



Convegni di studio òAdolfo Beria di Argentineò  
su problemi attuali di diritto e procedura civile  
della Fondazione Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale

XXX Convegno di studio su

**LE PROCEDURE CONCURSUALI VERSO LA RIFORMA TRA DIRITTO ITALIANO E  
DIRITTO EUROPEO**

Courmayeur, 23-24 settembre 2016

**La fattibilità del piano: luci, ombre e prospettive**

**RICCARDO RANALLI**  
*dottore commercialista*

Cominciamo con il dire che la valutazione della fattibilità di un piano in continuità non è un esercizio divinatorio di un apprendista stregone, ma un percorso scandito da fasi ordinate e ben definite.

Non voglio però illustrarle prima di avere fatto un passo indietro ed essere tornato al punto di partenza, vale a dire al momento in cui viene riscontrato lo stato di crisi. Perché risalire sino al momento genetico della crisi per affrontare il tema della fattibilità di un piano? Semplicemente perché un piano non è fattibile se non è idoneo a rimuovere gli elementi sintomatici della crisi.

Il superamento dello stato di crisi lo troviamo descritto all'art. 67 quando la norma, nel definire la fattibilità di un piano, la fa poggiare su due pilastri: quello del risanamento della posizione debitoria e quello del riequilibrio finanziario.

Parto dal secondo dei due. Cercherò innanzitutto di dimostrare che continuità aziendale e riequilibrio finanziario hanno radice comune e comuni sono anche i relativi indicatori meno equivocabili.

Cerchiamo allora di capire che cosa si deve intendere per continuità aziendale. Vi sono realtà che per anni hanno generato solo perdite senza aver pregiudicato la propria continuità aziendale (ad esempio Amazon, Google e Yahoo). Per contro talvolta capita di vedere realtà che producono costantemente risultati netti positivi la cui continuità è invece compromessa.

Invero, l'equilibrio economico non è un presupposto né necessario, né sufficiente per la continuità. Il legislatore ben lo ha colto perché di riequilibrio economico non troviamo alcuna traccia nell'art. 67, laddove si parla di risanamento.

Ed allora quale è l'indice della discontinuità? A ben vedere, è l'insostenibilità prospettica del debito: un piano è fattibile, e la continuità aziendale sussiste, solo se il debito è sostenibile. Mi riferisco qui al debito in senso lato: in primo luogo all'indebitamento finanziario ma anche al debito operativo.

È sufficiente dare un contenuto al concetto di sostenibilità del debito per avere un indicatore univoco della continuità aziendale e della fattibilità del piano. Con un ulteriore importante vantaggio: l'insostenibilità del debito è suscettibile di accertamento in via anticipata rispetto al momento in cui il debito dovrà essere assolto.

Concordiamo tutti che intercettare tempestivamente la *twilight* dell'impresa, quando ancora mancano elementi sintomatici di un'insolvenza conclamata, quando il debitore ancora assolve con tempestività le proprie obbligazioni o per lo meno con ritardi che non superano il confine della fisiologia, eleva grandemente la probabilità di successo del risanamento. Tutti noi abbiamo esempi virtuosi al riguardo.

Gli strumenti di allerta della crisi d'impresa sono oggi, a ragione, l'argomento principe in materia di risanamento aziendale. Ma esistono davvero strumenti di allerta atti ad intercettare *ex ante* ed in continuo situazioni di insostenibilità del debito? Esiste veramente un indicatore che dia risultati affidabili, che non dia luogo a falsi positivi?

Non è certamente uno strumento di allerta lo scaduto erariale! È vero che la natura privilegiata del credito porta il creditore pubblico ad un approccio di inerte silenzio del quale il debitore in crisi talvolta se ne approfitta. Ed è un dato di fatto che nel nostro Paese il privilegio dello Stato sia stato ampliato nel 2011 nella consapevolezza dell'inefficienza della pubblica amministrazione nella tutela dei propri interessi. Ma non è tanto qui il punto. Spesso, quando un debito erariale da partite correnti resta insoddisfatto, l'impresa ha già superato la fase di *twilight* e sono già calate le tenebre. Lo strumento di allerta, in quanto tale, deve invece intervenire quando la continuità è solo pregiudicata in via prospettica, quando vi è ancora acqua davanti per consentire di manovrare ed evitare gli scogli.

Ecco allora che ci si ingegna nel cercare indicatori sintetici in grado di intercettare segnali di discontinuità: da quegli indicatori meno evoluti, quali il rapporto Debito/EBITDA, ad indicatori più sofisticati, quali lo *Z-score* di Altman, che consiste in una formula per esprimere le probabilità di fallimento delle imprese.

Sono però tutte grandezze di sintesi i cui livelli di normalità e di attenzione sono il frutto di medie astratte che non tengono conto delle peculiarità della realtà specifica; privi pertanto dei requisiti di incontrovertibilità che uno strumento di allerta, per essere veramente tale, dovrebbe avere; al più sono solo in grado di esprimere la presenza di un rischio. La probabilità di falsi positivi è alta come alta è quella di una sopravvalutazione dello stato di salute.

Gli stessi principi di revisione (Principio di revisione internazionale ISA n. 570 sulla Continuità Aziendale), le norme di comportamento del collegio sindacale (n. 11) e i principi contabili interni (OIC 6) danno indicazioni utili ma mai segnali *on/off*. Si limitano, infatti, ad evidenziare elementi potenzialmente sintomatici di una crisi. Il fatto che siano solo potenzialmente sintomatici emerge con evidenza dagli stessi principi nel momento in cui precisano che l'elenco riportato non è esaustivo e che la presenza di uno o più elementi individuati dai principi stessi come critici non significa necessariamente che esista un'incertezza significativa sul *going concern*.

In ogni caso si tratta di elementi preminentemente qualitativi. Mancherebbe comunque la possibilità di desumere dai dati di bilancio indici quantitativi atti a rilevare situazioni di disequilibrio tali da individuare con certezza la discontinuità aziendale, a discriminare in modo netto uno stato di crisi da uno di temporanea difficoltà.

Ma allora non esiste davvero nessun indicatore che consente di individuare tempestivamente lo stato di crisi quando l'insolvenza è ancora meramente prospettica e cioè quando si versa in una situazione in cui, pur in assenza di ritardi negli adempimenti, ci si deve attendere una prognostica inadeguatezza dei flussi finanziari al servizio del debito?

Ebbene esiste e le operazioni virtuose di risanamento lo testimoniano.

Provo a rappresentarvelo. Mi scuserete se nel farlo sarò costretto a ricorrere a tecnicismi contabili; cercherò di essere divulgativo, ma su questo argomento non posso esentarmene.

Partiamo da una premessa: il valore economico del patrimonio netto, il c.d. *Equity Value*, corrisponde alla somma algebrica dell'*Enterprise Value* (cioè il valore del complesso aziendale) e della Posizione Finanziaria Netta.

Diciamo subito che la Posizione Finanziaria Netta deve comprendere non solo le partite finanziarie ma anche i debiti scaduti. Almeno quelli che eccedono il limite del fisiologico cioè quello scaduto che viola la dilatazione dei termini contrattuali tacitamente accettata dai creditori: lo scaduto è fisiologico quando il creditore non solo non mette in mora il debitore, ma spesso non sollecita nemmeno il pagamento.

La *Enterprise Value* corrisponde invece al valore d'uso dell'azienda. È un valore determinato, secondo la tecnica aziendalistica, in misura corrispondente all'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici applicando un tasso che tenga implicitamente conto del premio per il rischio del loro avveramento. Ed è il valore al quale i principi contabili (IAS 36 e OIC 9) fanno riferimento per gli *impairment test* quando chiedono che il valore d'uso sia pari al valore attuale dei flussi liberi che la gestione degli *assets* può generare. In pratica, si tratta dei soli flussi che possono essere posti al servizio del debito.

E veniamo finalmente al punto: se la Posizione Finanziaria Netta è negativa e, in valore assoluto, è superiore alla *Enterprise Value*, il patrimonio netto diventa negativo. L'eventuale supero della negatività della Posizione Finanziaria Netta rispetto al valore attuale dei flussi al servizio del debito significa, nello stesso momento: *i)* che, per effetto dell'*impairment test* degli attivi, il patrimonio netto è negativo; *ii)* che, in quanto i flussi attesi risultano incapienti rispetto al debito finanziario, l'impresa versa in una situazione di insolvenza prospettica.

Ecco allora che un patrimonio netto contabile negativo, se è stato determinato con rigore, adottando correttamente i principi contabili in materia di *Impairment test*, è il più tempestivo indice dell'incapacità dei flussi al servizio del debito a fronteggiare il debito stesso, e, per la proprietà transitiva di disequilibrio finanziario = discontinuità, l'indice di infattibilità del piano.

Qui i due pilastri (quello del riequilibrio finanziario e quello del risanamento debitorio) si saldano in uno solo per reggere la base dell'arco della *feasability*: il debito che deve essere sostenuto non è solo quello a regime, ma anche lo *stock* dei creditori non aderenti e quello derivante dall'esecuzione della proposta concordataria.

Il ruolo stesso di amministratori, sindaci e revisori ne risulta maggiormente definito. Nel momento in cui essi riscontrano una situazione rilevante ai sensi dell'art. 2447, rilevano di fatto anche l'insorgenza di uno stato di crisi e l'obbligo della tempestività di tale rilevazione deriva, senza necessità di alcuna ulteriore precisazione, dal corretto rispetto dei principi contabili in materia di *impairment test*.

Tutto vero, ma a condizione che esista un piano e che esso sia stato correttamente redatto. Quante volte nella pratica però questa condizione può ritenersi soddisfatta? Invero poche, anche se in realtà la presenza di un piano non rientrerebbe tanto nelle *best practises* ma nel rispetto dei principi di diligente conduzione dell'impresa. È solo dal piano che emerge in modo inequivoco la continuità aziendale. È solo il piano che consente di valutare gli attivi, in conformità a quanto previsto dai principi contabili. È solo il piano che consente di attivare le azioni per correggere tempestivamente la rotta ed evitare il *default* dell'impresa.

Il piano di risanamento si differenzia dal piano di conduzione aziendale solo nel fatto che è connotato da momenti di discontinuità rispetto al passato. È una esigenza allo stesso tempo inevitabile ed essenziale. È, infatti, il cambiamento nelle modalità di conduzione dell'azienda che deve consentire di rispondere, in modo convincente, alla domanda: *«perché seguendo il piano è possibile il risanamento dell'impresa?»*. Si tratta di una risposta qualitativa che deve essere suffragata da alcuni, pochi, requisiti che deve possedere il piano. Quali sono?

Il primo è quello della **separata evidenza** della parte inerziale del piano rispetto alle azioni dallo stesso previste. Mi aspetto che mi chiediate perché è così importante questa separazione? Perché il lettore del piano deve poter riscontrare l'allineamento dei dati inerziali con quelli storici (il c.d. *tracking record*) e perché la discontinuità rispetto al passato deve essere giustificata da azioni singolarmente misurabili.

Nella costruzione della parte inerziale del piano vi sono due momenti fondamentali. Occorre che siano stati individuati gli **indicatori chiave di performance** (KPI). Tali sono le grandezze critiche che caratterizzano il *business* e, sotto un diverso profilo, sono in grado di intercettarne tempestivamente l'andamento (ad esempio, la produttività per dipendente in una attività *labour intensive*, il *load factor* per il settore aereo). Un piano fattibile non deve discostarsi dall'andamento storico di tali grandezze. Occorre poi che le assunzioni del piano vengano definite in **coerenza con l'ambiente esterno** e cioè con il mercato e le sue indicazioni tendenziali, sia sotto il profilo della domanda che sotto quello dei prezzi.

Quanto invece ai momenti di discontinuità, essi sono costituiti dalle azioni pianificate e dalle intenzioni strategiche che le hanno ispirate che, nell'insieme e singolarmente, debbono essere caratterizzate da oggettiva **idoneità a rimuovere le cause della crisi**. Perché ciò sia possibile, occorre ovviamente che queste ultime siano state, a loro volta, individuate in modo corretto e convincente sulla base di una reale anamnesi in primo luogo industriale. La crisi si evidenzia sempre sotto il profilo finanziario (che l'involverenza sia prospettica o che sia conclamata, il momento è comunque finanziario) ma la sua causa è quasi sempre industriale. Anche in quelle realtà oggetto di una improvvida operazione di *leverage buy out*, se il debito ó apparentemente adeguato al momento genetico ó diviene successivamente

eccessivo è probabile che la causa risieda non tanto nel debito quanto nel decadimento dei volumi o della marginalità.

In ogni caso, vi deve sempre essere coerenza tra le azioni previste nel piano e l'**ambiente interno**: le azioni devono, infatti, essere compatibili con le risorse industriali realmente disponibili (quali tecnologia, capacità produttiva, risorse umane chiave, reputazione dell'impresa).

Conclude il percorso di formazione di un piano *fattibile* la **misurazione e la gestione del rischio inerente**. Gli elementi predittivi presentano, per propria natura, incertezza nel loro avveramento. Il rischio può essere misurato e gestito, non può però mai essere soppresso. Misurare il rischio equivale a dare evidenza delle sue conseguenze nel caso in cui esso si manifesti. Le prove di resistenza ci dicono fino a che punto il piano è in grado di reggere la varianza alla quale vanno soggette le ipotesi (assunzioni) gravate da incertezza. Gestire il rischio equivale invece a porre più o meno in alto l'*asticella* di rottura del piano, a individuare il livello dei *buffer*, nonché a prevedere soluzioni di *back-up* nel caso in cui il rischio si manifesti. In questo quadro deve essere collocato l'*atto tecnico* di *assicurare* che troviamo a più riprese nelle norme sulla composizione della crisi: non rendere certo ciò che certo non può mai essere, dipendendo da eventi meramente prognosticati, ma di renderlo altamente probabile. E comunque ciò che deve essere assicurato è solo il pagamento dei creditori estranei, nell'*accordo di ristrutturazione*, o *utilità promessa*, nel concordato preventivo. Mai è la fattibilità del piano che resta confinata nell'*ambito della ragionevolezza* di uno scenario neutrale (*base case*), astrattamente equidistante da scenari (*best case*) ottimistici e scenari pessimistici (*worst case*).

Nel chiudere il mio intervento voglio ancora affrontare un profilo della fattibilità del piano nel concordato preventivo in continuità soggettiva: il monitoraggio della fattibilità nel corso della procedura, sia prima dell'*omologa*, sia durante la successiva fase di esecuzione della proposta.

È un dato di fatto che, in alcuni casi, la fase esecutiva dei concordati in continuità diretta porti con sé l'*adempimento* parziale o integrale della proposta concordataria. Ci si deve, allora, domandare se esistano strumenti che consentano agli organi della procedura e, in particolare, al commissario giudiziale, di monitorare con efficacia l'*andamento dell'azienda* al fine di intercettare, già nella fase che precede il voto e l'*omologa*, situazioni gravemente sintomatiche del futuro insuccesso della procedura.

Occorre, al riguardo, premettere che, sul piano economico-industriale, due diverse possono essere le cause originanti l'*incapacità* ad adempiere la proposta concordataria.

Una prima causa, riconducibile alla patologia, è costituita dalla manifesta infattibilità economica già esistente nella fase procedimentale che precede il voto e l'*omologa*. Si tratta, a ben vedere, di una situazione di manifesta dannosità della prosecuzione dell'*attività* di cui all'*ultimo comma dell'art. 186-bis* che il commissario potrebbe intercettare semplicemente ripercorrendo la costruzione del piano per accertarsi se siano o meno state percorse tutte le fasi cui ho fatto cenno. In tale analisi egli si avvarrà opportunamente anche delle informazioni sull'*andamento aziendale* in corso (in gergo il c.d. *current trading*).

Una seconda causa è invece quella che risiede nella infattibilità economico-industriale sopravvenuta. Essa ha il suo germe nel rischio insito nel piano, mitigabile ma mai sopprimibile. Sotto tale profilo, la relazione di cui all'*art. 172* del commissario potrebbe opportunamente rappresentare ai creditori il grado di probabilità con cui il piano consente al debitore di adempiere alla proposta concordataria; in altre parole l'*altezza* alla quale è stata posta l'*asticella* di rottura della proposta concordataria.

Queste le cause dell'*adempimento* della proposta. Ma potrebbe il commissario intercettarle in anticipo? Certamente non attraverso il semplice confronto dei dati *actual* con quelli di piano. L'*azienda* è, infatti, una realtà vitale e sempre mutevole e il suo piano non è uno schema rigido. Scostamenti e derive sono la norma e non l'*eccezione*. Ed allora è meglio

ricorrere a quegli indicatori chiave di *performance* di cui ho parlato prima quando ho trattato la coerenza storica. Da essi sarà possibile trarre le informazioni più tempestive ed affidabili sul reale andamento perché non ne sono tanto l'effetto che ne deriva quanto piuttosto la sua causa.

È questo un ruolo di allerta che potrebbe apparire ultroneo rispetto ai compiti assegnati al commissario dal portato normativo, ma che, a ben vedere, non sembra affatto essere escluso dal disposto dell'art. 185, nella parte in cui gli impone di sorvegliare l'adempimento del concordato e riferire di ogni fatto dal quale possa derivare un pregiudizio ai creditori.

Il tema è piuttosto un altro: quello di mettere il commissario in condizione di disporre di flussi informativi atti ad intercettare gli elementi di allerta. In tale ottica potrebbero rivelarsi utili le prescrizioni contenute nel decreto di omologazione. Anzi, potrebbe essere proprio il commissario a suggerire al tribunale di imporre al debitore specifici obblighi informativi sugli indicatori chiave di *performance*. Di modo che, innestando questi indicatori nel piano, si ottiene l'automatico aggiornamento delle stime in esso contenute e verrà ad emergere l'insorgenza della carenza dei flussi al servizio della proposta concordataria.

E con questo sono nuovamente i flussi al servizio del debito a determinare la fattibilità del piano e si chiude il cerchio tornando al punto di partenza, al momento in cui viene intercettato lo stato di crisi.