "interne" che "esterne".

In particolare, per operazioni "interne" si intendono tutte quelle attività atte a intervenire sulla struttura aziendale interna, come, ad esempio, riduzione del personale, razionalizzazione della gestione, ecc..

Le operazioni "esterne" riguardano, invece, attività volte alla dismissione di parti del complesso aziendale, quali rami d'azienda, o

---

LUZZANA, *Alcuni aspetti di rilievo nella formulazione del piano di risanamento*, in M. CATTANEO, M. CESARINI, A. PROVASOLI, B. QUATRARO, *Crisi d'impresa ed amministrazione controllata*, Giuffrè, Milano, 1986, p. 213 – 214.

[95] Per economicità, come indicato dall'Onida, si intende la capacità di conseguire una condizione di equilibrio economico d'esercizio e di soddisfare il principio di adeguata potenza finanziaria, Cfr. P. ONIDA, *Economia d'azienda*, op. cit..

[96] Ai fini del miglioramento della gestione economica e finanziaria dell'impresa occorrerà ottimizzare i flussi di cassa in modo da poter usufruire di quelle disponibilità necessarie al rilancio dell'azienda. Scrive, in tal senso, M. Lacchini: "Si tratta di invertire la presumibile attuale incapacità dei flussi di cassa della gestione operativa di garantire la copertura dei flussi della gestione finanziaria e lasciare, nel contempo, un *cash flow* residuo disponibile per soddisfare le attese di remunerazione degli azionisti e di tentare di ricondurre l'impresa a condizioni di redditività positiva", in M. LACCHINI, *La valutazione del capitale nelle procedure concorsuali*, op. cit. p. 195.

alla cessione di partecipazioni che l'imprenditore intende realizzare per il risanamento dell'impresa[97].

Il piano di risanamento che l'imprenditore intende redigere dovrà contenere una serie di indicazioni relative alle prospettive economiche, reddituali e finanziarie dell'impresa, al fine di poter affrontare in modo efficace la crisi, rilanciandone l'attività e ripristinando così l'economicità aziendale.

In tal senso, nella redazione del piano industriale[98] che l'imprenditore intende presentare ai creditori allo scopo di motivare, in maniera attendibile e ragionevole, il fatto che il rilancio dell'attività aziendale possa passare anche da una soluzione negoziale con gli stessi, occorrerà indicare, in maniera analitica, le modalità di risanamento dell'impresa medesima.

Il piano industriale dovrà tener conto dei seguenti fattori:

- investimenti;
- finanziamenti;
- andamento previsionale della gestione;
- andamento dei flussi della gestione operativa e finanziaria;

---

[97] Secondo il Superti Furga, il piano di ristrutturazione deve essere articolato in due parti: in primo luogo occorre indicare gli obiettivi che si intende realizzare; in secondo luogo appare imprescindibile indicare le modalità di acquisizione dei *target.* Dopo aver analizzato la storia dell'impresa ed effettuato un'analisi dettagliata della situazione aziendale, si passerà alla fase di presentazione del piano di ristrutturazione ovvero di risanamento. Cfr. F. SUPERTI FURGA, *L'amministrazione controllata sotto il profilo economico – finanziario. Gli elementi di giudizio per le decisioni del Tribunale, del Giudice delegato e dei Creditori. Il quadro di riferimento*, in M. CATTANEO, M. CESARINI, A. PROVASOLI, B. QUATRARO, *Crisi d'impresa ed amministrazione controllata*, Giuffrè, Milano, 1986, p. 346 e ss..

[98] Generalmente, ogni organizzazione dovrebbe sistematicamente riesaminare i programmi in corso e prendere decisioni sui nuovi programmi proposti. La maggior parte delle imprese dispone, in taluni casi anche in modo informale, di un sistema in grado di calcolare e simulare le conseguenze economico – finanziarie dei programmi su un orizzonte temporale anche di medio lungo-termine, mostrando i ricavi, i costi e le altre informazioni relative ai singoli programmi. Si veda, in tal senso, R. N. ANTHONY, D.F. HAWKINS, D.M. MACRI', K.A. MERCHANT, *Sistemi di controllo, analisi economiche per le decisioni aziendali*, Mc Graw – Hill, Milano, 1999, p. 238 e ss..

- fabbisogno finanziario.

Per quanto riguarda gli investimenti, occorrerà effettuare un'analisi dettagliata degli *asset* aziendali, verificando il valore corrente degli stessi e individuando gli eventuali beni ritenuti non necessari alla prosecuzione dell'attività d'impresa e, quindi, oggetto di possibile dismissione: [99] di norma, una delle prime regole di qualsiasi piano di risanamento consiste, infatti, proprio nella dismissione di attività ritenute non rientranti nel *core business* dell'azienda[100]. A questo scopo sarà necessario predisporre un documento che rappresenti, in maniera dettagliata, la situazione iniziale e gli interventi futuri sugli *asset* aziendali, nel medio – lungo termine.

Il secondo aspetto necessario alla redazione del piano d'impresa consiste nell'analisi delle fonti finanziamento e della modalità di pagamento dei creditori.

In tal senso, occorrerà indicare in maniera analitica le modalità di effettuazione dei pagamenti.

Nel caso di una crisi di natura strettamente finanziaria, la soluzione ottimale potrebbe consistere nel riscadenzamento del debito[101].

---

[99] Per ulteriori approfondimenti, si veda, in tal senso, G. BRUGGER, *I piani di risanamento nel quadro delle prospettive e dei vincoli dell'amministrazione controllata*, M. CATTANEO, M. CESARINI, A. PROVASOLI, B. QUATRARO, *Crisi d'impresa ed amministrazione controllata*, Giuffrè, Milano, 1986, p. 200-201.

[100] Si pensi, in tal senso, alla dismissione di rami di azienda non rientranti nell'attività caratteristica dell'impresa, ovvero beni immateriali o partecipazioni che potrebbero consentire all'impresa un flusso finanziario necessario ad effettuare il piano di risanamento.

[101] Lo riscadenzamento del debito potrebbe consistere sia nel rimodulare i tempi di rimborso dei debiti nei confronti degli istituti di credito, sia nel procrastinare i tempi di pagamento dei fornitori medesimi. In altri termini, l'accordo potrebbe sancire l'inesigibilità dei debiti sino ad una determinata data. Sebbene le proposte potrebbero essere accettate dagli istituti di credito, in ragione della loro consistenza economica, patrimoniale e finanziaria a sostenere una "ristrutturazione del debito", appare maggiormente difficoltoso l'addivenire ad un accordo con "altri creditori" (quali, ad esempio, i fornitori), per motivi legati all'impossibilità di poter sostenere ulteriori dilazioni di pagamento.

Quando, invece, la crisi d'impresa è suscettibile di incidere in maniera significativa sul patrimonio dell'impresa, occorrerà individuare altre soluzioni maggiormente incisive, quali ad esempio, l'eventuale rinuncia da parte dei creditori dei propri diritti al credito, nella speranza che la continuazione dell'attività d'impresa generi ricavi sufficienti a far fronte sia ai nuovi costi, sia ai debiti pregressi.

In altri casi ancora, potrebbe convenire la conversione del debito in capitale, sebbene quest'ultimo caso riguardi, essenzialmente, gruppi bancari.

Il piano industriale dovrà indicare, altresì, le previsioni economiche formulate dall'imprenditore per il periodo di tempo necessario a ricondurre in condizioni di economicità l'impresa.

A tal fine, il conto economico previsionale dovrà essere strutturato nella forma di un conto economico progressivo nel quale devono essere evidenziate le misure delle quantità economico – aziendali dei ricavi, del valore aggiunto, del margine operativo lordo, del reddito operativo e del risultato netto.

Peraltro, in ragione della tipologia di piano industriale, il conto economico previsionale dovrà indicare le prevedibili diminuzioni dei costi dei fattori produttivi che si ritiene, concretamente, di realizzare nel periodo di risanamento, illustrando in modo dettagliato e veritiero le modalità di riduzione delle spese e l'effettiva politica di contenimento dei costi di produzione[102].

---

[102] In merito alla definizione ed alla realizzazione dei rendiconti finanziari di imprese in crisi, si rinvia, tra gli altri a G. BRUNETTI, *Tecniche di costruzione di un rendiconto finanziario* e V. CODA, *Il rendiconto finanziario*, entrambi contenuti in G. BRUNETTI, V. CODA, F. FAVOTTO, *Analisi. Previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, op. cit. ; C. CARAMIELLO, *Il rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 1993; F. DEZZANI, *Il rendiconto finanziario delle variazioni di capitale circolante netto*, in *rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, 1978.

Occorre tener presente che, qualora siano stati previsti ridimensionamenti dell'impresa con previsione di ristrutturazione delle attività aziendali, il conto economico dovrà tener conto delle componenti straordinarie positive o negative risultanti dalla preventivata attività di ristrutturazione dell'impresa.

In tal senso, al fine di pervenire a una previsione economica attendibile, potrebbe convenire effettuare una disaggregazione del piano economico, analizzando, in maniera dettagliata, le singole aree strategiche d'affari in modo da poter individuare gli eventuali settori produttivi in perdita.

Il piano industriale dovrà illustrare, altresì, i flussi della gestione operativa e finanziaria, al fine di dimostrare la reale capacità dell'impresa di realizzare le condizioni di economicità, tenendo conto dell'effettiva ristrutturazione dell'attivo e del passivo aziendale[103].

A tal proposito, l'analisi dei flussi in parola può essere ricompresa in un piano finanziario, che dovrebbe rappresentare le linee della pianificazione pluriennale dell'impresa nell'andamento dei flussi finanziari di periodo e nel progressivo delinearsi della situazione finanziaria aziendale.

Il prospetto finanziario dovrà essere strutturato in due documenti: il primo dovrà indicare la situazione finanziaria[104] di ciascun periodo; il secondo la situazione della liquidità.

---

[103] In merito alla gestione dei flussi gestione operativa e finanziaria, si vedano, tra tutti i seguenti contributi: G. FARNETI, *I flussi monetari nell'indagine patrimoniale – finanziaria*, Giappichelli, Torino, 1992; P. MELLA, *Analisi delle fonti e degli impieghi di mezzi monetari d'impresa*, Isedi, Milano, 1971.

[104] Scrive B. Campedelli: "Il prospetto della situazione finanziaria è teso a raffigurare gli effetti delle operazioni aziendali che si articolano nell'orizzonte di piano nei termini di disponibilità ovvero di indebitamento finanziario che da esse si origina", in B. CAMPEDELLI, *Il*

Analisi della situazione finanziaria	Anno X	Anno X+1	Anno X+2	Anno X+3
+/- liquidità				
+ titoli liquidabili				
+ crediti finanziari a breve				
- debiti finanziari a breve				
Situazione finanziaria a breve termine				
+ crediti finanziari a medio - lungo termine				
- debiti finanziari a medio - lungo termine				
Situazione finanziaria a medio - lungo termine				

Il suindicato documento evidenzia, pertanto, la situazione finanziaria a breve e quella complessiva, la quale potrà essere condizionata dagli eventuali accordi di rinegoziazione dei debiti finanziari.

Infatti, il miglioramento della situazione finanziaria complessiva sarà influenzato dalle capacità dell'imprenditore di concludere eventuali accordi di rinegoziazione dei debiti con gli istituti di credito[105].

Pertanto, la fattibilità del piano dipenderà, in maniera accentuata, dalle reali opzioni che si presentano all'impresa, dalle scelte operate, dal reperimento delle risorse finanziarie, dal buon esito delle eventuali negoziazioni con i creditori e dalle modalità e dalla tempistica di realizzazione del piano[106].

Piano d'impresa: dall'ideazione strategica all'implementazione nei processi direzionali di pianificazione e controllo, II ed, Giappichelli, Torino, 2004, p. 129.

[105] Nel caso di conversione di debiti da breve termine a medio-lungo termine, ad esempio, l'impresa avrà la capacità di recuperare ed indirizzare ad altri fini quelle risorse necessarie a remunerare i debiti finanziari nel breve periodo.

[106] Scrive, in tal senso G. Brunetti: "La risorsa finanziaria è ormai da alcuni anni il fattore scarso per eccellenza nella gestione dell'impresa. L'epoca del denaro abbondante e a buon mercato e delle politiche orientate a conseguire sviluppo facendo leva sui tassi di interesse assai contenuta è tramontata", in G. BRUNETTI, V. CODA, F. FAVOTTO, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, op. cit. p. 116.

Il secondo documento, che dovrà accompagnare il piano finanziario (e lo stesso prospetto finanziario ne è una tangibile prova come riportato nella suindicata tabella), consiste nel prospetto della liquidità, in cui vengono riportate e analizzate le variazioni dei flussi medesimi nelle operazioni aziendali, come meglio dettagliate nella seguente tabella.

Prospetto della liquidità	**Anno X**	**Anno X+1**	**Anno X+2**	**Anno X+3**
Liquidità iniziale				
+ ricavi				
+/- incremento/decremento crediti operativi				
- costi				
+/- decremento/incremento debiti operativi				
= flusso interno di liquidità				
+ disinvestimenti capitale fisso				
+ disinvestimenti capitale circolante				
+ conferimento mezzi propri				
+ accensione finanziamenti				
= flusso complessivo di liquidità				
- investimenti capitale fisso				
- investimenti capitale circolante				
- remunerazione/rimborso mezzi propri				
- remunerazione/rimborso finanziamenti				
= flusso netto di liquidità				
Saldo liquidità finale				

Il suindicato documento è volto a prefigurare, nelle linee della pianificazione pluriennale, il flusso netto di liquidità che verrà a generarsi per effetto delle operazioni di gestione che si intendono realizzare.

La prospezione della liquidità risulta essere, pertanto, complementare a quella finanziaria, in ragione del fatto che essa rappresenta un elemento costitutivo della seconda.

Orbene, il piano finanziario e il piano della liquidità aziendale consentono di individuare alcuni parametri rilevanti al fine di analizzare le linee operative dell'impresa in crisi.

Da ultimo, occorrerà indicare il fabbisogno finanziario dell'impresa e le fonti di finanziamento necessarie per la sua copertura.

In tale ottica, l'analisi dettagliata del prospetto annuale del fabbisogno consente di individuare alcuni parametri obiettivo, coerenti alla formulazione strategica del piano di sviluppo pluriennale che si desumono dal rapporto tra capitale circolante netto e capitale investito netto e dal rapporto tra capitale fisso e capitale investito, sia a livello aggregato che per area affari.

In merito alle fonti di finanziamento necessarie alla copertura del fabbisogno, esse possono essere generate da mezzi propri ovvero da passività finanziarie. In particolare, in un piano di risanamento, assumerà notevole importanza il già menzionato prospetto della liquidità che, monitorato in funzione delle operazioni aziendali, costituirà l'anello di congiunzione tra le scelte operate in merito alla gestione corrente e quelle di gestione finanziaria.[107]

[107] Scrive G. Ferrero: "La situazione economica dell'impresa viene osservata secondo criteri finanziari che si ispirano al binomio liquidità – redditività, per il quale si persegue e si sorveglia il perseguimento di una liquidità della gestione che risulti compatibile sia con una equilibrata struttura finanziaria, sia con una equilibrata situazione reddituale", in G. FERRERO, *Il Controllo finanziario nelle imprese. Strumenti di controllo e sintesi*, Giuffrè, Milano, 1984, p. 143.

4.3 *I Piani attestati di risanamento come soluzione negoziale di salvataggio dell'impresa*

Nell'ambito della novellata Legge fallimentare, l'art. 67, comma 3, lett. d) tratta un'ipotesi di esenzione da revocatoria per gli atti, i pagamenti e le garanzie concessi su beni del debitore, quando siano posti in essere in esecuzione di un piano idoneo a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della propria situazione finanziaria.

La ragionevolezza del piano di risanamento deve essere attestata da un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 28 lett. a) e b) L.F., ai sensi dell'art. 2501 *bis*, comma 4, C.C..

I piani attestati di risanamento dovrebbero differenziarsi da altri piani finalizzati, in via esclusiva, alla soluzione di un problema industriale, e non collegati a un'imminente insolvenza, sebbene sia stato sostenuto che tale istituto potrebbe essere utilizzato da qualunque imprenditore, anche non soggetto a concorsualità[108].

Il presente piano costituisce il primo atto finalizzato alla soluzione della crisi, prefigurando un graduale percorso di soluzione della stessa, rimessa, inizialmente, alla completa autonomia del solo imprenditore, il quale poi eventualmente, in caso di insuccesso della strategia di salvataggio, può decidere di passare ad altri istituti, come gli accordi di ristrutturazione dei debiti di cui all'art. 182 bis L.F. ovvero, al concordato preventivo[109].

---

[108] In tal senso, si veda il seguente contributo: M. FERRO – L. MANDRIOLI *Il piano attestato di risanamento*, in *La Legge Fallimentare. Commentario teorico –pratico*, a cura di M. FERRO, Cedam, Padova, 2005, p. 473.

[109] Cfr, in tal senso: M. FERRO" *Il piano attestato di risanamento, in Il Fallimento, 2005*, p. 1353. Secondo l'Autore, "si costituisce in realtà il primo livello, il più privatistico perché

I piani attestati di risanamento, alla cui redazione è preposto l'organo amministrativo, sono caratterizzati non solo dalla circostanza di essere concepiti e attuati al di fuori di qualsivoglia procedura concorsuale,[110] ma anche dal fatto di avere come obiettivo primario il risanamento dell'impresa piuttosto che il soddisfacimento di creditori[111].

Si configurano, di fatto, come atti unilaterali dell'imprenditore che non devono essere necessariamente oggetto di accordo con i creditori, sebbene si sia riscontrato nella pratica[112] come, al fine del buon esito dei patti medesimi, sia quantomeno opportuno negoziare, in fase di redazione dei piani, con i creditori le modalità di attuazione degli stessi. Nel silenzio della legge, inoltre, non si comprende quale sia la veste formale che tali piani debbano assumere, lasciando, così all'imprenditore la facoltà di prevederne i contenuti e le modalità di esecuzione[113], principalmente in base alla tipologia di crisi che ha investito l'azienda[114].

---

prescindente da un ausilio giudiziale, delle forme tecniche di reorganization volute dal legislatore della riforma".

[110] E. STASI, *I piani di risanamento e di ristrutturazione nella legge fallimentare*, in *Fallimento*, 2006, p. 861.

[111] Scrive V. Lenoci: "Peraltro, mentre con il termine di ristrutturazione del debito si suole solitamente indicare tutti quegli accordi di natura contrattuale che riverberano i loro effetti sulla struttura finanziaria dell'impresa sub specie di dilazione (*pactum de non petendo*) e/o riduzione del debito (*pactum ut minus solvatur*), all'espressione risanamento dell'esposizione debitoria che compare nel dettato normativo non può essere riconosciuto altro significato se non quello di insieme di misure idonee a ristabilire le condizioni di equilibrio economico finanziario prospettico della gestione, con la conseguenza che sembra dubbia l'ammissibilità di un piano meramente liquidatorio del patrimonio aziendale", in V. LENOCI, in *Attestazione del piano e profili di responsabilità del professionista*, in *L'insolvenza dell'imprenditore e le procedure alternative al fallimento*, incontro Studio organizzato dal Consiglio Superiore della Magistratura, Roma 5-7 novembre, 2008p. 22.

[112] Si veda, in tal senso il contributo di V. STASI, *I piani di risanamento e di ristrutturazione nella legge fallimentare*, in Fall., 2006. E' stato, altresì, riscontrato come le azienda in crisi redigano il piano, negoziando con i propri creditori le modalità di intervento; il caso Pininfarina, che verrà illustrato nel prosieguo, costituisce un esempio di tale approccio.

[113] Cfr. L. ZOCCA, *Accordi di ristrutturazione, piani di risanamento e relazione del professionista*, Il sole 24 Ore, Milano, 2006, p.39 e ss.

[114] Di norma, possono essere previsti varie modalità di esecuzione del piano, come la riduzione dei livelli occupazionali ovvero dell'orario di lavoro, il cambio del *management*, la

Prima di redigere uno specifico piano attestato, sarà necessario che i redattori del piano predispongano un bilancio dell'impresa, descrivendo le cause della crisi, effettuando, altresì, un'analisi complessiva dell'azienda: in tal modo, si potranno individuare gli elementi di maggior criticità e sarà possibile attuare interventi mirati al risanamento dell'impresa.

Il piano di risanamento dovrà indicare le modalità di intervento da parte del *management* al fine del rilancio dell'impresa stessa, sia da un punto di vista aziendale, sia da un punto di vista finanziario. Infatti, se da un lato occorrerà svolgere una ristrutturazione dell'azienda (con possibili dismissioni, riduzioni di personale e di costi, rilancio dell'impresa mediante nuove tipologie di prodotti), dall'altro, in ragione dell'esigua disponibilità finanziaria, gli organi amministrativi dovranno concordare con i creditori nuove modalità e forme di soddisfacimento dei debiti stessi (pagamento parziale dei debiti mediante la dismissione di alcuni *asset*, rinegoziazione delle scadenza, remissione parziale dei debiti, conversione degli stessi in capitale, sono alcuni degli interventi realizzabili), al fine di garantire gli stessi e, contestualmente, consentire il *going concern* aziendale.

---

cessione di cespiti e di attività *non core*, l'utilizzo di risorse disponibili per lo sviluppo di particolari settori di attività o prodotti, la razionalizzazione della rete distributiva, ecc.. Una volta condiviso con i creditori, il piano diviene il binario a cui l'imprenditore deve attenersi al fine di realizzare il percorso di risanamento. Cfr. L. BOGGIO, *Gli accordi di salvataggio delle imprese in crisi, ricostruzione di una disciplina*, op. cit., p. 9.

4.4 *Il ruolo delle banche nelle soluzioni negoziali della crisi d'impresa*

Al fine di garantire il buon esito degli accordi negoziali, in via di principio l'imprenditore dovrà definirne la forma e il contenuto, concordando le soluzioni con gli istituti di credito.

Storicamente le aziende italiane, al fine di poter reperire capitali, hanno fatto largamente ricorso ai finanziamenti bancari, indebitandosi, anche in maniera rilevante, e giustificando tale scelta con il positivo effetto fiscale della leva, elemento, questo, che nel nostro Paese ha fortemente incentivato la sottocapitalizzazione delle imprese e il conseguente ricorso all'indebitamento.[115]

Per tutte queste ragioni risulta evidente come, nel caso in cui un'impresa dovesse trovarsi in uno stato di crisi (che potrebbe anche tramutarsi in possibile insolvenza), sarebbero proprio le banche i soggetti maggiormente coinvolti nella soluzione della stessa.

Supponendo che un istituto bancario debba comportarsi come un operatore razionale, dovrebbe fondare le proprie valutazioni di convenienza sulla base dei seguenti elementi[116]:

---

[115] Ciò ha portato ad un legame piuttosto stretto tra le banche e le imprese, non solo al fine dell'erogazione del credito ma anche per la ricerca di soluzioni alla crisi dell'impresa ed alla sua gestione. I modelli di analisi banca – impresa, proposti sono generalmente due: il primo consiste nel *long term reationship approach*, mentre il secondo consiste *nel transaction approach*, ovvero modello delle relazioni impersonali e frammentate, più diffuso in Italia, in G. FORESTIERI, *Banche e risanamento delle imprese in crisi*, Egea, Milano, 1990, p. 70 e ss..

[116] In base alla teoria della razionalità limitata, le scelte effettuate dall'individuo, che teoricamente dovrebbero essere razionali, sono vincolate alla limitatezza della razionalità per la presenza di istanze condizionanti, il tutto aggravato dalla presenza di asimmetrie informative e di possibili conflitti di interesse che portano, pertanto, alla scelta di soluzioni non sempre ottimali. Le banche potrebbero trovarsi nel caso del dilemma del prigioniero in cui due prigionieri, A e B in isolamento che hanno commesso lo stesso crimine hanno varie possibilità di soluzione della loro situazione e non sono a conoscenza di eventuali confessioni

- verifica delle probabilità di successo dell'operazione;
- rischi e costi legati all'esito negativo degli accordi negoziali;
- verifica della sussistenza di garanzie;
- eventuali necessità contabili da parte della banca[117].

Pertanto, sulla base di tali considerazioni, la banca potrà decidere se attuare un intervento, ovvero attendere ulteriori esiti. Infine, l'istituto di credito potrebbe anche valutare la convenienza a non intervenire chiedendo il fallimento poiché maggiormente conveniente.

La strategia cooperativa potrebbe essere legata a possibili vantaggi che la banca potrebbe ritenere convenienti. Si pensi, a titolo esemplificativo, all'interesse generale alla sopravvivenza del cliente, all'eventuale sfruttamento della situazione per offrire ulteriori servizi, ovvero alla concreta possibilità di limitare i danni rispetto a una procedura concorsuale[118].

Pertanto, i possibili rimedi previsti dalle soluzioni negoziali potrebbero riguardare il prolungamento della scadenza dei debiti bancari dal breve periodo a un termine medio-lungo, la rinuncia da parte dell'istituto a una parte della quota capitale e della quota interessi, ovvero anche la possibilità di convertire parte del debito in capitale, qualora fosse ritenuto conveniente dalla banca stessa.

---

da parte di entrambi. Cfr. F. FORTE, *Principi di Economia pubblica*, terza edizione, Giuffrè, Milano, 1993, p. 111 e ss..

[117] Come scrive Danovi: "Su quest'ultimo punto, di particolare rilievo appare il tema della gestione delle partite anomale nel bilancio bancario. La banca spesso non ha interesse ad evidenziare nel proprio bilancio i crediti tra le «sofferenze», preferendo classificarli tra gli «incagli», caratterizzati da una temporanea difficoltà di esigibilità che si prevede possa essere rimossa in un congruo periodo temporale", in A. DANOVI, *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, op. cit. p. 243. Si veda, altresì, il seguente contributo: *Manuale per la compilazione della matrice conti*, in C. ZARA, 2001, p. 226.

[118] In generale le banche più esposte hanno un interesse al risanamento del cliente che può spingerle a farsi promotrici di un processo di ristrutturazione. Cfr., in tal senso, in C. ZARA, *Le banche e il risanamento delle imprese in crisi*, in *Economia e management*, n. 5, 1995, p. 18.

Contra, l'eventuale rifiuto da parte della banca potrebbe dipendere da vari fattori, quali, ad esempio, la scarsa credibilità dell'imprenditore proponente, l'esistenza di interessi particolari da parte dei creditori, oppure una valutazione ritenuta insufficiente da parte dell'istituto di credito del piano presentato dall'azienda.

Al fine di verificare la convenienza in merito alla scelta tra il fallimento o l'eventuale soluzione pattizia, è stato elaborato un modello di analisi che mette a confronto l'importo atteso dalla soluzione negoziale con quello atteso in caso di liquidazione[119].

Nel modello, le variabili iniziali sono le seguenti:

- probabilità di successo degli accordi;
- differenza tra le aspettative della liquidazione e degli accordi;
- eventuale immissione (e quantificazione) di nuova finanza.

Inoltre, è stato rilevato[120] come siano da considerare tra le variabili anche la dimensione dell'impresa e della banca nonché la concentrazione del debito.

Infatti, è da sottolineare il fatto che più il debito è concentrato, tanto sono maggiori le possibilità del buon esito degli accordi.

---

[119] Il presente modello è stato teorizzato da seguente autore: P. ROSSI, *Ristrutturazione del debito e ruolo delle banche nel risanamento delle imprese in crisi*, in *Banca impresa società*, n. 2, 1997 e ripreso, successivamente da G. BERTOLI, *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Egea, Milano, 2000.

[120] G. BERTOLI, *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, op. cit. p. 147.

4.5 *La disciplina degli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis L.F.: aspetti sostanziali*

I novellati artt. 182 *bis*, 182 *ter*, ultimo comma e 67, terzo comma[121] consentono all'imprenditore di concludere un accordo, con i creditori che rappresentano almeno il 60% della massa creditoria, avente ad oggetto la ristrutturazione dei debiti ed il regolare pagamento dei crediti estranei, favorendo, in tal senso, il superamento della crisi dell'impresa, al fine di mantenere la continuità dell'attività economica[122] assicurando, da una parte, al ceto creditorio una protezione dall'azione revocatoria ed all'imprenditore una protezione di eventuali azioni cautelari ovvero esecutive e garantendo, dall'altra,

---

[121] L'art. 182 *bis* recita quanto segue: 1) "L'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'art. 161, l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i creditori rappresentanti almeno il 60% dei crediti, unitamente ad una relazione redatta da un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, terzo, comma, lett. d) sull'attuabilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei. L'accordo è pubblicato nel registro delle imprese e acquista efficacia dal giorno della sua pubblicazione nel registro delle imprese. 2) Dalla data della pubblicazione e per sessanta giorni i creditori per titolo e causa anteriori a tale data non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore. Si applica l'art. 168, secondo comma. 3) Entro trenta giorni dalla pubblicazione, i creditori possono proporre opposizione. Il Tribunale, decise le opposizioni, procede all'omologazione in camera di consiglio con decreto motivato. 4) Il Decreto del Tribunale è reclamabile in Corte di Appello ai sensi dell'art. 183, in quanto applicabile, entro quindici giorni dalla sua pubblicazione nel registro delle imprese."
L'art. 182 *ter*, ultimo comma dispone quanto segue: "Il debitore può effettuare la proposta di cui al primo comma anche nell'ambito delle trattative che precedono la stipula dell'accordo di ristrutturazione di cui all'art. 182 *bis*. La proposta di transazione fiscale è depositata presso gli uffici indicati al secondo comma, che procedono alla trasmissione ed alla liquidazione ivi previste. Nei successivi trenta giorni l'assenso alla proposta è espresso relativamente ai tributi non iscritti a ruolo, ovvero non ancora consegnati al concessionario del servizio nazionale della riscossione alla data di presentazione della domanda, con atto del direttore dell'ufficio su conforme parere della direzione regionale e relativamente ai tributi a ruolo e già consegnati al concessionario del servizio nazionale della riscossione alla data di presentazione della domanda, con atto del concessionario su indicazione del direttore dell'ufficio, previo conforme parere della competente direzione generale. L'assenso così espresso equivale a sottoscrizione dell'accordo di ristrutturazione".

[122] Come scrive Caiafa: "Si tratta di convenzioni che hanno la funzione primaria di permettere all'impresa di rimanere sul mercato e, l'altra, impropriamente secondaria, di risolvere, attraverso la conclusione di accordi innominati, atipici, misti, l'eliminazione del debito", in A. CAIAFA, in *Accordi di ristrutturazione dei debiti: natura giuridica ed omologazione*, in Dir. Fallim., 2006, II, pag. 536 e ss..

un'attività di controllo da parte di un professionista e del Tribunale medesimo al fine di impedire il depauperamento del patrimonio aziendale.

Sebbene accolti con successo, una parte – peraltro minoritaria - della dottrina ha criticato la dichiarata funzione degli accordi, ovvero quella di strumenti finalizzati ad assicurare la continuità aziendale. Alcuni Autori[123] ritengono, infatti, che gli accordi potrebbero assumere una finalità liquidatoria, in quanto, adempiendo in maniera regolare alle proprie obbligazioni, il prezzo di cessione dell'impresa sarebbe più elevato.

Altra parte della dottrina[124], di contro, ha rilevato come la novità principale degli accordi di ristrutturazione (così come anche del concordato preventivo) consista nella regolamentazione pattizia della crisi sia delle imprese che perseguono il fine del *going concern,* sia di quelle aziende le quali intendono giungere alla fase liquidatoria evitando, in siffatto modo, di ricorrere all'istituto del fallimento.

4.5.1 La natura degli accordi di ristrutturazione

Secondo la giurisprudenza e la dottrina minoritaria[125], gli accordi di ristrutturazione vengono qualificati come una semplificazione del

---

[123] M. FABIANI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: l'incerta via italiana alla reorganization*, in Foro italiano, 2006, I; L. ROVELLI, *Il ruolo del trust nella composizione negoziale dell'insolvenza, di cui all'art. 182 bis L.F.*, in Fall., 2007, 5.

[124] Tra i vari Autori presenti, appare opportuno citare il contributo di M. FERRO, *Art. 182 bis, la nuova ristrutturazione dei debiti*, in Il Nuovo diritto…delle Società di capitali, 12, 2005, in Giurisprudenza Trib. di Roma, 16.10.2006.

[125] P. VALENSISE, (a cura di A. NIGRO e M. SANDULLI), *Accordi di ristrutturazione dei debiti*, in La Riforma del Diritto Fallimentare, Giappichelli, Torino, 2006; M. FERRO, *Art. 182 bis, la nuova ristrutturazione dei debiti*, in Il Nuovo diritto…delle Società di capitali, 12, 2005, in Giurisprudenza Trib. di Roma, 16.10.2006; G. GASPERONI, *Gli Accordi di ristrutturazione dei*

Concordato (c.d. "tesi pubblicistica"), in considerazione soprattutto delle opportunità offerte al debitore di potersi avvalere di una serie di strumenti di protezione dalle iniziative dei creditori non aderenti al piano medesimo.

Le argomentazioni a sostegno della c.d. "tesi pubblicistica" si basano prevalentemente sul fatto che il Concordato debba necessariamente contenere un piano industriale, nel quale potrebbe anche essere ricompreso l'accordo di ristrutturazione dei debiti.

Per i sostenitori della "tesi pubblicistica", la differenza tra i due istituti consisterebbe semplicemente nel risparmio di tempo che caratterizza gli accordi rispetto al Concordato, in quanto, nel primo caso, il Giudice omologa un accordo già perfezionato, mentre nel secondo l'accordo avviene in corso di procedura e sotto il controllo del Giudice.

La dottrina prevalente ha, invece, accolto la tesi che sostiene la perfetta autonomia degli accordi rispetto al Concordato[126], in base alla quale già nel contenuto del Titolo III "*Del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione*", il legislatore ha voluto esplicitamente puntualizzare la separazione tra i due istituti.

La ristrutturazione dei debiti *ex* art. 160 consiste infatti in una delle possibili soluzioni accluse nel piano di risanamento del Concordato,

---

debiti, in Pratica fiscale e professionale, 12, 2006; M.R. GROSSI, *La riforma della Legge Fallimentare*, Giuffrè, Torino, 2006.

[126] Tra i vari autori si citano i seguenti contributi: E. CARATOZZOLO, *Le nuove modalità di intervento sulla crisi d'impresa. Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis L. Fallimentare*, in *Riforma fallimentare: lavori preparatori ed obiettivi*, (a cura di M. VIETTI, F. MAROTTA, F. DI MARZIO), Itaedizioni, 2007; G. LO CASCIO, *Il Concordato preventivo*, Giuffrè, Milano, 2007; A. CAIAFA, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: natura giuridica ed omologazione*, in Dir. Fall., 10, 2006; G. PIROLA, L. OCCHETTA, *Procedure concorsuali – Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in Guida fiscale delle società – società di capitali, 2006; E. GABRIELLI, *Autonomia privata ed accordi di ristrutturazione dei debiti*, in Contratto, mercato e procedure concorsuali, Giappichelli, Torino, 2006.

mentre l'art. 182 *bis* disciplina la ristrutturazione dei debiti come l'unico contenuto che può assumere l'accordo stesso.

Inoltre, i richiami alla disciplina del Concordato riguardano solamente alcuni aspetti procedurali degli accordi: ci si riferisce, in particolare, all'art. 161, che fissa le modalità per la presentazione della domanda e della documentazione per l'ammissione al Concordato.

Altra differenza sostanziale rispetto alla succitata Procedura concorsuale consiste nella possibilità, nel caso di accordo di ristrutturazione, di transigere con il Fisco.

Infine, rileva sottolineare come agli accordi possano accedere tutti gli imprenditori, anche il piccolo imprenditore o l'imprenditore agricolo, ai quali invece è precluso l'accesso al fallimento.

4.5.2 La nozione aziendalistica degli accordi di ristrutturazione

La ristrutturazione negoziale dei debiti può portare a un ritorno più elevato per gli *stakeholders* coinvolti nel piano di risanamento, per una serie di ragioni riconducibili alle sue caratteristiche peculiari: flessibilità ed efficienza[127], le quali sono, naturalmente, correlate poiché la seconda genera la prima.

La dottrina aziendalistica[128] nel definire il concetto di ristrutturazione, distingue tra "ristrutturazione organizzativa", "ristrutturazione economica", "ristrutturazione dell'attivo" e "ristrutturazione

---

[127] G. FORESTIERI, *Banche e risanamento delle imprese in crisi*, Egea, Milano, 1995.

[128] Tra i vari Autori, appare opportuno citare i seguenti contributi: S. PROSPERI, *Il Governo economico della crisi aziendale*, Giuffrè, Milano, 2003; P. BASTIA, *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, op. cit.; G. BASILE, *Aziende in crisi: quali le cause?*, in Amministrazione e Finanza, 1998, M. MELCHIONNA, *Come risanare e rilanciare un'impresa industriale*, Giuffrè, Milano, 1995; L. GUATRI, *I piani di risanamento delle imprese: obiettivi e condizioni*, in Finanza, Marketing & Produzione, 4, 1983.

finanziaria" quali metodi finalizzati a un piano di risanamento di un complesso industriale.

Tra queste varie tipologie, si definisce ristrutturazione di tipo finanziario quella che implica il raggiungimento dell'equilibrio finanziario mediante una ricapitalizzazione (che comporta un apporto di capitale da parte dei soci ovvero l'ingresso di nuovi soci) ovvero una ristrutturazione dei debiti, (che implica una rivisitazione delle condizioni pattuite con i creditori).

La ristrutturazione *ex* art. 182 *bis* pone l'accento esclusivamente sulla ristrutturazione dei debiti, creando i presupposti per una sostanziale alterazione degli elementi essenziali e caratterizzanti della struttura debitoria, come ad esempio, la scadenza, gli interessi, le garanzie e il *quantum*, determinate a seguito di nuove condizioni pattizie rinegoziate dalle parti.

Gli accordi di ristrutturazione non generano l'estinzione dell'originario rapporto obbligatorio, dal momento che incidono essenzialmente sulle modalità di esecuzione dell'obbligazione medesima.

Pertanto, i patti *ex* art. 182 *bis* possono prevedere differenti modalità di rinegoziazione dei debiti, quali, ad esempio: la postergazione di alcuni creditori nei confronti di altri nel pagamento dei debiti medesimi; l'erogazione di nuovi finanziamenti da parte dei creditori al fine di garantire il *going concern* dell'azienda ovvero il regolare pagamento delle obbligazioni medesime; il prolungamento dei termini di pagamento dei debiti scaduti; la conversione in capitale proprio dei debiti mediante aumento del capitale sociale da attribuire ai

finanziatori; la remissione parziale del debito; la costituzione di società finalizzate al raggiungimento di determinati scopi.

In ragione della natura stessa dell'istituto, gli accordi di ristrutturazione dei debiti non prevedono la cessione di beni, ma sanciscono solamente la possibilità di rinegoziazione dei debiti e il contestuale soddisfacimento dei creditori estranei all'accordo[129].

Pertanto, con l'art. 182 *bis*, il legislatore avrebbe statuito uno strumento innovativo mediante il quale l'imprenditore e uno o più creditori aderenti (rappresentanti almeno il 60% del totale delle passività), possono raggiungere un accordo sulla possibilità di rimodulare le condizioni e i termini dei debiti, fermo restando l'assoluto obbligo, da parte dell'imprenditore, di soddisfare in maniera regolare il pagamento dei creditori non aderenti all'accordo medesimo.

4.5.3 Accordi di ristrutturazione e transazione fiscale

Altra novità importante, introdotta dal legislatore nell'ambito della riforma delle procedure concorsuali, consiste nella possibilità, da parte del debitore, di effettuare una proposta di accordo di ristrutturazione nei confronti dell'Amministrazione finanziaria (art. 182 *ter*)[130].

---

[129] In tale contesto, occorre porre in evidenza la sottile differenza sussistente tra gli accordi di ristrutturazione dei debiti ed il Concordato. Infatti, la ristrutturazione dei debiti, essendo un istituto che discende direttamente dal vecchio Concordato finanziario, ha un contenuto molto più di quello del Piano concordatario, laddove va messo in rilievo il contenuto semantico del sintagma ristrutturazione dei debiti e soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, che appunto rendono il Concordato aperto ad una varietà di forme tecniche (quali ad esempio la cessione dei beni) che invece non possono essere dedotte negli accordi, il cui contenuto si limita soltanto ad intervenire sui debiti. Cfr. in tale senso, il contributo di F. MARENGO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: profili economici, civilistici, fiscali e di responsabilità dei partecipanti all'intesa*, op. cit., p. 105.

[130] Come già enunciato, l'art. 182 *ter* recita quanto segue: "Il debitore può effettuare la proposta di cui al primo comma anche nell'ambito delle trattative che precedono la stipula dell'accordo di ristrutturazione di cui all'art. 182 *bis*. La proposta di transazione fiscale è depositata presso gli uffici indicati al secondo comma che procedono alla trasmissione ed alla

Anche in questo caso, si è cercato di fornire una soluzione innovativa, di natura negoziale, per la gestione della crisi di impresa[131], offrendo al debitore uno strumento per addivenire ad una soluzione transattiva riguardante tutti i debiti tributari, iscritti a ruolo e non.

È da sottolineare che, per quanto concerne gli oneri accessori (interessi di mora, sanzioni, ecc.), la possibilità di ristrutturazione del debito è prevista esclusivamente per quei tributi aventi natura chirografaria.

Infine, in merito all'ammissibilità dei crediti tributari privilegiati a formare oggetto di dilazione di pagamento, l'aspetto caratterizzante della transazione fiscale consiste nella previsione di un trattamento paritario dei crediti tributari rispetto ai crediti coinvolti nelle altre procedure.

4.5.4 Le modalità di soddisfacimento dei creditori non aderenti

L'art. 182 *bis* statuisce l'obbligo da parte dell'imprenditore di soddisfare in maniera regolare il pagamento dei creditori estranei (intesi non solo come creditori contrari all'accordo, ma anche quelli che non vi hanno partecipato).

La relazione illustrativa al D. Lgs. 169/2007 ha ribadito che i creditori non aderenti all'accordo devono essere soddisfatti in modo regolare,

---

liquidazione prevista. Nei successivi trenta giorni l'assenso alla proposta di transazione è espresso relativamente ai tributi non iscritti a ruolo, ovvero non ancora consegnati al concessionario del servizio nazionale della riscossione alla data di presentazione della domanda con atto del direttore dell'ufficio su conforme parere della direzione regionale e relativamente ai tributi iscritti a ruolo e già consegnati al concessionario del servizio nazionale della riscossione alla data di presentazione della domanda con atto del concessionario su indicazione del direttore dell'ufficio, previo conforme parere della competente direzione generale. L'assenso, così espresso, equivale a sottoscrizione dell'accordo di ristrutturazione".

[131] Occorre precisare che non sono soggetti a transazione i tributi locali non gestiti dalle Agenzie delle Entrate (ICI, TARSU, TOSAP) ed i tributi costituenti risorse proprie dell'Unione Europea.

ovverosia per l'intero ammontare ed alla data di scadenza, confermando quanto statuito dalla prevalente dottrina[132], la quale interpreta il significato di "regolare pagamento" nel senso di rimborso integrale alle scadenze pattuite nei contratti e con normali mezzi di pagamento.

In siffatto modo, il legislatore ha voluto tutelare i soggetti che non hanno sottoscritto l'accordo, imponendo l'obbligo di soddisfacimento del pagamento dei debiti da parte dell'imprenditore.

4.6 *La disciplina degli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis l.f.: aspetti formali*

Dopo aver trattato gli aspetti sostanziali degli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182 *bis* L.F., nel prosieguo verranno evidenziate tutte le caratteristiche e le modalità di attuazione dei patti medesimi.

4.6.1 Presupposto soggettivo

Come statuito all'art. 182 *bis*, *"l'imprenditore in stato di crisi può domandare, depositando la documentazione di cui all'art. 161, l'omologazione di un accordo (…)"*.

Un rilevante aspetto interpretativo della norma è quello relativo al significato attribuibile al termine "imprenditore", la cui chiara

[132] L. PANZANI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in Il Fallimento, Ipsoa; A. CAIAFA, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: natura giuridica e omologazione*, in Dir. Fall, II, 2006; A. CAIAFA, *Nuovo diritto delle procedure concorsuali*, Cedam, Padova, 2006; V. VITALONE, *Al debutto gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in Diritto e pratica del fallimento, n. 1, 2006; S. BONFATTI, P. F. CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 2005, M. R. GROSSI, *La riforma della legge fallimentare, sub art. 182 bis, Accordi di ristrutturazione dei debiti*, Giuffrè, Milano, 2006.

individuazione risulta indispensabile per identificare con esattezza la categoria di soggetti legittimati a poter usufruire dell'accordo.

Infatti, sebbene possa essere piuttosto generica la definizione di "imprenditore" riportata dal Legislatore, gran parte della dottrina[133] ha ritenuto ragionevole ritenere che l'imprenditore legittimato a proporre gli accordi di ristrutturazione sia quello rientrante nei requisiti *ex* art. 1 R.D. 267/42 (i.e. imprenditore commerciale).

Il motivo per cui, nella versione originaria della norma, fosse stato utilizzato il termine "debitore" in luogo di "imprenditore" potrebbe essere dovuto a una semplice manchevolezza formale piuttosto che a una scelta consapevole di natura sostanziale[134].

4.6.2 Presupposto oggettivo

Il presupposto oggettivo che legittima l'imprenditore a richiedere l'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti consiste nel fatto che il soggetto richiedente versi in uno stato di crisi[135].

Il concetto di crisi potrebbe avere, da un punto di vista formale, molteplici significati, poiché abbraccia un'ampia gamma di momenti e

---

[133] Tra i numerosi contributi si riportano le seguenti opere: P. VALENSISE, *Accordi di ristrutturazione dei debiti* in "La riforma della legge fallimentare", a cura di A. NIGRO e M. SANDULLI, Giappichelli, Torino, 2006, G. GASPARONI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in Pratica fiscale e professionale, 12, 2006; C. D'AMBROSIO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in AA. VV., *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e sistemazione della crisi d'impresa*, a cura di S. BONFATTI e G. FALCONE, Giuffrè, Milano, 2006.

[134] Scrive, in tal senso G. LO CASCIO, in *L'intervento correttivo ed integrativo del decreto legislativo 5/2006*, in Fallimento, 8, 2007, p. 865: "si era incorsi nella stesura della complessiva disciplina di riforma, un po' per mancata ricerca ed approfondimento del tema affrontato, un po' per la fretta di pubblicare una legge sulla quale i poteri forti del Paese avevano insistito particolarmente ed un po' perché la maggioranza politica di quel momento non intendeva perdere l'occasione di assumere la paternità di questo importante rinnovamento".

[135] In merito al concetto di stato di crisi, modalità di manifestazione, gestione e superamento, si rimanda ai capitoli precedenti contenuti nel presente elaborato.

di situazioni dell'attività dell'imprenditore. Infatti, in taluni casi, la crisi potrebbe manifestarsi violentemente, a seguito di fatti o accadimenti eccezionali, ovvero potrebbe appalesarsi in maniera lenta e progressiva.

Di talché, sarà cura del *management* intervenire prima che l'emorragia possa diventare irreversibile.

Da un punto di vista sostanziale, dovendo l'imprenditore provvedere comunque al pagamento integrale dei creditori non aderenti agli accordi, appare piuttosto verosimile ipotizzare un ricorso al presente istituto nelle fasi iniziali della crisi, quando ancora cioè risulta possibile provvedere alla soddisfazione dei creditori non rientranti negli accordi. Infatti, qualora si fosse già appalesato uno stato di insolvenza, l'imprenditore non avrebbe più la possibilità di effettuare il pagamento dei debiti non aderenti agli accordi e, pertanto, dovrebbe fare ricorso alle normali procedure concorsuali.

4.6.3 Qualificazione giuridica

In merito alla qualificazione giuridica degli accordi, essi potrebbero essere inquadrati in diversi schemi contrattuali, a seconda del contenuto[136].

[136]A secondo della tipologia di accordo, la natura dei patti assumerà una connotazione diversa. In tale ottica, i contratti possono essere suddivisi nelle seguenti tipologie:

- contratto di transazione del quale gli accordi avrebbero gli elementi caratteristici, quali l'*aliquid datum* e l'*aliquid retentum* e lo scopo di evitare la lite esecutiva costituita dal fallimento. Di converso, gli accordi si giustificano sul piano causale con l'utilità sociale di conservare i valori dell'impresa con la cooperazione dei creditori e non con la funzione transattiva;
- *pactum de non petendo* o *ut minus solvatur*, mediante il quale il creditore si impegna a non fare valere il suo credito per sempre o per un determinato periodo di tempo;

Alcuni autori hanno sostenuto che l'accordo non può essere qualificato come una figura negoziale tipica, poiché configura uno schema contrattuale che si perfeziona in diversi passaggi successivi, primo dei quali è l'intesa di ristrutturazione in senso stretto, che potrà assumere il ruolo di contratto quadro, rispetto al quale i contratti a valle svolgeranno una funzione attuativa[137].

4.6.4 Struttura e formazione del consenso

In merito alla struttura degli accordi, si pone un problema nello stabilire se si possano configurare come un unico e atipico contratto plurilaterale con comunione di scopo, come tra l'altro indicato dalla prevalente dottrina e dalla giurisprudenza[138], ovvero come una serie di accordi autonomi.

L'unicità o la pluralità di accordi comporta effetti differenti in merito alla formazione del consenso e agli effetti giuridici che produrrebbe l'accordo medesimo.

- quello della novazione oggettiva ex art. 1230 C.C.- *prioris debiti in alium obligationem transfusio atque translatio* – in cui le parti sostituiscono all'obbligazione originaria, che di conseguenza si estingue, una nuova obbligazione con importo e/o scadenze diverse;
- contratto remissorio;
- negozio che prevede l'assunzione o sostituzione delle garanzie.

Cfr., in tal senso, F. MARENGO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: profili economici, civilistici, fiscali e di responsabilità dei partecipanti all'intesa*, op. cit. p. 135.

[137] V. ROPPO, *Profili strutturali e funzionali di contratti di salvataggio (o di ristrutturazione dei debiti d'impresa)*, in Rivista Diritto privato, 2, 2002; L. ROVELLI, *Il ruolo del trust nella composizione negoziale dell'insolvenza di cui all'art. 182 bis legge fallimentare*,in Fallimento, 5, 2007, p. 595 e ss..

[138] Sull'unicità degli accordi di ristrutturazione si vedano i seguenti contributi: C. PROTO, (a cura di M. FABIANI e A. PATTI), *Accordi di ristrutturazione dei debiti e tutela dei creditori*, in *La tutela dei diritti nella riforma fallimentare.* Scritti in onore di Lo Cascio, Giuffrè, Milano, 2006; G. PRESTI, *L'art. 182 bis al primo vaglio giurisprudenziale*, in Fallimento, 2, 2006; V. GRECO, *Il trust quale strumento di soluzione e prevenzione della crisi d'impresa nella riforma delle procedure concorsuali*, in *Trusts*, 3, 2007. Non solo la dottrina prevalente si è espressa in tale senso, ma anche la giurisprudenza, tra cui, il Tribunale di Brescia, con decreto del 22.02.2006 ed il Tribunale di Bari con decreto del 21.11.2005.

Infatti, quando la struttura è quella di un unico atto rivolto ad una pluralità di soggetti, la formazione del consenso si configura nell'incontro della volontà di ciascuno con quella degli altri.

Invece, nel caso di atti singoli, la formazione si produrrebbe esclusivamente tra le due parti.

Per quanto riguarda gli effetti giuridici, la configurazione come contratto unico rivolto alla pluralità di soggetti comporterebbe l'applicazione degli artt. 1420, 1446, 1459 C.C.[139], con la possibilità dell'insorgenza di eventuali fenomeni forieri di elementi di criticità, dal momento che, ad esempio, l'intero accordo potrebbe essere soggetto a risoluzione qualora un creditore, essenziale per il raggiungimento dell'accordo medesimo, non dovesse, successivamente, sottoscrivere il patto.

Ancora, sebbene una parte della dottrina[140] abbia sostenuto che il presente accordo, in ragione della varietà e dell'atipicità del contratto, possa essere considerato come la sommatoria di tante soluzioni pattizie bilaterali autonome, tuttavia, dal momento che la normativa richiede il deposito di un patto unitario, esso assumerà la figura di contratto plurilaterale con unica causa e, cioè, la sopravvivenza dell'azienda e la continuazione della stessa.

Viene, tra l'altro, fatto presente[141] come non sia necessario portare a conoscenza di tutti i creditori le modalità con cui si raggiungono gli

---

[139] Gli artt. 1420 e 1446 C.C. trattano della nullità e dell'annullabilità del contratto, mentre l'art. 1459 C.C. riguarda la risoluzione del contratto plurilaterale.

[140] Tra i diversi contributi si vedano, tra tutti, i seguenti: M. FABIANI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: l'incerta via italiana alla reorganization*, in Foro italiano, I, 2006, p. 263 e ss.; A. CAIAFA, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: natura giuridica e omologazione*, in Diritto Fallimentare, II, 2006, p. 536 e ss.

[141] Come evidenziato da M. FERRO, in *Art. 182 bis, la nuova ristrutturazione dei debiti*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali*, 12, 2005, p. 48 e ss..

accordi, essendo gli stessi un'eccezione del principio della *par condicio creditorum*: nonostante ciò, è bene evidenziare come, comunque, gli accordi siano caratterizzati dalla massima trasparenza, considerato l'obbligo di pubblicazione presso il Registro delle imprese degli stessi[142].

In merito all'individuazione dell'organo competente a sottoscrivere l'accordo, per conto dell'azienda, si ritiene[143] che possa trovare applicazione l'art. 152 della Legge Fallimentare che stabilisce, in relazione al Concordato, che la proposta sia sottoscritta da coloro che ne hanno la rappresentanza sociale[144].

Sulle modalità di raccolta dei consensi da parte dei creditori (fase stragiudiziale degli accordi), in ragione della mancanza di obbligatorietà di procedure di convocazioni, l'Organo amministrativo ha la facoltà di convocare singolarmente i creditori ovvero effettuare una riunione collettiva in cui vengono illustrate le modalità e i presupposti dell'accordo di ristrutturazione, con la conseguente raccolta delle intese.

Come già ampiamente sottolineato, una condizione essenziale per l'omologazione dell'accordo consiste nel consenso di almeno il 60% dei creditori. La suindicata percentuale deve essere riferita a un determinato momento temporale: infatti, nel momento in cui si procede

---

[142] Cfr, in tal senso, C. PROTO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in Fallimento, 2, 2006, p. 129.

[143] C. PROTO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, tutela dei soggetti coinvolti nella crisi d'impresa e ruolo del giudice*, in Fallimento, 2, 2007, p. 188 e ss..

[144] Sostiene Marengo: "L'autore ritiene del tutto illogico lo scostamento dall'art. 152 poiché la riorganizzazione dei debiti non è un progetto d'impresa meno strategico di un piano di concordato, che tra l'altro potrebbe tradursi proprio o solo in regolazione delle obbligazioni", in F. MARENGO, in *Accordi di ristrutturazione dei debiti: profili economici, civilistici, fiscali e di responsabilità dei partecipanti all'intesa*, op. cit., p. 139.

alla stesura e alla proposizione dell'accordo *ex* art. 182 *bis* L.F., occorre stabilire la data di riferimento della situazione patrimoniale dell'azienda su cui determinare la citata percentuale creditoria.

Orbene, se sul punto in questione la dottrina e la giurisprudenza[145] hanno sempre sancito che la percentuale debba essere raggiunta al momento del deposito presso il registro delle imprese e che le eventuali adesioni tardive non sanerebbero il *gap* necessario al raggiungimento del 60%, un recente orientamento giurisprudenziale[146] ha stabilito che è sufficiente il raggiungimento del 60% dei crediti al momento dell'omologazione dell'accordo.

Secondo un indirizzo dottrinale[147], la suindicata percentuale dovrebbe essere determinata in base ai debiti iscritti nella situazione patrimoniale dell'azienda al momento in cui viene redatta la relazione da parte del professionista.

Tuttavia, qualora l'Organo amministrativo dell'azienda dovesse contrarre ulteriori debiti tali da ridurre al percentuale al di sotto del 60%, i creditori potrebbero contestare tale alterazione in sede di opposizione.

Qualora non fosse stata raggiunta la maggioranza necessaria all'omologazione dell'accordo, non è consentita l'ammissione di nuovi creditori; per cui, sarà cura del *management* che ha presentato l'accordo depositarne uno successivo; nel caso in cui, invece, fosse stato

---

[145] Sul punto in questione si citano i seguenti contributi: P. VALENSISE, *Accordi di ristrutturazione dei debiti*, in La Riforma della legge fallimentare, a cura di M. NIGRO e M. SANDULLI, op. cit., p. 129; G. LO CASCIO, *Il Concordato preventivo*, Giuffrè, Milano, 2007, p. 895. Per la giurisprudenza si riporta il decreto del Tribunale di Brescia, del 22.02.2006.

[146] Tribunale di Milano, decreto del 23.01.2007.

[147] A. COPPOLA, *L'accordo per la ristrutturazione dei debiti*, in AA.VV., *Il nuovo concordato preventivo*, a cura di S. PACCHI, Ipsoa, 2005.

raggiunto il *quorum* minimo del 60%, sono previste ulteriori adesioni successive all'iscrizione presso il registro delle imprese ma antecedenti all'omologazione.

Il consenso dei creditori deve essere certificato con data certa e sottoscritta dagli stessi: tuttavia, anche per la firma delle adesioni dottrina e giurisprudenza[148] si sono espresse con tesi contrapposte in merito all'obbligatorietà delle autenticazioni delle firme.

Infine, qualora il creditore dovesse chiedere la revoca del proprio assenso, la presente facoltà sarebbe concessa fino a prima del deposito in Tribunale.

Pertanto, in caso di mutamenti delle condizioni, il creditore potrà proporre opposizione ovvero richiedere l'annullamento o la risoluzione dell'accordo medesimo.

4.6.5 Deposito e pubblicazione presso il registro delle imprese

In base a quanto sancito dall'art. 182 *bis*, il debitore deve depositare l'accordo e la documentazione, unitamente ad una relazione redatta da

---

[148] Per la dottrina e la giurisprudenza che si sono espresse in merito alla necessità di autenticare le sottoscrizioni, vengono citati i seguenti contributi: A. CAIAFA, *Accordi di ristrutturazione dei debiti, natura giuridica ed omologazione*, in Diritto Fallimentare, II, 2006, p. 536; G. PRESTI, *L'art. 182 bis al primo vaglio giurisprudenziale*, in Fallimento, 2, 2006, p. 171 e ss.; Tribunale di Bari, decreto del 21.11.2005.
Per la dottrina e la giurisprudenza che si sono pronunciate sulla non obbligatorietà dell'autenticità delle sottoscrizioni, vengono citati i seguenti contributi: M. FABIANI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: l'incerta via italiana alla reorganization*, op. cit.; S. AMBROSINI *Accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, a cura di A. JORIO, tomo II, Zanichelli, 2007; L. JEANTET, *L'accordo di ristrutturazione dei debiti e la privatizzazione dell'insolvenza*, in Giur. Comm., 01/02 2007. L'Autore fa presente che sebbene sia necessaria la forma scritta dell'adesione, tuttavia "lo stesso non è invece a dirsi per la sottoscrizione autenticata, posto che tale requisito suppletivo può essere preteso solo in dipendenza del contenuto dell'accordo e, pertanto, della disponibilità del diritto sostanziale negoziato"; Tribunale di Roma, ordinanza 07.07.2005, in cui il Giudice dopo aver preso atto del deposito delle adesioni con fotocopie, richiedeva l'obbligatorietà della sottoscrizione dei creditori in originale, senza però richiedere l'autenticazione delle firme medesime.

un professionista sulla fattibilità dei patti medesimi, con particolare riferimento alla garanzia di pagamento dei creditori estranei.

Pur non essendo chiaro quale documentazione debba essere depositata, parte della dottrina[149] è concorde nel sostenere che, congiuntamente all'accordo, sia necessario presentare un piano di risanamento e la documentazione relativa all'attuazione dell'accordo stesso, in ragione del fatto che senza un piano di ristrutturazione, appare poco veritiero che un creditore possa sottoscrivere il patto medesimo, cagionando delle limitazioni alle pretese vantate dallo stesso.

Per quanto riguarda il deposito presso il registro delle imprese, prima dell'introduzione del D. Lgs. 169/2007, controversa era l'interpretazione in merito alla tempistica del deposito presso il Tribunale e la pubblicazione presso il Registro delle imprese. Tale *impasse* è stato, per l'appunto, superato a seguito dell'entrata in vigore del suindicato decreto legislativo, che ha apportato alcune modifiche alla normativa in parola.

Allo stato, come esplicitamente sancito dal novellato art. 182 *bis,* preliminarmente viene depositata presso la cancelleria del Tribunale la domanda correlata da tutta la documentazione e dalla relazione del professionista; successivamente, si procederà all'iscrizione presso il registro delle imprese.

Sebbene secondo la prevalente dottrina[150] il Tribunale competente dovrebbe essere quello presso cui l'impresa svolge l'attività principale,

---

[149] V. VITALONE, *Al debutto gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Diritto e pratica del fallimento*, 1, 2006; G. GASPARONI, *Gli Accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Pratica fiscale e professionale*, 12. 2006; P. VALENSISE, *Accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *La riforma della legge fallimentare*, A cura di A. NIGRO e M. SANDULLI, op. cit..

[150] V. VITALONE, *Al debutto gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Diritto e pratica del fallimento*, 1, 2006; L. GUALANO, D. VILLA, *Gli Accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis l.f.*,

la recente giurisprudenza di merito[151] ha invertito tale tendenza, stabilendo che il Tribunale competente debba essere quello presso cui è ubicata la sede legale dell'impresa medesima.

4.6.6 La relazione del professionista

Come sancito dal novellato art. 182 *bis*, l'accordo di ristrutturazione dei debiti deve essere accompagnato da una relazione redatta da un professionista in possesso dei requisiti di cui all'art. 67, comma 3, lettera d) L.F..

Rispetto alla prima versione, il legislatore ha ritenuto opportuno specificare, anche in ragione della tipologia di attività svolta dall'esperto, che lo stesso debba essere in possesso, oltre al titolo professionale necessario a ricevere la nomina a curatore fallimentare, anche del titolo di revisore contabile, con la conseguente iscrizione presso il registro dei revisori.

La ragione di tale scelta[152] è da ricercarsi nelle specifiche competenze del revisore, il quale è in possesso di tutte quelle esperienze tecnico-contabili necessarie non solo a un'analisi superficiale del documento,

---

in *Il nuovo diritto delle società di capitali*, 2006; G. GUGLIELMUCCI, *Diritto Fallimentare*, Giappichelli, Torino, 2006; S. AMBROSINI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, a cura di A. JORIO, op. cit..

[151] Il Tribunale di Milano, con decreto del 23.01.2007, ha ritenuto inapplicabili agli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182 *bis* le norme che regolano il concordato preventivo. Per tali ragioni, il Tribunale ha disposto che "*la competenza per territorio è quella ove l'impresa ha sua sede legale*".

[152] La figura attuale del professionista incaricato, iscritto nel registro dei revisori contabili, è stata ritenuta necessaria dal legislatore, il quale, nella seconda Commissione giustizia del Senato è stato espressamente richiesto al Governo di valutare "*l'opportunità di rendere necessario il requisito dell'iscrizione all'albo dei revisori contabili per lo svolgimento dell'attività di redazione della relazione di cui all'art. 182 bis l.f.*", parere del 01.08.2007. La relazione illustrativa, commento all'art. 16, comma quattro del D. Lgs. 169/2007 richiede, invece una figura che presenti tutti quei requisiti tecnico – contabili atti a redigere la relazione medesima.

ma anche a una valutazione più approfondita circa la fattibilità dell'accordo di ristrutturazione.

Infatti, il professionista, oltre a certificare l'attendibilità dei numeri messi a disposizione, deve, e tale analisi accresce le responsabilità dello stesso, certificare che l'imprenditore possegga tutti quei mezzi necessari a soddisfare i creditori che non hanno aderito all'accordo di ristrutturazione.

Al fine di garantire la massima terzietà e indipendenza del professionista, sebbene lo stesso sia già in possesso di tutti quei requisiti di indipendenza previsti dalle normative in vigore, è stata proposta[153] la nomina dell'esperto con un parere favorevole dei creditori partecipanti all'accordo.

Per quanto riguarda il contenuto della relazione, essa dovrebbe indicare le modalità, i tempi, i contenuti nonché quei dati tecnico – contabili relativi agli adempimenti delle obbligazioni assunte.

Il professionista sarà tenuto, pertanto, a redigere una certificazione che attesti l'idoneità dell'accordo, specificando le garanzie e le modalità di pagamento nei confronti dei creditori dissenzienti.

Sul contenuto della relazione, e in particolare in merito all'attestazione del documento redatto dal professionista, la dottrina ha assunto orientamenti non sempre concordanti.

Una parte della stessa[154] ha difatti evidenziato come la relazione debba contenere un motivato parere attendibile che valuti anche la

---

[153] Sul punto in questione si veda: G. VERNA, *Gli Accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis legge fallimentare*, in *Diritto Fallimentare*, op.cit., p. 865 e ss..

[154] Secondo Guglielmucci, il fatto che l'art. 182 *bis* non preveda l'attestazione dei dati aziendali, non vuol dire che non rientri nei compiti del professionista l'attendibilità dei dati contabili medesimi, in L. GUGLIELMUCCI, *Diritto Fallimentare*, Giappichelli, Torino, 2006, p. 345 e ss.. Su tale assunto sono concordi anche i seguenti Autori: S. AMBROSINI, *Accordi di*

convenienza dell'accordo medesimo per tutti i creditori rispetto ad altre procedure concorsuali, attestando, quindi, la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo, come previsto nel Concordato *ex* art. 161 L.F., effettuando, in siffatto modo, a tutela di tutti i creditori, una *due diligence* sui dati contabili.

Altra parte della dottrina[155], invece, ritiene che, sebbene il professionista non possa accogliere in maniera passiva i dati contabili, lo stesso è tenuto, comunque a effettuare non una *due diligence* attestando, pertanto, la veridicità dei conti, in ragione della natura della relazione medesima che mira non a certificare i dati aziendali ma ad attestare la previsione del regolare pagamento dei creditori, sulla base dei dati contabili.

Un terzo assunto dottrinale[156], invece, pone l'accento sul fatto che il professionista esprime un giudizio in merito alla praticabilità degli accordi, a prescindere dalla veridicità dei dati, dal momento che, essendo stato raggiunto un accordo con il 60% dei creditori, è possibile che vi sia una riduzione della tutela delle norme riservate alla massa creditoria.

4.6.7 L'opposizione ed il giudizio di omologazione

---

ristrutturazione dei debiti, in *Il nuovo diritto fallimentare*, a cura di A. JORIO, op. cit., p. 2533; M. ORLANDI, P. BAGAGLIO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182 bis l.f.)*, in *Fisco*, 10, 2006; P. VALENSISE, *Accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *La riforma della legge fallimentare*, a cura di A. NIGRO e M. SANDULLI, op. cit..

[155] In particolare, appare opportuno citare il contributo di C. PROTO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti, tutela dei soggetti coinvolti nella crisi d'impresa e ruolo del giudice*, in *Fallimento*, 2, 2007, p. 188 e ss.

[156] A. CAIAFA, *Nuovo diritto delle procedure concorsuali*, Cedam, Padova, 2006; D. FINARDI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: nuovo strumento negoziale della crisi d'impresa*, relazione al convegno "Competitività e sviluppo economico", giugno 2005.

Entro trenta giorni dalla pubblicazione degli accordi di ristrutturazione nel registro delle imprese, i creditori e ogni altro soggetto interessato possono proporre opposizione al Tribunale competente.

Orbene, benché appaia di tutta evidenza come i creditori dissenzienti possano proporre opposizione al piano medesimo, è oggetto di discussione, da parte della dottrina, la possibilità di opposizione anche dei creditori che, antecedentemente, avevano prestato il loro consenso all'accordo medesimo.

Alcuni Autori[157] hanno mantenuto una posizione piuttosto restrittiva sull'interpretazione della norma, affermando la legittimazione all'opposizione solamente per i creditori dissenzienti, poiché il creditore che ha aderito violerebbe il suo consenso contrattuale.

Altri, invece, ritengono che anche i creditori aderenti al piano possano essere legittimati all'opposizione, purché venga accettata la natura dell'accordo come un contratto bilaterale rivolto alla pluralità di soggetti[158].

Una terza posizione corrente interpretativa[159], peraltro condivisibile, ritiene infine legittima l'opposizione da parte dei creditori che hanno

---

[157] Tra i vari autori, appare opportuno citare i seguenti contributi: G. VERNA, *Sugli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis l.f.*, in *Diritto fallimentare*, I, 2005; S. BONFATTI, P. F. CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Cedam, Padova, 2005.

[158] Secondo Guglielmucci, l'opposizione da parte dei creditori che hanno aderito all'accordo "può intervenire attraverso una serie di adesioni non contestuali e la sua attuabilità può essere legata al raggiungimento di una determinata soglia". Pertanto, secondo l'Autore, una legittimazione all'opposizione da parte del creditore che ha sottoscritto l'accordo non può essere presa in considerazione se frutto di un mero ripensamento da parte dello stesso. In sostanza, non è prevista la possibilità di opposizione senza una valida ragione da parte del creditore aderente, anche a tutela dello stesso imprenditore che ha proposto l'accordo medesimo e di tutti creditori, in L. GUGLIELMUCCI, *Diritto Fallimentare*, op. cit.

[159] A. COPPOLA, *Aspetti pratici dell'accordo per la ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis. L.f. e prime soluzioni giurisprudenziali*, in www.ipsoa.it/ilfallimento, 2006. L'Autore medesimo propone l'inserimento di una clausola di non opposizione mediante cui il creditore rinuncia espressamente a tale diritto, ad eccezione del superamento del limite del 60% dei debiti.

sottoscritto l'accordo qualora l'imprenditore, prima dell'omologazione, abbia contratto ulteriori debiti tali da oltrepassare la soglia prevista del 60%, con possibile nocumento nei confronti di tutto il ceto creditorio medesimo.

Infine, si ricorda che la possibilità di effettuare opposizione è prevista anche da parte di ogni altro soggetto interessato[160] e che le decisioni sulle eventuali opposizioni e sulla domanda di omologa debbono avere luogo nella stessa sede di giudizio.

La *ratio* dell'omologazione consiste nella tutela dei creditori non aderenti all'accordo, in ragione della successiva esenzione da revocatoria in caso di fallimento. Pertanto, appare doveroso un controllo da parte del Tribunale che accerti la proponibilità dell'accordo medesimo, con particolare riferimento al regolare pagamento dei creditori estranei.

Piuttosto dibattuta dalla dottrina e dalla giurisprudenza è la questione concernente la natura del controllo che il Tribunale dovrebbe svolgere.

---

[160] Scrive Marengo: "Diversamente, ovvero ammettendo l'interesse che legittima l'opposizione solo in quello a non vedersi preclusa la revocatoria, non si vede che senso avrebbe l'estensione della legittimazione ad ogni interessato, dato che solo i creditori dell'imprenditore potrebbero avere interesse ad impedire l'esenzione della revocatoria e il riferimento ad ogni altro interessato si rivelerebbe inutile. Nella categoria dei soggetti aventi qualche interesse ad opporsi vi sarebbero:

a) i fideiussori, i coobbligati e gli obbligati in via di regresso dell'imprenditore nei cui confronti gli accordi non producono alcun effetto esdebitatorio e sui quali pertanto si concentrano le residue pretese dei creditori;
b) i soci illimitatamente responsabili dissenzienti;
c) gli imprenditori concorrenti che potrebbero ravvisare nel patto una sorta di concorrenza sleale;
d) i creditori dei creditori che hanno aderito all'intesa che, volendo pignorare il credito che l'accordo invece modifica nell'importo o nella scadenza, si vedrebbero diminuita la garanzia patrimoniale dell'imprenditore che propone la ristrutturazione;
e) i dipendenti che potrebbero ritenere lesivi dei loro diritti i patti tra datore di lavoro e i suoi creditori";

in F. MARENGO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti, profili economici, civilistici, fiscali e di responsabilità dei partecipanti all'intesa*, op. cit. p. 158 e ss..

Secondo un primo orientamento[161], l'omologazione dovrebbe limitarsi a un mero giudizio di legittimità, rimettendo alle opposizioni e alla relazione del professionista il controllo di merito sull'accordo medesimo: in quest'ottica, i sostenitori di questa impostazione teorica ritengono, infatti, che il legislatore avrebbe ritenuto di sollevare il Tribunale da tali incombenze, rinviando alla certificazione di un professionista l'analisi sostanziale degli accordi.

Qualora, invece, dovessero essere presentate opposizioni, il controllo giudiziale dovrebbe riguardare la verifica della proponibilità degli accordi medesimi.

Un secondo orientamento[162] sostiene, invece, che il controllo debba riguardare il merito del ricorso, verificandone i titoli sostanziali, in modo tale da accertare la sussistenza di tutti i requisiti di ragionevolezza, completezza e coerenza del piano medesimo, al fine di tutelare i creditori non aderenti all'accordo.

Qualora non dovessero essere omologati gli accordi *ex* art. 182 *bis,* il Tribunale competente non è tenuto a dichiarare il fallimento d'ufficio. Difatti, come ampiamente dibattuto, il testo dell'articolo in parola fa

---

[161] Un primo orientamento dottrinale e giurisprudenziale limita il potere dei giudizi al solo controllo di legittimità. In tal senso, si vedano i seguenti contributi: A. PEZZANO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis l.f.: un'occasione da non perdere*, op. cit., p 674 e ss.; L. GUGLIELMUCCI, *Diritto Fallimentare*, op. cit.; Tribunale di Roma, 7 luglio 2005; Tribunale di Bari, 21 novembre 2005 ed in particolare Tribunale di Roma 16 ottobre 2006, secondo cui gli accordi *ex* art. 182 *bis* hanno accresciuto l'autonomia privata, riducendo, in siffatto modo, il potere dei giudici, i quali devono solamente garantire il rispetto delle regole, risolvendo gli eventuali conflitti.

[162] La seconda corrente dottrinale e giurisprudenziale estende il controllo del giudice anche nel merito. Sul tema in questione, si vedano i seguenti contributi: G. PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in La riforma della legge fallimentare, a cura di S. AMBROSINI, Zanichelli, Bologna, 2006, p. 379 e ss.; V. VITALONE, *Al debutto gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Diritto e pratica del fallimento*, op. cit., p. 28 e ss.; A. CAIAFA, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: natura giuridica ed omologazione*, in *Diritto Fallimentare*, op. cit., p. 542 e ss.; P. VALENSISE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *La riforma della legge fallimentare*, a cura di A. NIGRO e M. SANDULLI, op. cit., p. 1081 e ss.; per la giurisprudenza, si veda: Tribunale di Milano, decr. 23 gennaio 2007.

riferimento in maniera chiara "*all'imprenditore in stato di crisi*"[163], stato che differisce, come anche ampiamente riconosciuto dalla giurisprudenza, da quello di insolvenza[164] che si realizza in presenza di una situazione di impotenza - strutturale e non solo transitoria - a soddisfare regolarmente e con mezzi normali le proprie obbligazioni, a seguito del venir meno delle condizioni di liquidità e di credito necessarie alla relativa attività.

4.6.8 L'iscrizione nel registro delle imprese

Con l'iscrizione nel registro delle imprese, l'accordo produrrà i propri effetti giuridici.

Prima dell'entrata in vigore del D. Lgs. 169/2007 che ha apportato alcuni correttivi all'istituto in questione, erano sorte alcune questioni riguardanti l'interpretazione della norma[165].

Secondo una parte della dottrina[166], l'iscrizione aveva, infatti, la funzione di costituire una sorta di condizione sospensiva alla produzione degli effetti giuridici, dal momento dell'omologazione. Una corrente dottrinale opposta aveva sostenuto, invece, che

---

[163] Intervenuta la riforma e abrogati gli artt.6, nella parte che prevedeva la dichiarazione di fallimento d'ufficio, ed 8, che contemplava la dichiarazione di fallimento d'ufficio in via incidentale, appare evidente che il decreto di rigetto della domanda giudiziale di omologazione dell'accordo non produce di per sé una declaratoria di fallimento, per ottenere la quale si deve invece attivare, *motu proprio*, una procedura fallimentare. Fermo restando il disposto dell'art. 7, comma prima, n. 2, per cui, qualora l'insolvenza risulta dalla segnalazione proveniente dal Tribunale adito per l'omologazione dell'accordo, il pubblico ministero deve assumere l'iniziativa per richiedere la dichiarazione di fallimento.

[164]Cfr. Cassazione, Sent. n. 18927/2004.

[165] Infatti, anteriormente al correttivo, l'iscrizione nel Registro delle imprese era stato collocato al quinto comma dell'articolo.

[166] Scrive Bonfatti: "Che l'accordo in quanto tale sia efficace, discende dalla circostanza che esso vincola le parti (…); e forse la norma intende affermare che gli impegni assunti con la sua conclusione sono subordinati alla condizione sospensiva del deposito dell'accordo stesso", in S. BONFATTI, *La promozione e la tutela delle procedure di composizione negoziale della crisi d'impresa nella riforma della legge fallimentare*, in www.judicium.it.

l'iscrizione presso il Registro delle imprese fosse efficace a prescindere dall'omologazione medesima, la quale prevede la possibilità di evitare, in caso di fallimento, la proposizione di azioni revocatorie[167].

In tal senso, l'omologazione avrebbe solamente lo scopo di garantire l'efficacia pattizia, rendendo irrevocabili i pagamenti e le eventuali garanzie concesse in esecuzione degli accordi medesimi, qualora non dovessero giungere a buon fine gli atti medesimi.

Al fine di superare i dubbi interpretativi, il Legislatore, con l'entrata in vigore del D. Lgs. 169/07, ha sancito la produzione degli effetti giuridici solamente dopo la sua iscrizione nel Registro delle imprese, sebbene, l'accordo stesso sia già concluso e perfezionato.

4.6.9 L'efficacia degli accordi di ristrutturazione

Come indicato al secondo comma dell'art. 182 *bis*, "*dalla data della pubblicazione e per sessanta giorni, i creditori per titolo e causa anteriore a tale data non possono iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore. Si applica l'art. 168 secondo comma*".[168]

---

[167] In tal senso si veda il seguente contributo: E. FRASCAROLI SANTE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182 bis l.f.), e gli effetti per i coobbligati e fideiussori del debitore*, in Dir. Fall., I, 2005 p. 849 e ss..

[168] Anche nel presente caso occorre evidenziare come la norma in esame sia stata modificata nell'arco temporale di circa due mesi. Nel testo dello schema del Decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri il 15 giugno 2007 e poi trasmesso alle Camere per i pareri di rito, il neo introdotto comma 1 *bis* stabiliva: «Con il ricorso il debitore può chiedere la protezione del proprio patrimonio da iniziative cautelari ed azioni esecutive di terzi estranei all'accordo. Il Tribunale, se ritiene che l'istanza sia funzionale all'attuazione dell'accordo e in particolare alla sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei, può stabilire, per un tempo non superiore a sessanta giorni dalla data di deposito del provvedimento, la sospensione delle azioni esecutive o cautelari già intraprese o da intraprendere. Il periodo della sospensione ordinata dal tribunale nei procedimenti cautelari in quello di cui all'art. 15 possono tuttavia essere compiute attività istruttorie». Si trattava, pertanto, di un effetto protettivo dalle azioni esecutive o cautelari che si sarebbe prodotto automaticamente, come diversamente è nella esenzione dalla revocatoria, ma che avrebbe richiesto una preventiva istanza dell'imprenditore sulla quale il Tribunale adito avrebbe deciso tenendo conto del rapporto di strumentalità tra la sospensione o inibizione delle azioni

La modifica del secondo comma del suindicato articolo ha avuto lo scopo di rendere immune l'imprenditore, per un periodo seppur limitato di soli sessanta giorni, da azioni cautelari ovvero esecutive, al fine di consentirgli di poter proseguire e concludere l'accordo senza la possibilità che vengano posti degli ostacoli durante la fase attuativa del patto medesimo.

Sebbene non esplicitamente riportato nell'articolo 182 *bis,* l'espressione usata dal Legislatore "*creditori per titolo e causa*" lascerebbe intendere che la sospensione delle iniziative sia rivolta anche ai creditori che non hanno sottoscritto l'accordo.

Infatti, qualora la norma avesse permesso l'eventuale proposizione di azioni esecutive o cautelari durante la fase di esecuzione del patto, l'imprenditore avrebbe potuto perdere la titolarità (e quindi la possibilità di disporre) di una parte del patrimonio necessario all'applicazione del Piano di ristrutturazione medesimo.

Altro aspetto piuttosto discusso consiste nell'applicazione degli artt. 135 e 184 L.F., i quali dispongono il diritto dei creditori di agire nei confronti dei coobbligati, dei fideiussori e coobbligati di regresso del debitore ammesso al Concordato, sia fallimentare che preventivo, per il soddisfacimento delle loro pretese.

Orbene, anche nel presente caso, appare piuttosto marcata la dicotomia interpretativa relativa alla natura giuridica del presente istituto. Infatti, nel caso in cui si voglia riconoscere agli accordi la natura di una forma meno rigida di Concordato preventivo, allora si potranno senza dubbio

---

esecutive e l'attuazione dell'accordo. Senonché, la decisione definitiva del legislatore è stata di attribuire all'imprenditore una protezione immediata che opera di diritto e non più in subordine al preventivo accoglimento giudiziale dell'istanza di sospensione.

applicare gli articoli 135 e 184 L.F.. Viceversa, nel caso di accoglimento della tesi negoziale degli accordi medesimi, i suindicati articoli non dovranno essere applicati[169].

Tuttavia, è stato riscontrato come le suindicate tesi siano giunte ad affermare l'opposto di quanto sostenuto inizialmente. Pertanto, non sarebbe privo di senso applicare l'art. 184 L.F. agli accordi secondo la tesi negoziale, mentre nella tesi concordataria, ne verrebbe affermata la non ammissibilità, poiché essendo già garantito, a norma di legge, il regolare pagamento ai creditori estranei, sarebbe ultroneo garantire anche il diritto di regresso.

La tutela degli obbligati di regresso, dei fideiussori terzi, ecc., è, poi, garantita dal diritto di opporsi contro la pubblicazione degli accordi medesimi.

Qualora gli accordi di ristrutturazione non dovessero giungere a compimento e l'imprenditore dovesse essere dichiarato fallito, occorrerà distinguere gli effetti giuridici che verranno a prodursi nei confronti dei crediti sorti durante l'esecuzione degli accordi medesimi da quelli dei crediti generatisi *ante* stipula dei patti medesimi.

I primi non verranno difatti considerati prededucibili, in ragione della mancanza del controllo giudiziale (autorizzazioni ovvero conferimento dell'incarico da parte del Tribunale medesimo) presente, invece, nel Concordato e nel fallimento.

Per quanto riguarda i debiti sorti anteriormente alla sottoscrizione e pubblicazione degli accordi, sebbene una parte della dottrina[170] abbia

---

[169] Per la tesi negoziale si veda il seguente contributo: E. FRASCAROLI SANTE, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182 bis l.f.), e gli effetti per i coobbligati e fideiussori del debitore*, op. cit. p. 849 e ss.; per la tesi concordataria, invece, si veda l'opera del seguente autore: A. COPPOLA, *L'accordo per la ristrutturazione dei debiti*, op. cit., p. 281 e ss..

sostenuto che l'esenzione da revocatoria sia rivolta esclusivamente ai pagamenti verso i creditori che hanno sottoscritto l'accordo e verso i terzi che hanno finanziato il piano medesimo (nel caso di specie i soci finanziatori, sebbene questi ultimi, ai sensi dell'art. 2467 C.C., dovranno restituire quanto rimborsato in ossequio al principio della postergazione dei crediti dei soci della società), l'interpretazione più convincente[171] consiste nell'evitare azioni revocatorie nei confronti di creditori non aderenti, poiché i pagamenti sarebbero, comunque, funzionali al piano medesimo (oltre ad attribuire la facoltà all'imprenditore di scegliere i creditori ai quali far fruire di tale beneficio).

Altro dubbio interpretativo riguarda i pagamenti effettuati nel periodo che intercorre tra la pubblicazione dell'accordo e l'omologazione.

Alcuni Autori[172] sostengono la non applicabilità della revocatoria in caso di mancata omologa dell'accordo medesimo, mentre la parte più consistente della dottrina[173] ribadisce che, acquistando gli accordi efficacia con la pubblicazione nel Registro delle imprese, nel caso di mancata omologa dei patti, si avrebbe un'efficacia retroattiva della

---

[170] In tal senso, si veda, tra tutti, il seguente contributo: C. PROTO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, op. cit., p. 129 e ss..

[171] Si veda, in tal senso: S. BONFATTI, *La promozione e la tutela delle procedure di composizione negoziale della crisi d'impresa nella riforma della legge fallimentare*, in www.judicium.it; G. PRESTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, I, 2006, p. 16 e ss.

[172] A. CAIAFA, *Nuovo Diritto delle Procedure Concorsuali*, op. cit. p. 585 e ss.; V. VITALONE, *Al debutto gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, op. cit., p. 28 e ss.; D. FINARDI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: nuovo strumento negoziale della crisi d'impresa*, relazione al Convegno, "*Competitività e sviluppo economico*", Verona, giugno 2005.

[173] S. AMBROSINI, *Gli Accordi di ristrutturazione dei debiti nella nuova legge fallimentare: prime riflessioni*, op. cit., p. 949 e ss.; M. FABIANI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: l'incerta via alla reorganization*, op. cit. p. 283 e ss.; A. COPPOLA, *L'accordo per la ristrutturazione dei debiti*, op. cit. p. 281 e ss.; L. GUALANO, D. VILLA, *Gli Accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis l.f.*, op. cit..

revocatoria dal momento della pubblicazione nel Registro delle imprese.

Infine, dubbia appare secondo la dottrina e la giuriprudenza la possibilità di estendere l'applicabilità della revocatoria anche ad atti esecutivi dell'accordo non posti in essere dal debitore.

E' stato sostenuto[174], comunque, che l'esenzione da azioni revocatorie troverebbe la propria ragion d'essere solamente qualora venisse individuato un legame strumentale tra l'accordo medesimo e l'atto posto in essere.

[174] Sul tema in questione, si veda il seguente contributo: M. FERRO, *Art. 182 bis, la nuova ristrutturazione dei debiti*, op. cit. p. 48 e ss.

5 GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

5.1 *I rapporti tra il Concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione*

I piani concordatari predisposti dall'imprenditore o dagli amministratori di una società in crisi rientrano nel contesto del Concordato preventivo presentato al Tribunale fallimentare.

Successivamente all'ammissione alla procedura concorsuale da parte dell'autorità giudiziaria, i creditori potranno essere interpellati al fine di votare la decisione in merito all'approvazione del Concordato medesimo.

Obiettivo primario di tale Procedura concorsuale consiste nell'agevolare la continuazione dell'attività dell'impresa, mentre il fine – per così dire - intermedio è quello del soddisfacimento delle ragioni creditorie, da raggiungere mediante l'eliminazione dello squilibrio finanziario[175].

Pertanto, il piano ha lo scopo di sanare l'aspetto finanziario della crisi al fine di ripristinare la condizione di equilibrio finanziario.

Sebbene i profili del Concordato e degli accordi di ristrutturazione dei debiti potrebbero lasciar appalesare diversi elementi di omogeneità, occorre evidenziare che, da un punto di vista contenutistico, i piani

[175] L'intendimento immediato ed urgente è, dunque, il ripristino delle condizioni di equilibrio finanziario attraverso un piano che, ai sensi dell'art. 160 L.F., può prevedere interventi di ristrutturazione dei debiti ed altri provvedimenti per la soddisfazione dei crediti che sono individuati dalla norma nell'accollo dei debiti ed in altre operazioni straordinarie. Cfr. F. MARENGO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: profili economici, civilistici, fiscali e di responsabilità dei partecipanti all'intesa*, op. cit. p. 193 e ss..

strumentali all'esecuzione della procedura concorsuale possono prevedere diverse modalità di esecuzione, anche mediante l'ausilio di dismissioni di *asset*, a differenza degli accordi di ristrutturazione i quali hanno come oggetto solo la ristrutturazione dei debiti.

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182 *bis* potrebbero costituire proprio una delle varie modalità di attuazione del Concordato preventivo potendo prevedere, i piani di risanamento concordatari, atti di dismissione, ricerca di nuovi capitali nonché atti di rinegoziazione dei debiti.

Pertanto[176], l'eventualità di ricomprendere nel piano concordatario tale nuovo istituto (come elemento eventuale all'esecuzione del processo di risanamento) potrebbe offrire ai creditori ulteriori garanzie di fattibilità di esecuzione dell'intesa, oltre ad una maggiore protezione nei confronti dei creditori dissenzienti: un soggetto munito di una qualsiasi forma di privilegio, nel caso del Concordato potrebbe difatti perdere i propri titoli preferenziali, mentre, in presenza di un accordo di ristrutturazione dei debiti, per il creditore non aderente

[176] L'art. 160, comma 2, L.F. sancisce, infatti, la possibilità che "i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purchè 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)". Pertanto, con riguardo alla possibilità di dividere i creditori in classi, questa è riconosciuta allo scopo di semplificare le trattative tra il debitore ed i creditori in vista di una preventiva adesione al piano e alla formazione delle maggioranze in sede di votazione. Resta fermo, comunque, il principio della *par condicio creditorum* all'interno delle classi, non potendosi applicare completamente tra le classi medesime. Tale impostazione si basa su due criteri esattamente individuati dalla norma, vale a dire l'identità di posizione giuridica e l'omogeneità degli interessi economici.

all'accordo è previsto l'integrale pagamento del debito da parte dell'imprenditore[177].

5.2 *I rapporti tra l'Amministrazione straordinaria e gli accordi di ristrutturazione*

Come per il Concordato preventivo, gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182 *bis* potrebbero essere applicati anche nel caso in cui un'impresa dovesse essere sottoposta alla Procedura di Amministrazione straordinaria ai sensi del D. Lgs. 270/99.

Come recita, per l'appunto, l'art. 1 del disposto normativo, detta Procedura, riguardante le grandi imprese insolventi, persegue finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione ovvero riconversione delle attività imprenditoriali.

In base all'art. 27, l'equilibrio economico e finanziario dell'impresa può realizzarsi mediante la cessione dei complessi aziendali ovvero tramite la ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa, sulla base di un programma di risanamento di durata non superiore a due anni.

Rispetto al Concordato preventivo, la Procedura di Amministrazione straordinaria è stata introdotta dal legislatore con lo scopo di salvare

[177] La dottrina prevalente ha criticato tale impostazione in ragione dell'autonomia degli accordi rispetto al Concordato, in base alla quale già nel contenuto del Titolo III "Del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione", il legislatore ha voluto esplicitamente puntualizzare la separazione tra i due istituti. In tale ottica, non si discute l'autonomia del Concordato e degli accordi di ristrutturazione, bensì la possibilità di poter considerare il secondo istituto come una delle possibili soluzioni di intervento del Concordato. Si veda, in tal senso, P. VALENSISE, (a cura di A. NIGRO e M. SANDULLI), *Accordi di ristrutturazione dei debiti*, in La Riforma del Diritto Fallimentare, Giappichelli, Torino, 2006; M. FERRO, *Art. 182 bis, la nuova ristrutturazione dei debiti*, in Il Nuovo diritto…delle Società di capitali, 12, 2005, in Giurisprudenza Trib. di Roma, 16.10.2006.

le grandi imprese in stato di insolvenza che possiedono una serie di prospettive concrete di ripristino della solvibilità.

Pertanto, l'obiettivo è quello di rimuovere sia le cause che gli effetti della crisi entro un termine di due anni.

Il Programma di risanamento attuabile, ai sensi dell'art. 56 del D. Lgs. 270/99, può prevedere diverse modalità di intervento al fine di ripristinare l'equilibrio economico e finanziario dell'impresa.

Infatti, qualora fosse adottato l'indirizzo della ristrutturazione dell'impresa, il programma di risanamento potrebbe indicare le modalità di soddisfazione dei creditori anche mediante la modifica convenzionale delle scadenze dei debiti.

Pertanto, appare verosimile sostenere la possibilità di poter adottare, anche nel caso di Amministrazione straordinaria, gli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182 *bis* L.F..

Inoltre, nel caso di specie, la bontà della conclusione di tali accordi troverebbe una garanzia nella terzietà del Commissario straordinario nonché nella vigilanza a cui verrebbe sottoposta l'impresa assoggettata alla Procedura di Amministrazione straordinaria da parte dell'autorità ministeriale.

6 I PIANI ATTESTATI DI RISANAMENTO E GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE NELLA PRATICA PROFESSIONALE: IL CASO PININFARINA

Nel presente paragrafo verrà illustrato l'Accordo Quadro sottoscritto dal Gruppo Pininfarina, azienda di *design leader* mondiale, il quale versa in uno stato di crisi economica e finanziaria.

Nella relazione trimestrale al 30.09.2008[178], il *management* societario ha evidenziato come il deterioramento delle condizioni macroeconomiche globali e, in particolare, del mercato delle auto, ha determinato la necessità, per il Consiglio di Amministrazione, di riaggiornare il piano industriale e finanziario approvato nel mese di marzo del 2008.

Alla fine di ottobre del 2008, le linee guida di tale piano sono state riadeguate dal *management* alle mutate condizioni ambientali, recependo alcuni significativi cambiamenti intervenuti nel contesto economico e finanziario mondiale.

Le commesse inizialmente previste per il periodo 2008-2011 sono state difatti ridotte di circa il 50% rispetto al *business plan* originario, con un impatto negativo sia per i dipendenti che per la gestione dei flussi di cassa.

Il Gruppo Pininfarina ha poi provveduto, a seguito di una forte contrazione nella richiesta di attività di servizi di ingegneria, a cedere due società, prevedendo, in siffatto modo, una progressiva uscita da quel determinato settore di mercato.

[178] I presenti dati ed i dettagli degli accordi di risanamento dei debiti sono stati tratti dal sito ufficiale del Gruppo Pininfarina, www.pininfarina.it.

Inoltre, a seguito dell'interesse mostrato dal mercato nei confronti delle auto elettriche, il Gruppo si è impegnato attivamente, mediante una *partnership* con il Gruppo Bollorè, nella realizzazione di elettriche questa innovativa tipologia di prodotti.

L'aggiornamento del piano industriale ha, dunque, modificato in maniera sostanziale anche le previsioni finanziarie del Gruppo, comportando una serie di effetti negativi sia nel breve che nel medio/lungo termine.

Nel breve periodo, la forte riduzione di vetture e la crisi economica mondiale determineranno la necessità per il Gruppo di effettuare, a seguito della necessaria applicazione dell'*impairment test* ai sensi dello IAS 36, forti svalutazioni di *asset* e di crediti finanziari. Di talchè, il *management* ha previsto anche un forte peggioramento di tutti gli indicatori economici e patrimoniali del Gruppo medesimo.

Nel medio/lungo termine poi, i flussi finanziari generati non consentiranno più il completo adempimento delle obbligazioni assunte verso gli istituti di credito e previste nel piano finanziario approvato nel mese di marzo del 2008.

Confrontando i dati di bilancio relativi agli ultimi tre esercizi, è emerso inoltre come il patrimonio netto del Gruppo abbia subito una cospicua riduzione (circa 142 milioni di €), passando dai 155 milioni di € del 2006[179] ai 12,6 milioni di € del 2008.

[179] Come illustrato nel bilancio di esercizio al 31.12.2007, la perdita rilevata nel corso dell'esercizio 2007 era dovuta sia a risultati economici negativi della gestione sia a svalutazioni a seguito di *impairment test* effettuato sul valore dei crediti finanziari e degli *asset* specifici di produzione, iscritti in bilancio negli esercizi precedenti a valori di presunto realizzo o di completo ammortamento in base all'aggiornamento dei volumi ipotizzati fino a conclusione delle produzioni.

Contestualmente, i debiti finanziari correnti hanno subito, dal 2006 al 2008, un incremento di poco meno di € 400 milioni, passando da € 157 a 551 milioni di €.

La seguente tabella pone a confronto i dati relativi al passivo consolidato del Gruppo.

Gruppo Pininfarina Stato Patrimoniale Consolidato – Passivo (importi in €)			
Dati	**30/09/2008**	**31/12/2007**	**31/12/2006**
Azioni ordinarie	9.301.042	9.301.042	9.288.847
Sovrapprezzo azioni	26.843.769	34.652.765	34.604.184
Riserva azioni proprie	175.698	12.000.000	12.000.000
Riserva legale	2.231.389	2.231.389	2.231.389
Riserva per *stock options*	0	2.232.280	2.232.280
Riserva di conversione	-1.516.466	-133.198	1.506.737
Altre riserve	7.873.265	82.251.468	103.152.036
Utili (perdite) portate a nuovo	-7.321.866	10.959.948	11.945.400
Utili (perdite) dell'esercizio	-24.898.134	-114.525.048	-21.883.216
Totale patrimonio netto	**12.688.697**	**38.970.646**	**155.077.657**
Debiti finanziari non correnti	**37.329.443**	**228.602.431**	**392.170.705**
Passività *leasing* finanziario	0	156.290.028	282.273.753
Altri debiti finanziari	37.329.443	72.312.403	109.896.952
Imposte differite	2.512.103	3.255.954	18.083.673
TFR	23.618.960	25.616.906	30.912.023
Totale passività non correnti	**63.460.506**	**257.475.291**	**441.166.401**
Debiti finanziari correnti	551.571.672	382.032.482	158.756.819
Debiti per scoperti bancari	30.328.707	58.429.837	31.331.116
Passività *leasing* finanziario	349.657.950	193.355.300	74.000.953
Prestiti obbligazionari ed altri debiti finanziari	171.585.015	130.247.345	53.424.750
Altri debiti	22.010.297	21.573.456	24.955.282
Debiti verso fornitori	154.165.205	161.554.656	167.764.794
Fondo imposte correnti	2.157.046	1.197.751	1.674.522
Fondo per altre passività	12.789.541	6.838.667	8.211.041
Altre passività	1.964.771	6.732.444	7.432.277
Passività correlate ad attività Destinate ad essere cedute	9.286.101	0	0
Totale passività correnti	**753.944.633**	**579.929.456**	**368.794.735**
Totale patrimonio netto e passività	**830.093.836**	**876.375.394**	**965.038.793**

Infine, in aggiunta a quanto appena illustrato, la posizione finanziaria netta del Gruppo ha subito un ulteriore deterioramento di circa € 38,9 milioni, nell'arco di due mesi, come indicato nella sotto indicata tabella.

Gruppo Pininfarina Posizione finanziaria netta (importi in €/milioni)		
Dati	**30/11/2008**	**30/09/2008**
Cassa e disponibilità liquide	70,60	112,20
Attività correnti possedute per negoziazione	58,40	50,60
Finanziamenti e crediti correnti	36,90	42,00
Crediti finanziari verso parti collegate e *joint ventures*	17,90	17,90
Debiti correnti per scoperti bancari	-39,00	-29,70
Passività *leasing* finanziario a breve	-349,70	-349,70
Debiti finanziari verso parti collegate e *joint ventures*	-0,80	-1,10
Debiti a medio-lungo termine verso banche quota a breve	-171,60	-171,60
Indebitamento netto a breve temine	**-377,30**	**-329,90**
Finanziamenti e crediti a medio lungo verso terzi	95,50	90,00
Finanziamenti e crediti a medio lungo termine verso collegate e *joint ventures*	89,50	85,90
Debiti a medio lungo termine verso banche	-36,60	-36,60
Debiti finanziari a m/l termine	**148,80**	**139,30**
Posizione finanziaria netta	**-228,80**	**-190,00**

In particolare, l'ingente esposizione debitoria, pari a € 597,7 milioni, riguardava, per il 96% circa, debiti verso istituti di credito a breve e, per il restante 4% circa, debiti a medio/lungo termine.

Preso atto della situazione ora illustrata, il *management* societario ha intrapreso delle trattative con gli istituti bancari, rappresentanti circa il 99,7% dell'intera esposizione debitoria societaria, al fine di addivenire ad una soluzione negoziale della crisi, agevolando, da una parte, il rilancio dell'azienda e, contestualmente, cercando di garantire il soddisfacimento, anche se solo in maniera parziale, dei debiti.

In tale ottica, in data 31.12.2008, veniva sottoscritto un "Accordo Quadro" con gli istituti bancari, comprensivo di altri atti negoziali ad esso collegati, tra i quali il Piano di riscadenzamento dell'esposizione debitoria.

Analizzando nel dettaglio l'accordo in parola, si può evidenziare come l'obiettivo di tale piano consista nella possibilità di ripatrimonializzazione della Società e di rimodulazione dei debiti, da attuarsi in due fasi.

Nella prima, denominata "Fase I", gli istituti finanziatori che hanno concesso al Gruppo finanziamenti a medio-lungo termine e *leasing*, cederanno *pro soluto* a Pincar (azionista di maggioranza di Pininfarina) parte dei loro crediti verso l'Azienda, per un importo complessivo pari a € 180 milioni, verso un corrispettivo di € 1.

Contestualmente, Pincar rinuncerà integralmente ai crediti acquistati dalle banche nei confronti di Pininfarina, nel momento immediatamente successivo a tale cessione, impegnandosi, altresì, a cedere l'intera partecipazione detenuta in Pininfarina (complessivamente pari al 50,6% del capitale sociale), selezionando tre

primarie banche d'affari[180]. Gli istituti creditori stabiliranno quale, tra queste, dovrà essere scelta da Pincar per il conferimento del mandato a vendere tale partecipazione mediante trattativa privata. Nel caso di effettiva cessione del pacchetto azionario, verrà corrisposta un'integrazione del corrispettivo versato per la cessione dei crediti, in misura pari al minore tra l'importo di € 180 milioni, maggiorato di un determinato tasso di interesse annuo, ed il prezzo effettivamente ottenuto dalla vendita delle azioni Pininfarina di proprietà di Pincar, al netto di ogni imposizione fiscale e di ogni ulteriore onere connesso alla medesima alienazione.

Subordinatamente all'effettuazione di tutte le attività previste in relazione alla "Fase I" e al verificarsi di alcune condizioni sospensive (tra cui la relazione del professionista ex art. 67, comma 3 lett. d)[181], Pininfarina e tutti gli istituti finanziatori sottoscriveranno l'accordo di riscadenzamento dei debiti[182].

---

[180] Le banche dovranno essere diverse e indipendenti dalle banche creditrici, da Pincar, dai soci di Pincar, da Pininfarina e/o dalle società affiliate degli stessi soggetti.

[181] Come riportato nell'Accordo Quadro, l'attuazione della "Fase I" è condizionata, fra l'altro: al completamento, con esito soddisfacente per gli istituti finanziatori, di una *due diligence* relativa a Pincar, principalmente volta a verificare che la Società non detenga partecipazioni diverse dalle azioni Pininfarina e non abbia passività, attuali o potenziali, significative; all'ottenimento di un'attestazione, relativa a Pininfarina, ai sensi dell'art. 67, comma 3, lett. d), l.f. circa l'idoneità del piano industriale e finanziario di Pininfarina a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria ed il riequilibrio della situazione finanziaria della stessa Pininfarina da rilasciarsi da un esperto indipendente; alla mancata effettuazione da parte della Società, di Pincar e/o dei Soci della Società medesima di atti che, nei loro aspetti sostanziali, siano incompatibili con quanto previsto nel piano industriale e finanziario o che ne possano pregiudicare l'attuazione.

[182] Pincar costituirà in pegno azioni Pininfarina di sua proprietà pari al 49,46% del capitale sociale (il residuo 1,14%, attualmente in pegno, verrebbe costituito in pegno a favore delle Banche Creditrici entro il 28 febbraio 2009) a garanzia delle obbligazioni a suo carico previste in relazione alla cessione dei crediti da perfezionarsi nella "Fase I" all'eventuale cessione dei crediti da effettuare nella "Fase II" e dall'accordo di riscadenzamento e siano costituite in pegno azioni di Pincar pari al 99,9% del capitale sociale a garanzia delle medesime obbligazioni; in entrambi i casi, il relativo contratto di pegno prevede che il diritto di voto resti in capo ai costituenti, fatta salva la facoltà delle Banche Creditrici di esercitare il diritto di voto nel caso in cui si verifichi un *event of default*.

In tale ottica, verrà data attuazione alla seconda parte del Piano, denominata "Fase II", in cui è prevista la sottoscrizione di un accordo di ristrutturazione dei debiti *ex* art. 182 *bis* l.f. e la cessione del marchio "Pininfarina" e dei *brand* appartenenti a Pininfarina Extra S.r.l. ad una società interamente partecipata dalle banche creditrici, ad un prezzo pari al valore dei marchi stimati da un Perito indipendente[183]. A tal fine, entro la fine del mese di febbraio del 2008, la Società dovrebbe predisporre la documentazione prevista dall'art. 182 *bis* L.F. e dalla normativa applicabile e presentare al Tribunale di Torino l'istanza di omologazione dell'accordo di ristrutturazione ex Art. 182 *bis*[184].

L'attuazione della "Fase II" è, comunque, condizionata, nel solo caso in cui si proceda alla cessione dei marchi, al passaggio in giudicato del

---

[183] Nell'ambito di tale accordo di ristrutturazione ex art. 182 *bis*, è previsto, inoltre, il pagamento del prezzo della cessione dei marchi da parte della Società interamente partecipata dagli istituti creditori, tramite accollo liberatorio di un corrispondente ammontare dei crediti vantati dalle banche creditrici nei confronti della Società; la concessione dell'uso dei marchi in esclusiva alla Società e/o a società controllate dalla Società verso pagamento di *royalties*, da determinarsi in coerenza con il valore dei marchi; la concessione da parte dell'Azienda posseduta dalle Banche creditrici alla Società di un'opzione avente ad oggetto il diritto a riacquistare e/o far acquistare a società controllate dalla Società i marchi ad un prezzo pari al *fair value* degli stessi alla data di tale acquisto.

[184] Solamente dopo l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione ex art. 182 *bis*, sarebbero perfezionati o, a seconda dei casi diverrebbero efficaci, tutti gli atti previsti dai patti sottoscritti, così illustrati: qualora il valore attribuito ai marchi e, quindi, il prezzo di cessione degli stessi, fosse inferiore ad euro 70 milioni, le banche creditrici cederebbero, eventualmente in varie soluzioni, pro soluto a Pincar parte dei loro crediti, fino ad un importo complessivo massimo pari alla differenza tra euro 70 milioni e il valore attribuito dal Perito ai marchi, verso un corrispettivo pari al valore nominale dei crediti ceduti, parzialmente rinunciabile dalle banche creditrici al verificarsi di determinati eventi, fermo restando che, nel solo caso in cui la partecipazione detenuta da Pincar in Pininfarina venga effettivamente ceduta, Pincar dovrà corrispondere alle Banche creditrici un importo pari al minore tra l'importo nominale dei crediti ceduti, maggiorato di un determinato tasso di interesse annuo, e il prezzo effettivamente ottenuto dalla alienazione delle azioni Pininfarina di proprietà di Pincar, al netto di ogni imposizione fiscale e di ogni ulteriore onere connesso alla medesima alienazione. Contestualmente alla cessione dei crediti, Pincar effettuerebbe un versamento in conto futuro aumento capitale a Pininfarina mediante rinuncia ai crediti acquistati dalle banche creditrici per un importo che consenta a Pincar di sottoscrivere la quota di pertinenza (50,6%) dell'aumento di capitale in opzione; successivamente, Pincar effettuerebbe un versamento in conto futuro aumento capitale di importo necessario per sottoscrivere l'eventuale parte inoptata di tale aumento di capitale che Pincar si dovrebbe impegnare a garantire.

decreto di omologazione dell'accordo di ristrutturazione *ex* art. 182 *bis* entro e non oltre il 30 giugno 2009[185].

Il nuovo piano industriale predisposto dalla Società, riveduto a seguito della sottoscrizione dell'accordo, punta alla piena valorizzazione del *business* dell'auto elettrica e al rafforzamento dei servizi di stile ed ingegneria, in virtù della progressiva contrazione del mercato del *Contract Vehicle Manufacturing*.

Il nuovo piano industriale illustra, nel dettaglio, che i volumi produttivi presenteranno una contrazione dal 2009 al 2011, per crescere, successivamente, nel periodo 2012 – 2017, in virtù del lancio dell'auto elettrica. A tal proposito Pininfarina prevede che l'avvio delle produzioni di questa tipologia di auto avvenga nel corso del 2010 mediante il lancio di "programmi pilota", mentre nel 2011 inizieranno le produzioni su scala industriale.

Al fine di supportare il programma di ristrutturazione, Pininfarina sta conducendo trattative volte alla dismissione delle attività francesi collegate a Matra, con un incasso, entro la fine del 2009, di circa € 18 milioni.

La sottoscrizione dell'Accordo Quadro consentirà a Pininfarina di ottenere sufficienti risorse liquide necessarie all'adempimento di tutte le sue obbligazioni.

Da un punto di vista economico e patrimoniale, il presente atto, sottoscritto il 31.12.2008, ha consentito di generare una sopravvenienza

[185] In caso di mancato perfezionamento della Fase II entro tale termine, ovvero in caso di rigetto, con provvedimento passato in giudicato, dell'omologazione dell'accordo di ristrutturazione ex Art. 182-bis, l'Accordo Quadro si risolverebbe, fermi restando gli effetti della Fase I e restando inteso che, una volta effettuata l'eventuale rinuncia ai crediti, non sarà più possibile far venir meno gli effetti della stessa.

attiva, pari a € 180 milioni (relativo alla rinuncia dei crediti vantati da Pincar), mantenendo, in siffatto modo, inalterata la consistenza del capitale sociale.

Tutti gli istituti di credito hanno sottoscritto l'accordo, ad eccezione di Fortis Bank, che attualmente ha in essere un finanziamento a medio - lungo termine di € 41,9 milioni e che in data 25 giugno 2008 ha raggiunto un accordo bilaterale con la Società per il riscadenzamento delle sue linee di credito.

I principali termini e condizioni dell'accordo di ristrutturazione *ex* art. 182 *bis* L.F. dei debiti riguardano le modalità di rimborso dei debiti finanziari: in particolare, i *leasing* ed i finanziamenti a medio - lungo termine saranno rimborsati a partire dal 2013[186], con scadenza finale indicata al 2014, per i *leasing*, e 2015 per i finanziamenti a medio - lungo termine.

E' previsto, inoltre, che la Società effettui rimborsi anticipati obbligatori mediante l'utilizzo di incassi relativi alla disposizione dei cespiti, la destinazione del 75% dei *cash flow* eventualmente registrati dalla Società negli esercizi 2009, 2010, 2011 e 2012 e la destinazione del 40% dei flussi di cassa eventualmente registrati dalla Società a partire dall'esercizio 2013.

Inoltre, entro il 2 marzo 2009, dovranno essere rimborsati circa € 12 milioni di finanziamenti a medio - lungo termine e di circa € 25 milioni di *leasing* attraverso l'utilizzo della cassa disponibile: entro il 2 marzo 2010 verranno effettuati ulteriori rimborsi di pari importo.

---

[186] Ovvero nel 2012, nel caso in cui la Fase II sia eseguita tramite un'ulteriore cessione di crediti *pro soluto*.

Ai sensi dell'accordo ristrutturazione dei debiti, gli interessi sui *leasing* e sui finanziamenti a medio - lungo termine maturerebbero solamente a far data dal 2012.

Analizzando il caso appena trattato e descrivendo i possibili contenuti concreti degli accordi di salvataggio, è emerso come gli stessi abbiano il fine, condiviso dalle parti, di agevolare il rilancio dell'impresa.

Remissione parziale del debito, cessione delle quote di partecipazione e di eventuali *asset*, connessi anche alla possibilità di ridurre eventuali esposizioni finanziarie a breve, sono alcuni dei rimedi possibili a porre fine alla crisi aziendale.

7 CONCLUSIONI

Nel corso degli ultimi venti anni si è osservato come le Procedure concorsuali non abbiano raggiunto quei risultati che il legislatore del '42 si era inizialmente prefissato.

Infatti, l'ispirazione severa della vecchia legge fallimentare era stata accentuata dagli orientamenti interpretativi giurisprudenziali, i quali sostenevano, da un lato, il perseguimento dell'interesse pubblicistico delle Procedure e, dall'altro, il soddisfacimento dei creditori.

Inoltre, l'idea tradizionale della legge fallimentare, ancora fortemente radicata all'inizio del ventesimo secolo, seppure in misura minore rispetto ai precedenti periodi storici, era rappresentata dalla necessità di procedere, tendenzialmente, all'eliminazione dell'impresa insolvente dal sistema produttivo[187].

Oltre tutto, come già evidenziato, è stato riscontrato che, nella maggior parte delle Procedure, i costi di gestione tendevano ad erodere il già esiguo attivo realizzato, provocando ulteriori danni al ceto creditorio.

Pertanto, il legislatore, oltre a rivisitare l'istituto del fallimento, modificandone la filosofia di fondo[188], ha ritenuto opportuno rivisitare la normativa in questione, approvando, nel corso del 2005, la nuova legge fallimentare (modificata, prima, con il D. Lgs. 5/2006 e poi con il

---

[187] In particolare si veda: GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1980, p. 50 e ss.; COTTINO (BONFANTE), *L'imprenditore*, in *Trattato di diritto commerciale*, I, Cedam, Padova, 2001, p. 220.

[188] Affidandone importanti modalità di realizzazione non più alle sole determinazioni dell'autorità giudiziaria, ma anche alla valutazione di convenienza dei creditori.

D. Lgs. 169/2007) ed inserendovi due nuove fattispecie: i Piani attestati di risanamento e gli accordi di ristrutturazione.

Nell'ambito della disciplina delle soluzioni concordate della crisi d'impresa, le suindicate soluzioni negoziali dovrebbero costituire un primo livello di composizione, regolando una crisi transitoria che può essere superata con un programma di ristrutturazione predisposto dallo stesso imprenditore in difficoltà, senza alcun intervento dell'autorità giudiziaria (nel caso dei piani attestati di risanamento) ovvero mediante un mero controllo di legittimità da parte del Tribunale (nel caso degli accordi di ristrutturazione dei debiti).

Quanto appena esposto consente di ravvisare una volontà di tipizzazione di una figura prima solamente standardizzata.

In particolare, l'art. 182 *bis* dovrebbe dimostrare che gli accordi di ristrutturazione regolamentati perseguono interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico e che, pertanto, non vi è più ragione di dubitare che sia lecito tentare di evitare, mediante un componimento di tipo privatistico, l'apertura di una procedura concorsuale giudiziale[189].

Orbene, prevedendo gli accordi di ristrutturazione un patto tra il debitore ed uno o più creditori rappresentanti almeno il 60% dei crediti, le banche assumeranno un ruolo fondamentale al buon esito degli accordi medesimi, essendo quest'ultime i principali soggetti creditori delle imprese[190].

---

[189] Cfr. FERRO, *I nuovi strumenti di regolazione negoziale dell'insolvenza e la tutela giudiziaria delle intese fra debitore e creditori: storia italiana della timidezza competitiva*, in Fallimento e altre procedure concorsuali, n. 5, 2005, p. 595.

[190] Scrive Danovi: "La centralità degli istituti di credito nelle soluzioni della crisi è attestata anche dall'evidenza empirica dei casi italiani degli anni'90, oltre che dalla cronaca degli ultimi tempi (si pensi al caso Fiat e Cirio solo per citare gli esempi più noti). Si è detto che il

Pertanto, saranno in via principale le banche ad affrontare il problema della crisi e dell'eventuale insolvenza delle imprese, dovendo scegliere tra il fallimento (con l'eventualità di recuperare una parte molto esigua del proprio credito, in particolare se non assistito da una qualsivoglia forma di garanzia) ovvero la possibilità di un accordo di ristrutturazione dei debiti che consenta di poter recuperare una parte sicuramente maggiore del credito.

In quest'ottica, l'"Accordo Quadro" sottoscritto tra il Gruppo Pininfarina e gli istituti di credito costituisce un esempio di quanto appena esposto; infatti, la soluzione negoziale sottoscritta tra le banche ed il *management* societario dovrebbe consentire di superare la profonda crisi che ha investito la Società, mediante un piano di sviluppo adeguato, legato anche ad una parziale dismissione di alcuni *asset* e ad un accordo di riscadenzamento del debito stesso.[191]

Tuttavia, è evidente come le soluzioni negoziali debbano necessariamente essere supportate da un adeguato piano industriale che consenta di mettere in evidenza le effettive prospettive di continuità aziendale.

Infatti, qualora non dovessero sussistere i requisiti di *going concern,* gli accordi di ristrutturazione dei debiti comporterebbero un inutile prolungamento della vita aziendale senza, però, apportare alcun beneficio né all'impresa, in termini di rilancio, né a tutto il ceto creditorio.

---

sistema avrebbe, solo nei primi '90, ristrutturato debiti per svariati miliardi euro", A. DANOVI in *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, op. cit. p. 242 e ss..

[191] In tale ottica, nella valutazione costi – benefici, le banche hanno ritenuto che un'eventuale procedura concorsuale avrebbe comportato la possibilità di veder sfumata una gran parte delle risorse concesse a Pininfarina a titolo di finanziamenti.

Un'ultima notazione, infine, in merito all'incertezza dei riflessi che avrà, nella pratica, l'introduzione di queste due nuove fattispecie: è presumibile difatti ritenere, in ragione dell'assoluta novità di tali accordi, che i reali effetti e i benefici, per le imprese e i creditori, saranno, di fatto rilevabili solo in futuro.

BIBLIOGRAFIA

- E. I. ALTMAN, *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, in Journal of finance, 23.09.1968;
- E. I. ALTMAN, *Rivisiting credit scoring models,* in Basel 2 environment, 2002;
- A. AMADUZZI, *Contabilità e Bilancio per l'Inflazione*, in Bilancio di Esercizio e Amministrazione delle Imprese. Studi in Onore di Pietro Onida, Giuffrè, Milano, 1981;
- S. AMBROSINI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti,* in *Il nuovo diritto fallimentare,* a cura di A. JORIO, tomo II, Zanichelli, Torino, 2007;
- A. ARCARI, *Prevenire la crisi e gestire il turnaround nelle PMI attraverso le analisi economiche*, 2004/05, Università dell'Insubria, Facoltà di Economia;
- J. ARMOUR, S. F. DEAKIN, *Norms in private bankruptcy: the London Approach to the resolution of financial distress,* Sept. 2000, University of Cambridge ESRC Working paper n. 173;
- R. BARONTINI, *Costi del fallimento e gestione della crisi nelle procedure concorsuali,* in Caprio, 1997;
- G. BASILE, *Aziende in crisi: quali le casue?* in *Amministrazione e finanza,* 1998;
- P. BASTIA, *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali,* Giappichelli, Torino, 1996;
- A. BELACICCO, P. CUTILLO, *Principi e tecniche di ricerca operativa,* La Goliardica, Roma, 1980;
- M. BELCREDI, *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Vita e pensiero, Milano, 1995;
- U. BERTINI, *Gestione del'azienda nel fallimento, nell'amministrazione straordinaria e nella liquidazione coatta amministrativa: profili economici*, in Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 1, 1991;

- G. BERTOLI, *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Egea, Milano, 2000;
- G. BOCCUZZI, *I meccanismi di allerta e di prevenzione e le procedure stragiudiziali,* in Dir. Fall., I, 2005;
- G. BOCCUZZI, R. CERCONE, Tutela *dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimen*tare, in AA.VV., *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali*, Roma, Banca d'Italia, 1994;
- L. BOGGIO, *Gli Accordi di salvataggio delle imprese in crisi, ricostruzione di una disciplina,* Giuffrè, Milano, 2007;
- S. BONFATTI, P. F. CENSONI, *Manuale di Diritto Fallimentare,* Milano, 2005;
- G. BRUGGER, *La simulazione di Monte Carlo,* in *Trattato di Finanza Aziendale,* a cura di G. PIVATO, Angeli, Milano, 1987.
- G. BRUGGER, *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, in Finanza. Marketing e Produzione. n.1, 1989;
- G. BRUGGER, *Le Decisioni Finanziarie*, in G. PIVATO (a cura di) Trattato di Finanza Aziendale, Angeli, Milano, 1985;
- G. BRUGGER, *Gli interventi professionali nelle situazioni di crisi d'impresa,* in *Finanza, Marketing e Produzione,* n.2, 1984; ID, *I piani di risanamento nel quadro delle prospettive e dei vincoli dell'amministrazione controllata,* in M. CATTANEO *et al.,* 1986, pp 190-208;
- R.L. BRUMMET, E.G. FLAMHOLTZ, W.C. PYLE, *Human resources measurement – A challenge for accountants, in The accounting Review*, April 1968;
- A. CANZIANI, *Le circostanze della crisi nelle recenti esperienze delle imprese industriali italiane, in* M. CATTANEO, F. CESARINI, A. PROVASOLI, B. QUATRARO, (a cura di), *Crisi d'impresa ed amministrazione controllata,* Giuffrè, Milano, 1986;
- A. CAIAFA, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: natura giuridica ed omologazione,* in Dir. Fall., 2006, II;
- A. CAIAFA, *Nuovo diritto delle procedure concorsuali,* Cedam, Padova, 2006;

- C. CARAMIELLO, *L'azienda nella fase terminale*, Colombo Cursi, Pisa, 1968;
- E. CARATOZZOLO, *Le nuove modalità di intervento sulla crisi d'impresa. Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis l.f.,* in *Riforma fallimentare: lavori preparatori ed obiettivi,* (a cura di) M. VIETTI. F. MAROTTA, F. DI MARZIO, Itaedizioni, Torino, 2007;
- V. CODA, *Crisi d'impresa e comportamento direzionale*, in AA. VV., *Crisi di impresa e sistemi di direzione*, Milano, Etas Libri, 1977;
- V. CODA, *Dinamica delle valutazioni e degli indirizzi di gestione nella fase preliminare delle procedure concorsuali,* in A.A.V.V., *Gestione e alienazione dell'azienda nelle procedure concorsuali*, Atti del convegno S.I.S.C.O., del 17.11.1990, Giuffrè, Milano, 1991;
- V. CODA, *Crisi e risanamenti aziendali. Le tappe critiche dei processi di ristrutturazione aziendale di successo,* in *Sviluppo e Organizzazione,* n. 75, ora in *Saggi di memoria di Donatello Serrani,* Cedam, Padova, 1983;
- E. COMUZZI, *L'analisi degli squilibri finanziari d'impresa,* Giappichelli, Torino, 1995
- A. COPPOLA, *L'accordo per la ristrutturazione dei debiti,* in AA. VV., *Il nuovo concordato preventivo,* a cura di S. PACCHI, Ipsoa, 2005;
- A. COPPOLA, *Aspetti pratici dell'accordi per la ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis l.f. e prime soluzioni giurisprudenziali,* in www.ipsoa.it/ilfallimento, 2006;
- P. M. CORRE-BROLY, *Droit des enterprises en difficultè,* Sirey, Parigi, 2001;
- G. COTTINO, *L'Imprenditore,* in G. COTTINO, G. BONFANTE *Trattato di diritto commerciale,* I, Cedam, Padova, 2001;
- L D'ALESSIO, *Le aziende pubbliche. Management, programmazione, controllo*, vol. 1, Liguori, 2008;
- C. D'AMBROSIO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti,* in AA.VV., *Le nuove procedure concorsuali per la prevenzione e sistemazione della crisi di d'impresa,* Giuffrè, Milano, 2006;

- A. DANOVI, *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano,* Giuffrè, Milano, 2003;
- V. DE SENSI, *Spunti di riflessione sulla riforma della legge fallimentare secondo il disegno di legge delega governativo del 24.11.2000,* in Dir. Fall., I;
- J. G. EIDELMAN, "*Z-scores-A guide to failure prediction*", in The CPA journal online, 1995;
- M. FABIANI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: l'incerta via italiana alla reorganizationa,* in *Foro Italiano,* 2006, I;
- G. FERRERO, *Bilancio e Contabilità per l'inflazione,* Giuffrè, Milano, 1977;
- G. FERRERO, *Il Controllo finanziario nelle imprese. Strumenti di controllo e sintesi*, Giuffrè, Milano, 1984;
- M. FERRO – L. MANDRIOLI, *Il piano attestato di risanamento,* in *La legge fallimentare. Commentario teorico e pratico,* a cura di M. FERRO, Cedam, Padova, 2005;
- M. FERRO, *Il Piano attestato di risanamento,* in *Il fallimento,* 2005;
- M. FERRO, *I nuovi strumenti di regolazione negoziale dell'insolvenza e la tutela giudiziaria delle intese fra debitori e creditori: storia italiana della timidezza competitiva,* in *Fallimento e altre procedure concorsuali,* n. 5, 2005;
- M. FERRO, *Art. 182 bis, la nuova ristrutturazione dei debiti,* in *Il nuovo diritto…delle Società di capitali,* 12, 2005, in Giurisprudenza Trib. Roma, 16.10.2006;
- D. FINARDI, *Accordi di ristrutturazione dei debiti: nuovo strumento negoziale della crisi d'impresa,* relazione al Convegno "Competitività e sviluppo economico", giugno 2005;
- G. FORESTIERI, *Aspetti aziendali e finanziari della crisi d'impresa,* in D. Masciandaro e F. Riolo (a cura di), 1997;
- G. FORESTIERI, *Banche e risanamento delle imprese in crisi,* Egea, Milano, 1995;
- F. FORTE, *Principi di economia pubblica,* terza edizione, Giuffrè, Milano, 1993;

- J.R. FRANKS, W.N. TOROUS, *A comparison of the UK and Us. Bankruptcy Codes*, "journal of Applied Corporate Finance", 1993;
- J.R. FRANKS, W.N. TOROUS, *A comparaison of financial recontracting exchanges and chapter 11 reorganizations,* in *Journal fin. Ec.,* 1994;
- E. FRASCAROLI SANTI, *Crisi d'impresa e soluzioni stragiudiziali,* in *Trattato di Diritto Comm. Pubbl. econ.* a cura di F. GALGANO, XXXVII, Padova, 2005;
- E. GABRIELLI, *Autonomia privata ed accordi di ristrutturazione dei debiti,* in *Contratto, mercato e procedure concorsuali,* Giappichelli, Torino, 2006;
- O. GABROVEC MEI, *La diagnosi della crisi d'impresa,* in *Rivista dei Dottori Commercialisti,* n. 3, 1984;
- F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale,* Il Mulino, Bologna, 1980;
- G. GASPARONI, *Gli Accordi di ristrutturazione dei debiti,* in *Pratica fiscale e professionale,* 12, 2006;
- A, GILARDONI, A. DANOVI, *Cambiamento ristrutturazione e sviluppo dell'impresa,* Egea, Milano, 2000;
- V. GRECO, *Il trust quale strumento e prevenzione della crisi d'impresa nella riforma delle procedure concorsuali,* in *Trusts,* 3, 2007;
- M. R. GROSSI, *La riforma della legge fallimentare,* Giuffrè, Milano, 2006;
- M. R. GROSSI, *La riforma della legge fallimentare, sub art. 182, Accordi di ristrutturazione dei debiti,* Giuffrè, Milano, 2006;
- L. GUATRI, S. VICARI, *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti*, Egea, Milano, 1994;
- L. GUATRI, *All'origine delle crisi aziendali: cause reali e cause apparenti*, in Finanza Marketing e produzione, 1985, 3;
- L. GUATRI, *Tournaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, 1995;

- L. GUATRI, *Reddito e Capitale in Tempo d'Inflazione: Problemi di Misurazione*, in Scritti in Onore di Domenico Amodeo, Cedam, Padova, 1987;
- L. GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1986;
- L. GUATRI, *I piani di risanamento delle imprese: obiettivi e condizioni,* in *Finanza, Marketing & Produzione,* 4, 1983;
- L. GUALANO, D. VILLA, *Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis l.f.,* in *Il nuovo diritto delle società di capitali,* 2006;
- F. GUERRERA, *La procedura di composizione concordata della crisi nel progetto di legge delega: problemi e prospettive,* in Dir. Fall., I, 2004;
- G. GUGLIELMUCCI, *Diritto fallimentare,* Giappichelli, Torino, 2006;
- Y. GUYON, *Droit des affaires. Enterprises en diffucltè. Rendressement judiciaria. Faillitiè,* Parigi, 2003;
- R. HALL, *The Strategie Analysis or Intangible Resources*, in Strategie Management Journal, Febraury 1992;
- R.A. HAUGEN, L.W. SENBET, *The insignificance bankruptcy costs to the theory oJ optimal capital structure*, "Journal of finance", 1978 e 1988;
- R. H. HERMANSON, *Accounting for human assets,* in *Occasional Paper* n. 14, *Bureu of business and economic research, Graduate School,* Michigan State University, 1964;
- R. HOFFMAN, *Strategies for corporate turnaround: what do know obout them?*, in Journal of General Management, m. 3, 1989;
- H. ITAMI, *Le risorse invisibili*, Gea lsedi, Torino, 1988;
- L. JEANTET, *L'accordo di ristrutturazione dei debiti e la privatizzazione dell'insolvenza,* in *Giur. Comm.*, 01-02/2007;
- A. JORIO, *Soluzioni giudiziali, stragiudiziali e nuove regole,* in *Nuove regole sulla imminente riforma del Diritto Fallimentare,* in Fall., 2002;
- V. KENT, *The London approach,* in *journal int. bank. Law,* 1993;

- M. LACCHINI, *Modelli teorico – contabili e principi di redazione del bilancio,* Giappichelli, Torino, 1994;
- M. LACCHINI, *La valutazione del capitale nelle procedure concorsuali,* Cedam, Padova, 1998;
- B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi dell'impresa*, in *Giur. Comm.,* I, 2001;
- V. LENOCI, *Attestazione del piano e profili di responsabilità del professionista,* in *L'insolvenza dell'imprenditore e le procedure alternative al fallimento,* incontro studio organizzato dal Consiglio Superiore della Magistratura, Roma 5-7 novembre 2008;
- R. LIKERT, *The human organization: its management and value,* Mc Graw Hill, 1967;
- G. LO CASCIO, *Prime riflessioni sulla imminente riforma del diritto fallimentare,* in Fall, 4, 2003;
- G. LO CASCIO, *La procedura di composizione concordata della crisi,* in Fall. n. 8, 2004;
- G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo,* Giuffrè, Milano, 2007;
- G. LO CASCIO, *L'intervento correttivo ed integrativo del decreto legislativo 5/2006,* in *Fallimento,* n. 8, 2007;
- F. MARENGO, "*Accordi di ristrutturazione dei debiti, profili economici, civilistici, fiscali e di responsabilità dei partecipanti all'intesa*", Ita edizioni, Torino, 2008;
- M. MELCHIONNA, *Come risanare e rilanciare un'impresa industriale,* Giuffrè, Milano, 1995;
- A. NIGRO, *La crisi della piccola impresa tra liquidazione e risanamento,* in Fall. n. 9, 2003;
- A. OLIVA, *Privatizzazione dell'insolvenza: inquadramento giudico delle operazioni di ristrutturazione,* in Il Fallimento, n. 8/1999;
- P. ONIDA, *Economia d'Azienda,* Utet, Torino, 1971;
- G. ORICCHIO, *La stima dell'aleatorietà nelle valutazioni del capitale economico dell'impresa,* Giappichelli, Torino, 1994;
- M. ORLANDI, P. BAGAGLIO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti (art. 182 bis l.f.),* in *Fisco,* 10, 2006;

- P. PAJARDI, *Progetto di riforma del Diritto fallimentare* ,in *Manuale di diritto fallimentare,* Giuffrè, Milano, 1998;
- G. PANATI, G.M. GOLINELLI, *Tecnica industriale e commerciale. Imprese, strategia e management,* NIS, Roma, 1991;
- L. PANZANI, *La gestione stragiudiziale dell'insolvenza,* in *Il Fallimento,* n. 6/1997;
- M. PAOLONI, *Il problema del risanamento delle piccole imprese in crisi,* in Fall. 9, 2003;
- F. AF PETERSEN, .J. BJUSTROM. *Identifying and Analyzing Intangible Assets*. in M&A Europe, September-October 1991;
- G. PIROLA, L. OCCHETTA, *Procedure concorsuali, Gli accordi di ristrutturazione dei debiti,* in *Guida fiscale delle società – società di capitali,* 2006;
- P. PISONI, L. PUDDU, *Analisi di bilancio, casi ed esercizi*, Giappichelli, Torino, 1992;
- S. PODESTÀ, *La crisi d'impresa in Italia: efficacia e limiti delle forme d'intervento adottate, in Finanza, Marketing e Produzione*, n. l, 1984;
- G. PRESTI, *L'art. 182 bis al primo vaglio giurisprudenziale,* in *Fallimento,* n. 2, 2006;
- R. PRODI, G. GOBBA, *Per una ristrutturazione e conversione dell'industria italiana,* Il Mulino, Bologna, 1980;
- C. PROTO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti,* in *Fallimento,* 2, 2006;
- C. PROTO, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti, tutela dei soggetti coinvolti nella crisi d'impresa e ruolo del giudice,* in *Fallimento,* 2, 2007;
- C. PROTO, *Accordi di ristrutturazione dei debiti e tutela dei creditori,* in *La tutela dei diritti nella riforma fallimentare,* Scritti in onore di Lo Cascio (a cura di M. FABIANI E A. PATTI), Giuffrè, Milano, 2006;
- B. QUATRARO, *L'intervento del giudice e l'amministrazione controllata*, in D. Masciandaro, F. Riolo (a cura di) 1997;

- F. RANALLI, *Verso uno schema di analisi della redditività e della liquidità aziendale*, in Economia Aziendale, attività aziendale e processi produttivi, vol. I, (a cura di E. CAVALIERI), Giappichelli, Torino, 2000;
- A. REINS, *La prevention des defaillances des enterprises,* in *Rev. Jurn. Comm.*, n. 9, 2003;
- A. RENOLDI, *La valutazione dei beni immateriali, metodi e soluzioni,* Egea, 1992;
- A. RIPABELLI, *Il contributo della ragioneria nell'analisi dei dissesti aziendali*, Valsecchi, Firenze, 1950;
- M. ROMANO, *La valutazione di azienda o di rami di azienda nell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, in *Rivista dei dottori commercialisti,* n.2, 2002;
- V. ROPPO, *Profili strumentali e funzionali dei contratti di salvataggio (o di ristrutturazione dei debiti d'impresa),* in *Rivista di Diritto privato,* 2, 2002;
- G. ROSSI, *Crisi delle imprese: la soluzione stragiudiziale,* in *Riv. Soc.,* 1996;
- P. ROSSI, *Ristrutturazione del debito e ruolo delle banche nel risanamento delle imprese in crisi,* in *Banca, impresa, società,* n. 2, 1997;
- L. ROVELLI, *Il ruolo del trust nella composizione negazione dell'insolvenza, di cui all'art. 182 bis L.F.,* in Fall., 2007;
- D. SCHENDEL, G. PATTON, J. RIGGS, *Corporate turnaround strategies,* in Journal of General Management, m. 3, 1976;
- S. SCIARELLI, *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese,* Cedam, Padova, 1995;
- A. D. SCHWARTZ, *Contracting about bankruptcy,* in *Journal law ec. & org.*, 1997;
- F. SERAO, *Aspetti ed obiettivi della riforma,* in *Convegno su crisi d'impresa e riforma delle procedure concorsuali,* Roma, maggio 2005;
- L. SICCA, *Crisi aziendali e piani di risanamento. Aspetti pratici e prime idee per una sistemazione della materia,* in AA.VV., *Saggi di*

ragioneria e di economia aziendale. Scritti in onore di Domenico Amodeo, Cedam, Padova, 1986;

- L. SICCA, *Creazione di valore, conoscenza e gestione delle crisi aziendali, in Finanza, Marketing e Produzione,* n. 2, 1993;
- S. SLATTER, *Corporate recovery. A guide to turnaround management*, Penguin Book, London, 1994;
- L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in Riv. Soc., 2004;
- E. STASI, *I piani di risanamento e di ristrutturazione nella legge fallimentare,* in *Fallimento,* 2006;
- F. TATO', *Essere competitivi, le esperienze di due professionisti,* Baldini e Castaldi, Milano, 1995;
- M. TRACTENBERG, *Saving the ailing franchi sor: work outs and bankruptcies,* in *Franchise law journal,* 1992;
- R. TREQUATTRINI, *I metodi reddituali e finanziari*, in *La valutazione delle banche e degli enti finanziari,* a cura di M. LACCHINI E R. PICELLA, Bancaria Editrice, Roma, 1997;
- U. SOSTERO, P. FERRARESE, *Analisi di bilancio, strutture formali, indicatori e rendiconto finanziario*, Giuffrè, Milano, 2000
- P. VALENSISE, (a cura di M. NIGRO E M. SANDULLLI), *Accordi di ristrutturazione dei debiti,* in *La riforma del diritto fallimentare,* Giappichelli, Torino, 2006;
- C. VALLINI, *Equilibri, stati patologici e comportamenti di risanamento aziendali,* Tipografia Coppini, Firenze, 1984;
- C. VERGARA, *Disfunzioni e crisi aziendali*, Giuffrè, Milano, 1988;
- G. VERNA, *Gli accordi di ristrutturazione ex art. 182 bis legge fallimentare,* in *Diritto fallimentare*;
- S. VICARI, *"Invisible asset" e comportamento incrementale*, in Finanz.a, Marketing e Produzione, n L 1989;
- V. VITALONE, *Al debutto gli accordi di ristrutturazione dei debiti,* in *Diritto e pratica del fallimento,* n. 1, 2006;
- R. VIVALDI, *Soluzioni stragiudiziali ed intervento del Giudice,* in Fall., 9, 2003;

- M. VIETTI. F. MAROTTA, F. DI MARZIO (a cura di), *Riforma fallimentare: lavori preparatori e obiettivi,* Itaedizioni, Torino, 2007;
- C. H. WRUK, *Financial distress, reorganisation and organisational efficency,* in *Journal Fin. Ec.,* 1990;
- G. ZANDA, *La grande impresa,* Giuffrè, Milano, 1974;
- G. ZANDA, *Lineamenti di Economia Aziendale,* III edizione, Kappa, Roma, 2006;
- G. ZANDA, M. LACCHINI, *La stima del valore del "capitale umano" ai fini della valutazione d'azienda,* in *Rivista Italiana della Ragioneria ed Economia Aziendale,* n. 7-8, 1989;
- G. ZANDA, M. LACCHINI, *Le prime avvisaglie della crisi: strumenti di accertamento,* Relazione al convegno Cirgis su "Crisi di impresa: conflitti economici, aspetti solidaristici, problemi etici. Verso una riforma della Legge Fallimentare", Milano 23-24 giugno 1995;
- G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende,* V Edizione, Giappichelli, Torino, 2005;
- C. ZARA, *La banche e il risanamento delle imprese in crisi,* in *Economia e Management,* n. 5/1995;
- L. ZOCCA, *Accordi di ristrutturazione, piani di risanamento e relazione del professionista,* Il Sole 24 Ore, Milano, 2006.