

ALFONSO DI CARLO

Ordinario di economia aziendale nell'Università di Roma *Tor Vergata*

La fase di pre-insolvenza

tra economia aziendale e regolamentazione in alcuni paesi europei

L'avvertita esigenza di avviare tempestivamente il tentativo di recupero dell'impresa, pone il problema di quando e di come intervenire. La circostanza è di particolare rilevanza al punto che, secondo la direttiva UE, si vorrebbe limitare a questa fase l'intervento normativo mirante a coordinare le regolamentazioni dei vari paesi aderenti. Pare utile fare il punto sui risultati dell'economia aziendale, circa i processi di turnaround, nelle varie fasi di crisi d'impresa e vedere qual è lo stato della regolamentazione in alcuni paesi dell'Europa occidentale. Si ritiene che osservare i due aspetti evidenziati costituisca un passo importante sulla strada dell'armonizzazione e possa offrire qualche spunto di riflessione volto anche al tempestivo accertamento della crisi.

SOMMARIO: *Premessa*. - 1. *Turnaround*. - 1.1. Le premesse del processo di perdita di valore. - 1.2. La prevenzione del declino e della crisi. 1.3. Le fasi del *turnaround*. - 2. La pre-insolvenza in alcuni paesi europei. - 3 Un raffronto con il contesto italiano. - Conclusioni.

Premessa. L'idea della seconda possibilità (*second-change culture*) ha avuto una vasta diffusione negli ultimi decenni, tale circostanza ha orientato le legislazioni di vari paesi verso l'introduzione di norme tendenti al recupero (salvataggio) dell'azienda. In realtà la diffusione di questa *cultura* ha portato all'affermarsi del principio del salvataggio, attivato su iniziativa privata e in modo informale; al di fuori dei rigidi, complessi e formali schemi normativi. In alcuni Paesi si assiste a una sorta di territorio di mezzo (*a middle ground*), caratterizzato da norme flessibili e tendenzialmente definite procedure di pre-insolvenza.

Si è diffuso il pensiero, altra volta confinato negli studi di economia aziendale miranti a studiare le condizioni di equilibrio, che non vi è impresa immune da possibili crisi, e anzi le situazioni di disequilibrio possono ritenersi tipiche del suo percorso. Tale ultima circostanza si riflette nell'idea che, in linea di principio, non vi sia crisi da non poter essere superata, anzi si è sviluppato il pensiero che una valida regolamentazione della ristrutturazione aziendale sia foriera di incremento del valore dell'impresa, ne potenzi la crescita e ne accresca le capacità di creare occupazione.

In termini aziendali si è in presenza di organizzazioni in continuo cambiamento, che costantemente evolvono; le mutevoli condizioni ambientali rappresentano minacce e opportunità.

1. *Turnaround*

L'insieme dei processi di risanamento di un'impresa in difficoltà e di rilancio della sua attività è indicato con il termine *turnaround*; la finalità è il ripristino delle condizioni di equilibrio e il ritorno

alla creazione del valore. Si tratta di processi sistematici, spesso incisivi e radicali, che si traducono in cambiamenti di portata più o meno estesa, in relazione al grado di difficoltà in cui si trova l'impresa.

A tale ultimo riguardo, la dottrina¹ tradizionalmente distingue diversi stadi del declino e della crisi delle imprese, collegando le situazioni di squilibrio sotto il profilo strategico, economico e finanziario a situazioni di inefficienza: sovraccapacità/rigidità, decadimento di prodotti ed errori di marketing, carenza di programmazione, errori di strategia e assenza di innovazione. Tali cause possono anche manifestarsi congiuntamente e la loro analisi è funzionale alla comprensione del tipo di intervento da mettere in campo e alla determinazione delle probabilità di risoluzione dalla crisi. In effetti, in presenza di fasi negative di tipo strutturale, l'impresa può evolvere verso situazioni di declino che a loro volta possono tradursi o meno in una vera e propria crisi.

In questa ottica, come già evidenziato in dottrina², i processi di *turnaround* possono essere realizzati in entrambi i momenti, distinguendosi un *turnaround* da declino e un *turnaround* da crisi.

Sotto il profilo economico-aziendale, giova quindi interrogarsi sulle premesse del declino e della crisi, in modo da individuare le modalità di prevenzione.

1.1. Le premesse del processo di perdita di valore

La dottrina economico-aziendale individua nella creazione di valore la finalità delle diverse tipologie aziendali, con la precisazione che tale creazione di valore vada intesa sia rispetto alla stessa azienda, che deve autofinanziare le risorse da destinare alla sua crescita (in termini qualitativi e quantitativi), sia rispetto agli *stakeholder*, in una prospettiva di lungo e di breve periodo³. La creazione di valore presuppone che l'impresa si trovi in condizioni di equilibrio, a loro volta declinate in diversi profili:

- *equilibrio economico*, inteso come adeguato rapporto tra valore delle risorse consumate e valore delle risorse prodotte;
- *equilibrio patrimoniale-finanziario*, da intendersi quale adeguato rapporto tra fabbisogno di risorse, originato dagli investimenti richiesti dallo svolgimento dell'attività produttiva, e connesse fonti di copertura;
- *equilibrio monetario*, espresso dalla dinamica delle entrate e delle uscite di liquidità.

Tali profili trovano una loro sintesi nell'*equilibrio strategico complessivo*, configurabile quale equilibrio simultaneo rispetto ai differenti interlocutori sociali e rispetto ai diversi mercati⁴;

¹L. GUATRI, *Crisi e risanamento delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1986.

²L. GUATRI, *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*. Egea, Milano, 1995.

³E. CAVALIERI, *Dottrina e organizzazioni produttive verso nuovi modelli di sviluppo*, RIREA, n. 1/2, 2012, p. 11.

⁴E. CAVALIERI, *Le nuove dimensioni dell'equilibrio aziendale. Contributi alla rivisitazione della teoria*. Torino, 2010, p. 25.

l'equilibrio presuppone strutture organizzative adeguate e il possesso di livelli di conoscenze capaci di sostenere nel tempo le competenze distintive dell'azienda, abbinate a rapporti di collaborazione e cooperazione con i diversi interlocutori dell'impresa.

In questa prospettiva, il declino e la crisi sono, di regola, dovute a una complessiva inadeguatezza dei modelli strategici, gestionali e organizzativi, che si ripercuote negativamente sui diversi profili dell'equilibrio. Sotto il profilo aziendale, occorre quindi percepire con tempestività i sintomi del progressivo decadimento delle condizioni di equilibrio. Senza pretesa di esaustività, si elencano di seguito alcuni tra i principali sintomi di decadenza⁵.

Un primo segnale è rappresentato dal manifestarsi dall'erosione dei margini di redditività, spesso considerato il più chiaro campanello di allarme, anche in relazione alla sua immediata visibilità all'esterno, con il rischio di generare sfiducia negli interlocutori dell'impresa. Il declino può iniziare con rapidità se l'impresa non adotta misure tempestive. Peraltro, il manifestarsi di perdite non va inteso con esclusivo riferimento all'ultima riga del conto economico; per contro, è essenziale condurre un'analisi a livello dei diversi risultati intermedi (per esempio i vari margini, operativi e di prodotto), per comprendere l'incidenza delle diverse aree gestionali, in particolare della gestione caratteristica, abbinata all'andamento del *cash flow*.

Un secondo sintomo di decadenza è espresso dalla progressiva perdita di quote di mercato, la cui analisi deve essere condotta considerando la globale situazione di mercato. È di tutta evidenza, infatti, che il deterioramento della posizione competitiva dell'impresa può risultare di agevole percezione se la domanda globale è stazionaria o in declino, è spesso difficile da individuare se la domanda globale è in crescita. In tale ultimo caso, infatti, la perdita di quote di mercato può anche accompagnarsi a incrementi delle vendite in valore assoluto, celando decrementi in termini percentuali (ossia incrementi percentuali inferiori rispetto alla crescita della domanda globale).

Un terzo sintomo di decadenza può rinvenirsi nel calo delle vendite; anche in questo caso, si tratta di un indicatore di immediata percezione dall'esterno. Tuttavia, l'analisi di tale segnale va condotta considerando il mix di prodotti dell'impresa, potendo la diminuzione del fatturato accompagnarsi anche a uno spostamento verso prodotti caratterizzati da margini più bassi.

Anche l'incremento delle perdite su crediti spesso rende evidente situazioni di difficoltà. In effetti, l'impresa può reagire al calo delle vendite aumentando le dilazioni concesse alla clientela o concedendole anche a clienti poco solvibili. Inoltre, e in termini più generali, spesso si riscontra un peggioramento dei rapporti con i fornitori, che in situazioni di difficoltà chiedono pagamenti in contanti o iniziano a ridurre la loro esposizione nei confronti dell'impresa in difficoltà, con effetti

⁵ Per una disamina più analitica, si veda L. GUATRI, *Turnaround*, cit.

negativi anche sulle scorte. Tutto ciò può tradursi in tensioni di liquidità e, in termini più ampi, in una progressiva erosione del capitale circolante.

Un segnale particolarmente rilevante può essere poi rappresentato dalla perdita di personale qualificato e/o da tensioni nei rapporti con il personale. In effetti, in periodi di difficoltà, una misura spesso adottata consiste nella riduzione del personale o nella temporanea sospensione del lavoro, con ovvie tensioni, peraltro facilmente percepibili anche all'esterno.

Come si può agevolmente comprendere, l'analisi delle cause del declino non può essere basata esclusivamente su indicatori di natura contabile, richiedendo un esame congiunto di variabili di ambiente e di mercato.

E qui si può formulare una prima considerazione di carattere generale, quando il declino è perfettamente visibile, osservando gli indicatori contabili, il processo ha ormai superato la fase iniziale.

Compito del management è percepire questi (e altri) sintomi di decadenza, in modo da approntare tempestivamente i possibili rimedi. Il *turnaround* da declino, pertanto, da un lato presuppone tale tempestiva percezione e, dall'altro, richiede l'adozione di idonee e coerenti misure di risanamento e rilancio dell'attività. In caso contrario, il declino può sfociare in una crisi, caratterizzata da carenze di liquidità, (ulteriore) aumento delle perdite su crediti, peggioramento della situazione finanziaria e simili, con immediate ripercussioni sulla fiducia degli interlocutori, fino a mettere a rischio la sopravvivenza dell'impresa. Tale situazione, spesso resa evidente dal manifestarsi di sintomi di insolvenza, rende i processi di *turnaround* di più complessa realizzazione e le probabilità di successo sono spesso molto basse.

In definitiva, il declino può essere percepito in relazione al manifestarsi dei primi e più evidenti sintomi di decadenza, a partire dall'erosione dei margini di contribuzione, ovvero, a uno stadio più avanzato, dalla perdita di capacità di produrre utili adeguati, ivi incluso il conseguimento di redditi largamente inferiori rispetto alle attese e ai programmi. A ciò va aggiunto anche il progressivo intensificarsi dei rischi, non immediatamente percepibili dalla lettura dei dati di bilancio, ma in grado di innescare le perdite di valore.

La crisi si configura quale sviluppo ulteriore rispetto al declino, essendo caratterizzata non solo da perdite di redditività, ma anche dal progressivo e via via più evidente manifestarsi di tensioni di liquidità, di difficoltà finanziarie e perdite di fiducia presso gli *stakeholder*. E va emergendo un secondo aspetto di particolare rilevanza: quando il livello di indebitamento è fuori dagli schemi per fatti peculiari e specifici, che non implicano conseguenze economiche per l'impresa, non è in discussione il modello di impresa, inteso come complesso organizzativo della conduzione dell'attività

economica; ma al di fuori di tale circostanza i problemi di ordine finanziario seguono e non precedono lo squilibrio economico.

1.2. La prevenzione del declino e della crisi

La tempestiva percezione dei segnali di decadenza presuppone che gli organi di governo dell'impresa abbiano una cultura favorevole al controllo preventivo. In effetti, piuttosto che gestire il declino e la crisi, si tratta di abituarsi all'idea di *gestire il rischio* di declino e crisi⁶.

Nelle piccole imprese, è ragionevole ipotizzare che si adottino impostazioni non formalizzate, essenzialmente legate all'intuito degli organi di governo, alla loro esperienza e competenza rispetto sia alla gestione dell'impresa sia all'ambiente e al mercato in cui essa opera. In buona sostanza, la prevenzione del declino e della crisi passa attraverso la capacità di coglierne i primi sintomi. Sicuramente l'analisi dei dati contabili può essere di concreto aiuto e il professionista può supportare l'imprenditore nell'interpretazione dei diversi indicatori e del loro significato. Tuttavia, come si è già evidenziato, questo tipo di analisi dovrà essere preceduto dall'esame di variabili esterne, a partire dalla quota di mercato.

Nelle imprese di maggiori dimensioni, operanti in diversi mercati e segmenti di *business*, si può ipotizzare l'adozione di impostazioni maggiormente formalizzate, spesso definite "sistematiche". Tali impostazioni sono spesso legate alla definizione di procedure e *routine* organizzative, tese a realizzare monitoraggi periodici mediante cui tenere sotto controllo l'andamento di variabili contabili e di mercato. In tal modo, l'individuazione dei primi sintomi di decadenza è più agevole e probabile, nonché tempestiva, rispetto a impostazioni di tipo intuitivo.

In entrambi i casi sul piano normativo, il ricorso a una *procedura d'allerta* può sortire positivi effetti, se organizzata opportunamente e facendo ricorso, a livello istituzionale, a riconosciute competenze⁷.

1.3. Le fasi del turnaround (da declino e da crisi)

Gli autori che si sono occupati di processi di *turnaround* hanno proposto diverse fasi o stadi del processo di risanamento e rilancio dell'attività d'impresa, allo scopo di definire una successione ordinata di eventi. Tali proposte ambiscono a configurare dei modelli ideali, contrassegnati da stadi

⁶ A. DI CARLO, M. BISOGNO, (a cura di), *Crisi e risanamento d'impresa in una prospettiva internazionale*. F. Angeli, Milano, 2012.

⁷ Il riferimento è ai dipartimenti universitari, che organizzano corsi di laurea in economia aziendale (e similmente denominati) ove notoriamente è possibile riscontrare la presenza congiunta dell'aziendalista e del giurista.

caratterizzanti i diversi processi di *turnaround*, ovviamente da applicare con gli adattamenti e le specificazioni richieste dalla situazione concreta in cui si trova la singola impresa in difficoltà.

Tra le diverse impostazioni proposte, in questa sede si adotta uno schema semplificato ma efficace, basato su quattro *step*⁸:

1. riconoscimento del declino e adozione di una nuova leadership;
2. analisi delle ragioni del declino e della situazione dell'impresa;
3. trattativa;
4. ritorno all'equilibrio e alla creazione del valore.

La *prima fase* è stata di fatto già considerata nel paragrafo precedente, in sede di discussione della prevenzione del declino e della crisi. Si tratta, in sostanza, di individuare i segnali di decadenza in modo tempestivo, momento che poi è propedeutico all'assunzione delle prime decisioni concernenti la strategia da percorrere e le azioni da implementare. L'osservazione della prassi evidenzia che, molto spesso, il riconoscimento dei segnali di declino si accompagna alla sostituzione del *top management*, ovviamente laddove le situazioni di difficoltà incontrate dall'impresa non siano imputabili (in via esclusiva o prevalente) a fattori esterni. Tale sostituzione è percepita all'esterno come un segnale di rinnovamento, ossia come una risposta pronta ed efficace a un incipiente declino. Tuttavia, tale soluzione non appare praticabile nel caso di imprese familiari⁹ o di imprese in cui l'azionista di maggioranza rivesta anche ruoli manageriali chiave (per esempio, è amministratore delegato). In tali situazioni, l'intervento di un professionista può essere decisivo per supportare l'avvio di un processo di rinnovamento e risanamento pur nella continuità della leadership aziendale.

La *seconda fase* implica un esame approfondito delle motivazioni all'origine della situazione di difficoltà e assume rilievo sia nel *turnaround* da declino sia in quello da crisi. Si tratta di valutare la validità della formula imprenditoriale, per comprendere se ci sono concrete possibilità di risanamento dell'impresa ai fini di un ritorno alla creazione di valore. In concreto, occorre indagare la posizione dell'impresa rispetto alla concorrenza, declinando l'analisi a livello di aree di attività e per prodotti, laddove necessario. Inoltre, occorre analizzare le perdite, prestando attenzione a diversi aspetti, quali l'intensità, il trend temporale, la struttura delle perdite rispetto alle diverse aree gestionali e/o alle diverse aree di attività/mix di prodotti, e via elencando. Anche l'adozione di politiche di bilancio può aver influito sui risultati rappresentati nei prospetti a simbologia contabile, per cui può rendersi necessaria un'attività di revisione critica dei valori di bilancio, per depurarli dagli effetti di

⁸ Oltre al lavoro già citato di GUATRI, *Turnaround*, si veda anche A. DANOVI, A. QUAGLI, *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento. Prevenzione e diagnosi, terapie, casi aziendali*, IPSOA, Milano, IV edizione, 2015.

⁹ Di passata si richiama l'attenzione sul fatto che *impresa familiare* non coincide con piccola impresa, si tratta, infatti di imprese connotate da altri elementi rispetto al dato dimensionale.

manipolazioni. A tale ultimo riguardo, la fase in esame richiede altresì un'attenta valutazione della situazione patrimoniale, che si configura quale punto di partenza del complessivo processo di *turnaround*. Tale situazione patrimoniale va redatta tenendo conto dello stato in cui si trova l'impresa, che può suggerire di svalutare talune componenti del capitale (si pensi, per esempio, ai costi pluriennali, a talune immobilizzazioni materiali, ai crediti, al magazzino, e così via) e di costituire appositi fondi rischi futuri; in tal modo, si ha la possibilità di separare i risultati negativi originati dalla gestione passata da quelli dovuti a svalutazioni e politiche di bilancio.

Tale fase dovrebbe concludersi con la predisposizione di un piano di *turnaround*, chiamato a illustrare gli interventi che si ha intenzione di realizzare al fine di un ritorno alle condizioni di equilibrio. Il piano è di regola articolato in diverse parti, individuandosi quanto meno un piano industriale e un piano finanziario, deputati rispettivamente a illustrare le misure adottande e a esplicitare il fabbisogno di risorse, di cui si individuano le fonti di copertura¹⁰. Il piano industriale può prevedere: (i) una ristrutturazione delle attuali combinazioni prodotti/mercati, senza quindi implicare sostanziali variazioni dimensionali; (ii) una riconversione, realizzata mediante abbandono di talune aree e rafforzamento di altre, ottenuto grazie all'introduzione di innovazioni tecnologiche e di marketing; (iii) un ridimensionamento, ossia una riduzione più o meno ampia delle dimensioni aziendali, che può rendersi necessaria soprattutto laddove la situazione di difficoltà sia dovuta a eccesso di capacità produttiva o a caduta della domanda globale; (iv) una riorganizzazione, implicante una ridefinizione delle aree di responsabilità, spesso abbinata a sostituzione di manager, un rafforzamento dei controlli, la ridefinizione dei processi logistici e di vendita, e così via.

Nel caso specifico di *turnaround* da crisi, la maggiore gravità della situazione, rispetto al *turnaround* da declino, può richiedere l'adozione di diversi piani, da implementare in rapida successione. Pertanto, può essere necessario realizzare con immediatezza un piano di emergenza, per sopperire a carenza di risorse monetarie e per "mettere in sicurezza" l'impresa mediante risoluzione delle situazioni che nell'immediato possano comprometterne la sopravvivenza. Successivamente, può immaginarsi l'adozione di un piano di stabilizzazione, per riportare l'impresa in condizioni di equilibrio economico. Infine, si implementa il vero e proprio piano di *turnaround*, per il rilancio dell'attività e il ritorno alla creazione di valore.

La *terza fase*, la trattativa sul piano, assume particolare rilievo in situazioni di crisi. Infatti, mentre nel *turnaround* da declino di regola i soggetti coinvolti sono gli azionisti e i dipendenti, nel *turnaround* da crisi il procedimento coinvolge anche finanziatori e creditori. Anche in questo caso,

¹⁰ G. BERTOLI, *Crisi d'impresa, ristrutturazione e ritorno al valore*, Egea, Milano, 2000.

quindi, l'individuazione dello strumento normativo cui ricorrere è (dovrebbe essere) funzione della gravità della situazione e della quantità e qualità dei soggetti coinvolti.

La *quarta fase* consiste nella realizzazione del piano, apportando eventualmente i correttivi che dovessero rendersi necessari in relazione all'evolversi della situazione. È importante che si dia esecuzione al piano rispettandone per quanto possibile i tempi; infatti, una implementazione poco incisiva o dilatoria può minare l'efficacia dei provvedimenti approvati, impedendo il necessario recupero di fiducia presso le diverse categorie di interlocutori. La conclusione di questa fase dovrebbe segnare il ritorno alla creazione di valore.

A latere del descritto quadro economico aziendale appare stimolante vedere i tratti salienti della normativa della pre-insolvenza in taluni paesi europei.

2. Pre-insolvenza in alcuni paesi europei

In Francia la normativa del 2005 ha innovato per rendere più attrattive le procedure di salvataggio, ma è stato notato come tali norme siano poco usate in pratica; in questo Paese prevale, più che altrove, l'idea di preservare l'impresa e l'occupazione, che sono presentati come obiettivi primari. Il sistema francese è sicuramente sofisticato e si è stratificato nel corso degli anni. Tradizionalmente erano conosciuti due diversi percorsi: procedura privata e procedura giudiziaria; dopo la riforma del 2005 se ne possono indicare tre: *mandate ad hoc*, che costituisce una specificità del sistema francese, *sauvegarde*, che rappresenta una procedura di pre-salvataggio e *conciliation*, ovvero la procedura di conciliazione.

Il *mandate ad hoc*¹¹ presenta una particolarità, meritevole di essere segnalata, perché nel perseguire i processi di armonizzazione va tenuta costantemente presente. È necessario, affinché il tentativo di rendere comparabili e tendenzialmente uniformi i processi fra vari paesi abbia positivo riscontro, che sia perseguito e su base volontaria, puntando a una cultura uniforme, un comune modo di sentire, e su base imposta, come la stesura di norme aventi la medesima portata. Va rilevato, infatti, che la procedura in discorso si è sviluppata *autonomamente*, inizialmente priva di un dettato normativo, come prassi, soprattutto presso il tribunale di commercio di Parigi.

La *procedura di conciliazione* è perseguibile da imprese che hanno difficoltà, attuali o prospettive, di tipo finanziario o economiche e che hanno cessato i pagamenti da non più di 45 giorni. Il presidente del tribunale nomina un *conciliatore*, che ha il compito di assistere l'impresa nel

¹¹ A. KASTRINOU, *Comparative analysis of the informal pre-insolvency procedure oh the U.K. and France*, in *International Insolvency Review*, wileonlinelibrary.com, 2016.

tentativo di trovare un accordo con i principali creditori, per assicurare la continuità e il mantenimento dei livelli occupazionali.

Il maggior difetto riconosciuto alla *conciliazione* è che non prevede l'effetto *cram-down* per i creditori dissenzienti le cui richieste, sospese nel periodo del tentativo di accordo, possono essere ripresentate successivamente¹².

La *procedura di salvataggio (chapter 11 a la française)* è di netta ispirazione statunitense. L'impresa è incentivata ad avviare tempestivamente i tempi di intervento finalizzati al salvataggio. La condizione richiesta per accedere è che l'impresa non sia insolvente; perché si possa avviare il giudizio che porta al recupero dell'impresa è richiesto che il debitore non abbia cessato i pagamenti. Anzi è addirittura previsto che il debitore possa anticipare i tempi dell'intervento, anche se non è in difficoltà con i pagamenti, purché rappresenti le difficoltà in cui potrà incorrere e che renderanno critica la situazione finanziaria. Di fatti si nota che la legge del 2015 ha ampliato in maniera significativa la possibilità di ricorso alla procedura. Il debitore chiede l'intervento del tribunale, che nomina un amministratore giudiziario (*administrateur judiciaire*), perché assista l'impresa in tutte o in alcune operazioni. Si innesca così una moratoria (*périod d'observation*) per permettere all'impresa la formulazione della proposta.

In UK¹³ il punto centrale, nella regolamentazione della crisi d'impresa, è la tutela dei creditori; pur tuttavia va segnalato come l'*Enterprise Act 2002* ha inteso incoraggiare il tentativo di recupero dell'azienda. Lo strumento indicato è CVA (*company voluntary arrangement*¹⁴), consistente in un accordo fra debitore e creditori, con cui si regola in maniera diversa il rapporto di debito/credito esistente. Si tratta di un insieme di regole di netta ispirazione negoziale, si applicano, infatti i principi della regolamentazione contrattuale. È uno strumento indicato per affrontare i problemi finanziari di un'impresa, che si presentano con la caratteristica della reversibilità. Ed è proprio su questo punto che si deve esprimere il professionista incaricato (*nominee*), che ha l'accesso alla documentazione sociale, ai bilanci e alle scritture contabili. La procedura può prevedere una moratoria nei pagamenti, per un limitato periodo di tempo, concessa se il piano ha buone possibilità di successo; su tale circostanza deve redigere il proprio parere il *nominee*.

¹² PAUL J. OMAR, *Preservation and pre-paks a la française: the evolution of French insolvency law after 2005*, in *International Insolvency Review*, vol. 23, wileonlinelibrary.com, 2014.

¹³ Com'è noto ha lasciato la EU, ma si ritiene opportuno considerarla nel presente lavoro, perché presenta profili interessanti, Cfr., a esempio, J.L.L. GANT, *Studies in convergence? Post-crisi effect on corporate rescue and the influence of social policy: the EU and USA*, in *International Insolvency Review*, vol. 25, wileonlinelibrary.com, 2016, pag. 95: *as evidence suggests the US is recovering more quickly than the EU, and that the UK is recovering faster than EU*.

¹⁴ Introdotto dall'*Insolvency act 1986*, ma importanti novità sono recepite nel 2000, soprattutto per agevolare il ricorso allo strumento da parte della piccola impresa.

La procedura sembra snella¹⁵ e veloce¹⁶, pur tuttavia non ha trovato la diffusione che ci si aspettava e, pare non sia apprezzata per quello che vorrebbe essere: uno strumento di ristrutturazione aziendale. Tra i vari motivi indicati dagli autori, circa tale situazione, si ritiene di segnalare che nel caso in cui la procedura non abbia l'esito auspicato (i debitori non ricevono quanto promesso) il *nominee* può variare i termini dell'accordo o mettere l'azienda in liquidazione.

La procedura seguita, più che per i tentativi di rilancio dell'impresa, per un possibile accordo con i creditori è lo *scheme of arrangement*, solitamente indicato come prerogativa per le imprese solventi (che non sono insolventi), qui i creditori sono divisi in classi ed è richiesta la maggioranza per tutte le classi. Di certo questo è un elemento di complessità, ma può costituire un utile mezzo per "trattare" i creditori che non hanno alcun interesse con l'impresa.

Non è previsto l'avvio formale attraverso il tribunale, che interviene su specifiche questioni, come per sancire la corretta formazione delle classi; è necessaria la votazione dei creditori, che per esprimersi devono essere adeguatamente informati. Infine, vi è la possibilità che il tribunale commini una sanzione, non si tratta di un obbligo, infatti se la proposta è votata dai creditori e gli interessi di costoro appaiono adeguatamente rappresentati la sanzione potrebbe non essere dettata.

Anche in questo caso, come nel CVA, l'organo direttivo rimane in carica e, come visto, va avviata prima che vi sia insolvenza, anzi il fatto che non sia prevista la moratoria dei pagamenti sta a rappresentare che lo strumento sia pensato per le situazioni di pre-insolvenza.

In Spagna la fase di pre-insolvenza è regolamentata dalla normativa del 2009 ed è apprezzata perché permette all'impresa di continuare la propria attività, può esservi o meno il formale intervento del tribunale.

L'*out of court protected refinancing* può portare alla contrazione di debiti assistiti da garanzie e ha una soglia di accesso per il 60% dei creditori o il 51% dei debiti finanziari¹⁷.

Attivando il *court sanctioned refinancing* si può posporre il pagamento di debiti fino a cinque anni, ma si può arrivare fino a dieci e si richiedono maggioranze di voto a seconda dei casi, che vanno dal 60% fino all'80%.

La Germania¹⁸ non ha, tradizionalmente, stabilito una priorità per il trattamento dell'impresa in crisi, se di recupero o di liquidazione. Vanno però segnalate due introduzioni che aprono verso il

¹⁵ Il *nominee* sostituisce l'*administrative receiver*, non è prevista la suddivisione in classi dei creditori e anche le *small business* possono chiedere la moratoria dei pagamenti (Act 2002).

¹⁶ Sulla richiesta di moratoria, che parte dall'organo direttivo dell'impresa, ove vi sia il positivo parere del *nominee*, il tribunale deve decidere in tre giorni lavorativi.

¹⁷ Viene evidenziata la circostanza per cui *avoids claw back risk*, non vi è rischio di revocatoria.

¹⁸ Da evidenziare la classificazione dello stato di difficoltà finanziario proposto nel paese: *cash flow insolvent* (or *illiquidity*) se è incapace a pagare almeno il 90% dei debiti; *imminent illiquidity*; *balance sheet insolvency* (*overindebtedness*) se le attività sono inferiori alle passività ed è problematico continuare l'attività, WILLRODT, *An*

recupero dell'impresa. Da un lato la limitazione delle azioni per i creditori privilegiati sui beni essenziali per la produzione¹⁹ e dall'alto l'introduzione nel sistema di una procedura di protezione che consente all'impresa che si trova nella fase di pre-insolvenza di presentare un piano di ristrutturazione, lasciando al debitore il possesso dell'attività (*Protective shield proceedings*). La condizione di partenza è che il debitore non sia insolvente²⁰; nel corso della procedura, che può durare al massimo tre mesi, il debitore può lavorare ai dettagli del piano di rilancio e chiedere al tribunale particolari interventi miranti a favorire la continuità aziendale, senza pregiudizio per i creditori. Non pare che la procedura sia particolarmente diffusa e lo si tende ad attribuire al fatto che sia complessa sotto il profilo della normativa e richieda l'ausilio professionale specializzato.

3. Un raffronto con il contesto italiano

Com'è noto il legislatore italiano ha accomunato la crisi (aziendale) e l'insolvenza, rinunciando a una distinzione e, addirittura, le ha parificate ai fini dell'ammissione alla procedura di concordato preventivo. Sotto il profilo pratico la circostanza poteva apparire di semplificazione, rispetto a una distinzione sicuramente non agevole e contrassegnata da termini appartenenti a discipline diverse. Invece, il confronto fra le diverse aree di studio andava stimolato. Di sicuro la circostanza non ha agevolato il diffondersi della *cultura* della seconda *chance*, nel senso proprio dell'espressione, ovvero di seconda opportunità per l'imprenditore, con la finalità di conseguire il ripristino delle condizioni di equilibrio aziendale. Non si arriva a dire che la formulazione normativa ne ha impedito l'affermarsi, ma di certo ha azzerato l'indispensabile dibattito. La circostanza è stata puntualmente rilevata in dottrina, anche con riferimento al contenuto del testo di legge delega, mentre nel contesto europeo si avverte l'esigenza di un intervento a livello normativo, con la duplice finalità di regolamentare la materia e armonizzare la prassi dei paesi aderenti. La dottrina giuridica, sensibile alla questione, ha colto la sterilità in cui è incappata la prassi del nostro paese, che ha affrontato il tema, ignorando pressoché totalmente l'aspetto economico-aziendale²¹. Nel contesto europeo si è visto come in un certo senso l'atteggiamento di vari paesi sia andato in direzione opposta, lo sforzo è di cercare di

introduction to the insolvency law in Germany, pag. 180 in *Crisi di impresa e procedure concorsuali*, diretto da CAGNASSO e PANZANI, UTET, Mi, 2016.

¹⁹ S.A. DAVYDENKO – J. R. FRANKS, *Do bankruptcy codes matter? A study of default in France, Germany and U.K.*, in *The Journal of Finance*, vol. LXIII, April 2008, pag. 606.

²⁰ CLIFFORD CHANCE, *Composition and pre-insolvency procedure in Europe: all change?* 2016, pag. 32.

²¹ F. DI MARZIO, *La riforma della delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza, Osservazioni sulla legge delega*, Giuffrè, pag. 16: *Schiacciare il concetto di "crisi" sul concetto di "insolvenza" ha per conseguenza l'annichilimento fino alla cancellazione del termine, e della problematica in esso racchiusa, esperibile soltanto considerando la dimensione dell'impresa quale attività piuttosto che la condizione in cui versa l'imprenditore. Ma Cfr. anche la pag. 17.*

individuare i sintomi dello squilibrio aziendale (prima dell'insolvenza) e sollecitare un intervento risolutore sotto il profilo economico.

In realtà in questa direzione vorrebbe muoversi anche il decreto delegato *Codice della crisi e dell'insolvenza*, ma non è un caso che la procedura di allerta ivi prevista sia da più parti indicata come...rivedibile.

In definitiva, non è agevole passare da un sistema incentrato sull'insolvenza a uno basato sulla tempestiva *lettura* della crisi. È agevole notare come in questo passaggio si può ricadere in un eccesso di regolamentazione²².

Muovendo lungo questa direzione, va ribadito che quando la crisi (ma il termine appropriato è disequilibrio) è leggibile dai conti e dai bilanci è, normalmente, a uno stadio avanzato²³. Dalle varie regolamentazioni straniere si è potuto evidenziare che tutte sono incentrate sull'aspetto finanziario, ma va tenuto presente che, salvo pochi circoscrivibili casi di crisi che si esaurisce entro i confini finanziari - esempi forse più citati di quanti se ne vedano in pratica - quando la crisi lascia il segno a livello finanziario vuol dire che ha una precisa causa economica, il processo economico risulta più che intaccato e il profilo finanziario è la conseguenza, di secondo ordine, di tale deterioramento. La lettura dell'andamento complessivo dell'azienda deve necessariamente precedere il dato contabile, che per tale motivo non può essere solo consuntivo, ma deve essere anche preventivo e non limitata alle grandezze economico-finanziarie. Del resto anche la normativa di vigilanza delle banche, dopo aver richiesto copiose informazioni di natura contabile, ha allargato l'ambito della sorveglianza al rapporto fra impresa e ambiente, chiedendo informazioni sul *business model*, il che vuole dire puntualizzare l'orientamento strategico di fondo e controllare la *vitalità* della formula imprenditoriale. Occorre, pertanto allargare la sfera del controllo, precisando i contenuti del controllo contabile, non più limitato alla sfera consuntiva, ma allargandolo al profilo preventivo, prevedere l'analisi puntuale degli scostamenti e saggiare la tenuta delle competenze distintive dell'azienda. Qualcosa sul punto è previsto nella legge delega²⁴, indicando l'ampliamento delle società sottoposte a controllo *legale* dei conti, ma sarebbe, ove portato a effetto, appena un primo passo. In termini generali non si comprende perché una società, i cui soci possono beneficiare della limitazione di responsabilità²⁵, non debba comunque, ovvero qualunque dimensione abbia, essere sottoposta a controllo (legale) dei conti. Va puntualizzato il tipo di controllo e il tipo di documenti *contabili* che

²² Si vedano, a esempio le notazioni di AMBROSINI, *Osservazione e proposte sullo schema di decreto delegato: allerta, procedimento unitario e concordato preventivo*, sito O.C.I..

²³ Per un riscontro anche sul piano internazionale Cfr. P. DEC – P. MASIUKIEWICZ, *Model of bankruptcy procedure in UE*, in *Business and Management Horizons*, vol. 4, 2016.

²⁴ Meritevole di attenzione la disposizione (art. 17) che vorrebbe inserire l'obbligo di verificare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, la sussistenza dell'equilibrio economico e di segnalazione dell'esistenza di *fondati indizi* della crisi. Ma è anche doveroso chiedersi se tali obblighi non siano già presenti nella normativa italiana.

²⁵ Il riferimento è anche alle società di persone, ove ricorra la limitazione di responsabilità del socio.

la società deve predisporre, non solo consuntivi, ma anche preventivi. È fin troppo evidente la resistenza che si incontrerebbe nel chiedere che i documenti preventivi siano resi pubblici, ma ciò non impedisce che su di essi si estenda il controllo dell'organismo a ciò proposto, che relazionerà sugli scostamenti fra preventivi e consuntivi e sullo stato della formula imprenditoriale, ovviamente il destinatario è l'organo direttivo aziendale, tenuto a prendere i relativi provvedimenti.

Naturalmente esula dagli obiettivi del presente scritto trattare del sistema dei controlli da attivare all'interno dell'impresa, ma va ribadito che quanto appena indicato costituisce il primo indispensabile passo verso la creazione di un efficace sistema di controlli²⁶.

Da questi controlli potrà scaturire l'esigenza di fare ricorso a una procedura legale di composizione dello stato dell'impresa. Questa resta libera di avviare o meno la procedura. Qui gli incentivi concessi nei vari paesi europei sono diversi e vanno nel senso di non intervenire sul possesso dell'impresa e anche nella non rimozione dell'organo direttivo. Constatata la necessità di stimolare il ricorso alla procedura in tempo utile, si potrebbe specificare che la seconda *chance* consiste nell'aderire all'apertura della procedura quando proposta dell'organo di controllo. Il che equivale a dire che nell'ipotesi in cui si sfoci nell'insolvenza sarà possibile la sola procedura liquidatoria²⁷.

La procedura di salvataggio deve prevedere la stesura di un piano, circa il quale va verificata la fattibilità economica (la fattibilità giuridica è vagliata dal tribunale), piani impossibili o illusori non possono essere considerati. Ignorare questo passo di centrale importanza equivale a rendere sterile, sotto il profilo economico-aziendale, la procedura e, come tale confinarla a situazioni veramente difficili da riprendere. Il che significa non cogliere l'obiettivo.

4. Conclusioni

Fra *turnaround* da declino e *turnaround* da crisi, il primo ha maggiori probabilità di successo, ma vi è che nella seconda le possibilità di buon esito sono abbastanza ridotte; di conseguenza, per rendere effettiva la seconda *chance*, va sensibilizzato l'intervento nel primo dei due casi. Il contesto esaminato ha fatto emergere come, sul piano normativo, anche in riferimento ai paesi europei esaminati, non si vada, nell'indicare lo stato in cui versa l'impresa, oltre indicazioni e parametri di tipo finanziario. In

²⁶ Le linee essenziali dello stock e dei flussi informativi necessari allo scopo, in relazione alla bozza del decreto delegato *Codice della crisi e dell'insolvenza*, sono trattate da BASTIA, *Soluzioni per l'accertamento precoce della crisi*, sito O.C.I., Cfr. in particolare pag. 6 e segg. ove si evidenzia la necessità di rilevazione di dati preventivi.

²⁷ È da valutare l'idea che le due situazioni vadano tenute nettamente separate, Cfr. N.W.A. TOLLENAAR, *The european commission's proposal of a directive on preventive restructuring proceeding*, in *Insolvency Intelligence*, number 5, 2017, pag.76 e seg., *One must distinguish between two regimes. The first regime is that whereby the debtor is still solvent and only a likelihood of insolvency exists...the second regime is that whereby the debtor is financial state of insolvency or pre-insolvency...is to intermingle the two regimes as the Commission has done in directive.*

tali contesti, si distingue nettamente fra insolvenza e pre-insolvenza e, all'interno di quest'ultima fra varie tipologie, ma sempre in un'ottica finanziaria, magari richiamando la variabile del tempo.

Lo stato di insolvenza è caratteristico di una tipologia di impresa che è ormai incapace a rigenerare²⁸ il capitale investito, per cui veramente problematico appare la possibilità del ritorno alla creazione del valore, che è situazione più complessa del mero recupero del rapporto equilibrato fra attivo e passivo. Il riequilibrio finanziario lo si può ottenere anche mediante un taglio del passivo, ma non per questo si riavvia il processo di creazione del valore.

Indicare parametri che caratterizzano le situazioni di pre-insolvenza non è agevole, soprattutto se la finalità è quella della regolamentazione, elevato è il rischio di predisporre indicatori che poco e male rappresentino le circostanze che in concreto possono aversi. Nella letteratura esaminata non si sono riscontrati sforzi in questa direzione: è evidente che si è di fronte a un rinvio all'economia aziendale. A confermare l'impostazione è, anche, la riscontrata presenza della concessione di incentivi all'impresa che dichiara tempestivamente lo stato di difficoltà economica che si trova ad attraversare²⁹.

La Francia ha tradizionalmente dimostrato una particolare attenzione alla rilevanza sociale dell'impresa, avendo sensibilità per l'impatto che questa ha sull'ambiente nel quale è inserita. La prassi e la normativa hanno messo a punto strumenti per interventi pre-crisi meritevoli di attenzione e riflessione.

L'esperienza inglese è particolarmente significativa perché presenta due strumenti, CVA e SOA, che in pratica hanno avuto una diffusione inversa rispetto a quanto era stato ipotizzato in sede di elaborazione; è sicuramente più diffuso il secondo, pur non prevedendo la possibilità di moratoria e nonostante sia più articolato dell'altro, richiede la suddivisione in classi, i creditori devono essere adeguatamente informati e può essere sanzionato. Vari sono i motivi indicati per spiegare tale particolarità, forse tutti hanno una qualche validità, ma certo peso va dato alla circostanza per cui l'accordo raggiunto nel SOA non può essere liberamente modificato da una delle parti. Se così fosse bisognerebbe concludere che la diffusione di uno strumento di questo tipo è anche funzione della credibilità che riesce a riscuotere tra gli operatori.

La Spagna pone in risalto e affronta le problematiche di tipo finanziario, con particolare riferimento alle scadenze dei prestiti.

²⁸ Rigenerare vuol dire recuperare il capitale investito, si abbina e si distingue dal capitale autogenerato, che la misura di quanto le combinazioni aziendali, in un definito lasso temporale, generano in termini di (nuove) risorse finanziarie. La distinzione è presentata per offrire al lettore non esperto di economia aziendale un'idea di quale potrebbe essere lo stato dell'impresa insolvente, che non solo non genera nuovo capitale finanziario, ma non rigenera (non recupera), in termini finanziari il capitale investito.

²⁹ Il più rilevante fra questi incentivi è sicuramente la non imposizione di cambiamento dell'organo di direzione aziendale, l'altro è la moratoria dei pagamenti.

La Germania ha avviato, a seguito dell'ultima crisi economico-finanziaria, la regolamentazione per la fase della pre-insolvenza dell'impresa.

Il contesto italiano presenta connotazioni affatto differenti: il nostro è un sistema imperniato sull'insolvenza; un adeguato intervento normativo può avviare un processo di cambiamento, percorso che si connota non semplice, a causa del lungo tempo in cui insolvenza e crisi sono state accomunate.

È complesso il passaggio da un sistema schiacciato sull'insolvenza a uno centrato sulla prevenzione della crisi.

Una ricerca, condotta al fine di comparare le normative di vari paesi europei³⁰ nel tentativo di cogliere un terreno comune, aspetto che può considerarsi tipico della metodologia della direttiva, ha riscontrato al primo posto il momento in cui la procedura si innesca. In tale ottica è richiamato il sistema francese, anche a dimostrazione dell'esigenza avvertita di anticipare i tempi rispetto al momento dell'insolvenza.

La necessità di armonizzare prassi molto differenziate è da più parti avvertita e si è coscienti che la normativa comune può costituire semplicemente un avvio. Su base volontaria un altro passo in avanti può essere fatto nel prevedere l'elaborazione di principi comportamentali, da parte delle associazioni di categoria³¹.

Nel complesso a fronte della peculiarità della situazione italiana, rispetto ai paesi osservati va comunque rilevato che i termini economici entro cui individuare la crisi non sono normativamente specificati. La regolamentazione puntuale di un organo di controllo può dare l'avvio al formarsi di una prassi comune, mentre l'intervento di un terzo organismo che racchiuda le indispensabili competenze economico-aziendali e giuridiche può agevolare il passaggio a un sistema centrato sulla prevenzione della crisi, senza il rischio di decisioni assunte sulla base di parametri costruiti a tavolino e inadeguati a pienamente soddisfare le esigenze concrete.

³⁰ A. PIECKENBROCK, University of Heidelberg, i paesi inclusi nella ricerca sono Inghilterra, Italia, Francia, Belgio, Germania e Austria.

³¹ B. WESSELS, *Business rescue in insolvency law – Changing the law and challenges for the profession*.