Introduzione

Negli ultimi anni i legislatori nazionali hanno tentato sempre più frequentemente di facilitare il raggiungimento di accordi contrattuali e quasi-contrattuali tra le imprese in difficoltà ed i propri creditori senza, ovvero con un coinvolgimento fortemente limitato dei tribunali. La stessa tendenza è oggi rinvenibile nella prossima Direttiva sulle ristrutturazioni preventive, che dovrebbe essere approvata a breve.

Tale abbandono delle procedure tradizionali e formali di insolvenza, su cui gli Stati hanno fatto affidamento per diversi secoli, apre vaste aree all'autonomia privata, con tutte le opportunità e i rischi connessi. Le imprese ed i propri consulenti potrebbero avere accesso a nuovi strumenti per affrontare la crisi e le situazioni di insolvenza e, quindi, attuare una ristrutturazione più rapida ed efficace. Allo stesso tempo, la riduzione del coinvolgimento dei tribunali, nonché la riduzione delle formalità procedurali richieste crea nuovi rischi per i partecipanti al procedimento e per i terzi e, forse, per il sistema economico nel suo complesso.

Nel breve termine, il costo dell'accesso a tale "New Deal" per la gestione delle difficoltà finanziarie è rappresentato da un grado di incertezza più elevato per tutti i soggetti interessati, con i classici costi associati alla necessità di una consulenza supplementare, alla redazione di nuovi modelli, nonché a premi di rischio più elevati e alla perdita di opportunità. In questo periodo, la riduzione dell'incertezza è di fondamentale importanza e di notevole valore. Le legislazioni nazionali degli Stati membri dovrebbero agire in risposta a queste esigenze. Ciò, tuttavia, pone i legislatori nazionali di fronte ad una sfida delicata. Questi ultimi, infatti, non dovrebbero essere eccessivamente prescrittivi e dovrebbero delegare efficacemente il processo decisionale alle parti interessate nonché a professionisti del settore i quali, nel loro insieme, potrebbero essere meglio informati e meglio incentivati. Allo stesso modo, tuttavia, la legislazione nazionale deve delineare le condizioni base essenziali per la raccolta e la diffusione delle informazioni e la creazione di incentivi positivi.

In tale contesto, una guida avente ad oggetto le best practice in materia può risultare utile sia ai legislatori che ai diretti interessati. Quest'ultima può contribuire all'elaborazione dell'indirizzo politico nei singoli ordinamenti, richiamando l'attenzione sui successi e i fallimenti in altre esperienze. Tale guida può, inoltre, consentire ai professionisti, ai consulenti, ai debitori, ai creditori e, se necessario, ai tribunali di trovare una base comune al fine, ad esempio, di individuare il momento in cui il debitore dovrebbe iniziare ad adottare le misure necessarie per una ristrutturazione, di contribuire all'elaborazione di piani di elevata qualità e, in ultima analisi, di distinguere i debitori in difficoltà redditizi da quelli non redditizi.

Abbiamo raccolto la sfida di scoprire e cristallizzare alcune delle migliori pratiche di maggior rilievo nel settore. Il progetto è stato realizzato con la collaborazione di numerose università: Università degli Studi di Firenze (Project Coordinator), Humboldt-Universität zu Berlin (Partner) e Universidad Autónoma de Madrid (Partner), con il supporto del Consejo General del Poder Judicial (Associate Partner), Banca d'Italia (Associate Partner) e Entrepreneurship Lab Research Center dell'Università di Bergamo (Associate Partner).

La ricerca è arricchita da un quadro concettuale attentamente elaborato ed è supportata da ampie e approfondite prove empiriche provenienti da quattro giurisdizioni europee (Germania, Italia, Spagna e Regno Unito), raccolte tra il 2016 e il 2018. Il progetto affronta anche diverse questioni fondamentali evidenziate sia nella Raccomandazione su un nuovo approccio al fallimento e all'insolvenza delle imprese (2014/135/UE), sia, aspetto ancor più importante, nella proposta di Direttiva sulla ristrutturazione preventiva [COM(2016) 723 def.].

Il presente lavoro è stato reso possibile da una generosa sovvenzione della Commissione europea (JUST/2014/JCOO/AG/CIVI/7627). La ricerca si basa sull'analisi di migliaia di fascicoli giudiziari e su centinaia di interviste che hanno coinvolto un'ampia gamma di stakeholder - avvocati, contabili, consulenti finanziari, funzionari bancari e giudici - in molteplici giurisdizioni. Siamo grati a tutti loro per aver contribuito con le loro diverse e preziose esperienze al nostro progetto.

Il presente Report Finale è il risultato principale della nostra ricerca. Si compone di otto capitoli, ciascuno dei quali affronta gli aspetti chiave di una tipica ristrutturazione: identificazione tempestiva e risposta alla crisi, l'equità del processo, la struttura base di un piano di ristrutturazione, la stesura di piani di elevata qualità, la negoziazione dei piani, l'omologazione, l'attuazione e il monitoraggio dei piani. Il documento si conclude con un capitolo dedicato alle micro, piccole e medie imprese, che sono il cuore e l'anima della maggior parte delle economie europee, ma le cui esigenze sono spesso trascurate dalla politica e dalla legislazione.

In ogni capitolo, il testo individua ed analizza le principali questioni; le conclusioni assumono la forma di "*Raccomandazioni*", rivolte ai principali attori delle procedure di ristrutturazione (sia giudiziali che extragiudiziali) e di "*Indicazioni di policy*", rivolte ai responsabili politici a livello europeo e nazionale. Esse sono numerate separatamente in ciascun capitolo e sono anche raggruppate insieme, al fine di facilitarne la lettura, all'interno di un'appendice.

Il Report Finale è integrato ed arricchito da numerosi altri risultati della ricerca, disponibili gratuitamente all'indirizzo www.codire.eu:

- i risultati nazionali ottenuti con riferimento a ciascuna giurisdizione, che, in ragione della elevata quantità di dati qualitativi e quantitativi, costituiscono la base del Report Finale.

- le osservazioni sulla proposta di Direttiva sulle ristrutturazioni [COM(2016) 723 def.], che intendono contribuire all'attuale dibattito sull'impegno europeo per introdurre un quadro comune per la ristrutturazione di imprese in difficoltà finanziarie ma economicamente redditizie. Il presente documento contiene le principali raccomandazioni rivolte ai responsabili politici europei, trasformandole in vere e proprie proposte di modifica del progetto pubblicato il 22 novembre 2016, attualmente l'unico disponibile al pubblico.

I risultati della ricerca sono il frutto dello sforzo congiunto di un grande gruppo di lavoro. Si ringraziano, in ordine alfabetico, Nigel J. Balmer, Francesca Burigo, Alessandro Danovi, Amber Darr, Francesco D'Angelo, Iacopo Donati, Marta Flores, Ilaria Forestieri, Clarisa L. Ganigian, Silvia Giacomelli, Diletta Lenzi, Paola Lucarelli, Monica Marcucci, Cristiano Martinez, Alfonso S. Nocilla, Tommaso Orlando, Giacomo Rodano, Patrizia Riva e, in particolare, Wolfgang Zenker e Andrea Zorzi per l'eccellente qualità del loro lavoro e la loro instancabile dedizione al progetto.

Si ringraziano inoltre i relatori esterni della conferenza tenutasi presso il Centre for European Policy Studies di Bruxelles il 5 luglio 2018, dove il team del progetto ha presentato i principali risultati preliminari della ricerca, al fine di diffonderne i risultati e le raccomandazioni, nonché di ricevere un feedback finale. I relatori sono stati Américo Carola, Mihaela Carpus Carcea, Andrea Csőke, Alexander Klauser, Stephan Madaus, Stathis Potamitis, Nico Tollenaar e Ondřej Vondráček. Hanno dedicato il loro prezioso tempo alla lettura di parti del presente documento in bozza e a fornire spunti e commenti critici che hanno contribuito a migliorarlo.

Commenti preziosi sono giunti anche dai partecipanti, tra i quali è giusto citare Reinhard Dammann, Matti Engelberg, Luciano Panzani, Jennifer Payne, Michael Veder e Bob Wessels. Infine, e soprattutto, vorremmo rendere un rispettoso omaggio al Dr. Shinjiro Takagi, che ci ha onorato viaggiando da lontano appositamente per partecipare alla conferenza. Questo è stato uno degli ultimi eventi pubblici della vita piena e straordinaria di Takagi Sensei. Il video della conferenza è

liberamente accessibile sul canale YouTube del progetto di ricerca Contractualised Distressed Resolution all'URL www.youtube.com/channel/UCo2dZ_ZL-lde28il4Ub7zTw.

Un contributo incredibilmente prezioso, ben oltre i propri compiti istituzionali, è stato dato durante tutto il progetto dal Comitato di Sorveglianza composto da Charles G. Case III, Irit Ronen-Mevorach e Jean-Luc Vallens. Desideriamo riconoscere la loro partecipazione entusiasta al nostro lavoro, motivata da pura passione per i temi trattati.

Riz Mokal

Christoph Paulus

Lorenzo Stanghellini

Ignacio Tirado

Sebbene il Report Finale sia il prodotto di uno sforzo collettivo e di discussioni approfondite ed il suo contenuto sia condiviso da tutti i membri del gruppo di ricerca, il Capitolo 1 è stato scritto da Christoph Paulus e Wolfgang Zenker, il Capitolo 2 è stato scritto da Riz Mokal, Il capitolo 3 è stato scritto da Riz Mokal con l'aiuto di Charles Case e Lorenzo Stanghellini, i capitoli 4, 5 e 7 sono stati scritti da Lorenzo Stanghellini e dal gruppo di ricerca italiano, il capitolo 6 è stato scritto da Ignacio Tirado e il capitolo 8 è stato scritto da Ignacio Tirado con l'aiuto di Riz Mokal.

Capitolo I

Identificare tempestivamente ed affrontare la crisi*

SOMMARIO: 1. La "crisi" e le cause scatenanti delle procedure di insolvenza e di ristrutturazione. - 2. 2. Sull'importanza dell'individuazione di cause di accesso alle procedure tempestive ed efficaci. - 3. Il riconoscimento della crisi. - 3.1. Cosa può fare la legge. - 3.2. Cosa possono fare il debitore/management del debitore e i professionisti incaricati - 3.3. Cosa possono fare i creditori e gli azionisti; specificamente il ruolo dei creditori finanziari. - 4. Incentivi per il ricorso ad una procedura di ristrutturazione. - 5. Riduzione dei disincentivi. - Allegato 1: Un ambiente favorevole alla ristrutturazione. - Allegato 2: Promozione di un dialogo cooperativo tra debitori e banche.

1. La "crisi" e le cause scatenanti delle procedure d'insolvenza e di ristrutturazione

Il diritto fallimentare ha sviluppato nell'arco dei secoli indicatori - più o meno affidabili e precisi - volti all'individuazione di quei comportamenti generalmente indicativi dell'insolvenza del debitore (fuga di quest'ultimo, mancato pagamento di un diritto accertato giudizialmente, etc.) o definizioni generali (sovraindebitamento, illiquidità, etc.). Nel recente passato, i criteri per l'accesso alle procedure di insolvenza (e ad altre procedure simili)[1] sono, in molti paesi, diventati più ampi ed i suoi confini sono sfumati. Di talché è possibile far ricorso alle procedure d'insolvenza già durante le prime, spesso meno chiaramente definite, fasi della crisi del debitore (si pensi all'insolvenza imminente, alla probabilità di insolvenza, alle difficoltà insuperabili e ad altre situazioni simili). In alcuni importanti casi, procedure volte ad affrontare situazioni di insolvenza possono essere addirittura attivate dal debitore senza dover provare, o persino dichiarare, il proprio stato di insolvenza o di crisi.[2]

---

* *Anche se discusso approfonditamente e condiviso da tutti i membri del gruppo di ricerca del Co.Di.Re., questo Capitolo è stato scritto da Christoph G. Paulus e Wolfgang Zenker*.

[1] Ad esempio, la Legge spagnola sull'insolvenza consente ai debitori (a differenza dei creditori o dei terzi) di presentare una domanda di accertamento dello stato di insolvenza non solo quando questi sono insolventi (insolvenza effettiva), ma anche quando sono sull'orlo dell'insolvenza (insolvenza imminente). Il concetto di "insolvenza imminente" è definito dalla legge come la situazione in cui "il debitore prevede che non sarà in grado di soddisfare regolarmente e puntualmente le proprie obbligazioni" (art. 2.3 IA). La prognosi del debitore deve essere effettuata tenendo conto della potenziale incapacità di far fronte alle obbligazioni (mancanza di liquidità o impossibilità di ottenerla), non basandosi sull'insufficienza dell'attivo per far fronte alle passività. L'incapacità di adempiere le proprie obbligazioni alle scadenze pattuite e con mezzi regolari si verificherà in futuro, alla scadenza dei debiti. Ciò richiede, dunque, una valutazione oggettiva circa le probabilità che tale evento si verifichi. Non può essere solo una possibilità; deve essere più probabile che non. La legge ha lasciato intenzionalmente aperto il periodo di tempo rilevante ai fini di tale valutazione. Non esiste una chiara giurisprudenza in materia, anche se esiste un consenso della giurisprudenza e della dottrina sul punto, basato sia su un'interpretazione letterale che teleologica, secondo cui l'"imminenza" si riferisce ad un periodo di breve termine (ad esempio, un periodo di uno o due mesi rientra senza dubbio nell'ambito di applicazione della norma).

[2] Esempi al riguardo sono il "periodo di negoziazione" o la "moratoria di cui all'articolo 5-bis", come disciplinati dalla legislazione spagnola sull'insolvenza. Se il debitore è insolvente, al fine di sospendere il termine per la presentazione obbligatoria della domanda di insolvenza, quest'ultimo può informare il tribunale sull'avvio delle trattative per l'attivazione di uno qualsiasi dei tre tipi di procedura concorsuale extragiudiziale descritti nella presente sezione o, addirittura, al fine di negoziare un piano che affronti anticipatamente l'insolvenza in tribunale. Tale comunicazione è un requisito formale, in quanto avrà luogo solamente un controllo superficiale avente ad oggetto il rispetto dei requisiti legali: non sarà effettuata un'analisi nel merito dell'istanza, e il giudice non dovrà prendere in considerazione le prove dell'insolvenza del debitore. Il giudice deve, tuttavia, verificare che la COMI rientri nella sua giurisdizione, in quanto il

L'obiettivo principale di CoDiRe, anche se non esclusivo, è rappresentato dall'analisi delle procedure di ristrutturazione istituzionalizzate e/o che prevedono l'intervento di un'autorità pubblica: ciò a differenza dalle ristrutturazioni meramente private a base contrattuale. Le procedure in questione sono basate su piani predisposti al di fuori dalle procedure di insolvenza formali e, generalmente, consentono alla maggioranza degli stakeholder (spesso d'accordo con il management del debitore) di aggirare la resistenza della minoranza di questi ultimi. Da un lato, di regola, tale tipologia di procedure è presa in considerazione al solo fine di evitare una liquidazione o altri procedimenti maggiormente invasivi (si pensi, ad esempio, al Regolamento Europeo sulle Procedure d'Insolvenza, nonché al progetto di Direttiva sulla Struttura della Ristrutturazione Preventiva). Tali procedure possono aver inizio anche durante le fasi iniziali della crisi del debitore e, dunque, consentono un intervento maggiormente tempestivo rispetto alle procedure di liquidazione. Dall'altro lato, tali procedure assoggettano frequentemente i creditori, nonché gli altri stakeholder che non hanno acconsentito contrattualmente ad un tale trattamento (ad esempio nelle condizioni degli strumenti obbligazionari o nell'atto costitutivo), ad una sospensione delle azioni esecutive e/o all'esercizio di un voto di maggioranza avente ad oggetto le proprie pretese o altri interessi nei confronti del debitore.

La possibilità di violare i diritti degli stakeholder può rendere una procedura allettante per un debitore, non solo in ragione del suo obiettivo prefissato, ma anche ai fini di un suo abuso. In altre parole, un semplice procedimento di rinegoziazione che richiede il voto unanime dei partecipanti e che non applica alcun vincolo ai propri partecipanti (ad esempio una moratoria), ovvero un procedimento concordato anticipatamente da tutti i partecipanti, può essere avviato in qualsiasi momento, in base alla volontà delle parti interessate e senza la necessità di un controllo giudiziale. Al contrario, altre tipologie di procedimento richiederanno una qualche forma di controllo. Gli esatti requisiti, ed anche l'approccio generale[3], dipenderanno in larga misura dalla rispettiva cultura legale e giudiziaria dell'ordinamento, dalla sua struttura costituzionale e normativa, dai particolari della procedura in questione, dai suoi effetti e dal suo promotore/i (ad esempio, in caso di iniziativa riservata al solo debitore rispetto all'iniziativa rimessa ai creditori). È, pertanto, impossibile rivolgere raccomandazioni che valgano per tutte le situazioni.

In ogni caso, anche facendo riferimento alle esperienze in particolare degli Stati Uniti e del Regno Unito, tale tipologia di procedura di ristrutturazione – diversamente da quelle procedure che prevedono misure che interferiscono, ad esempio, con i diritti dei creditori – non dovrebbe necessariamente richiedere alcun specifico livello di crisi o probabilità di insolvenza. È raccomandato, dunque, di consentire ai debitori di accedere alle procedure di ristrutturazione semi-formali senza che questi debbano oltrepassare alcuna soglia di crisi o di difficoltà finanziaria e senza che tali circostanze debbano essere dimostrate ad alcuna autorità giudiziaria o amministrativa. Un tale approccio consente l'attivazione di procedure non (o minimamente) invasive, senza il coinvolgimento del tribunale, e promette un ridotto stigma connesso con la procedura. Il rischio - nella pratica molto ridotto - che i debitori facciano ricorso a tali procedimenti senza trovarsi in alcuna difficoltà finanziaria o senza avere alcuna necessità di procedere ad una ristrutturazione, con possibili sprechi di risorse a danno degli altri stakeholder coinvolti, può essere affrontato con la previsione di

periodo di negoziazione di cui all'art. 5-bis è incluso nell'allegato A del recast dell'Unione europea sui procedimenti di insolvenza come uno dei tipi di procedure di insolvenza esistenti in Spagna.

[3] L'approccio generale definirà quali sono i criteri astratti di ammissibilità (inizio della crisi), fornirà gli elementi necessari a determinare la buona fede al fine di evitare abusi, determinerà il livello di coinvolgimento e controllo dell'autorità giudiziaria nella fase iniziale di verifica dei provvedimenti individuali e se il controllo debba essere esercitato ex ante o ex post.

un meccanismo che consenta, in caso di abuso, di respingere tali procedure per mezzo di un'ordinanza, su istanza di un numero minimo di stakeholder.

Lo scenario (più probabile) in cui i debitori, con imprese chiaramente non più redditizie, richiedono l'accesso a procedure di ristrutturazione invece di ricorrere a liquidazioni stragiudiziali o giudiziali, con il solo effetto di ridurre ulteriormente il patrimonio a disposizione dei creditori, può essere controbilanciato da un meccanismo simile (ciò in aggiunta alla previsione di istanze involontarie di fallimento e/o ad un dovere di domandare l'accertamento dello stato d'insolvenza: possibilmente dopo aver revocato la sospensione delle azioni esecutive).

Pertanto, mentre questo capitolo analizza "l'identificazione tempestiva della crisi", tale analisi non si estende ai criteri di ammissibilità di una qualsiasi procedura nazionale di pre-insolvenza/insolvenza o di una futura procedura adottata seguendo le disposizioni del progetto di Direttiva. Né, tantomeno, si estende all'identificazione di un preciso ed universalmente definito status di "crisi". In questa sede, per crisi è intesa semplicemente qualsiasi situazione in cui vi sia la necessità di un'azione a salvaguardia o per ristabilire la salute di un'impresa, il suo valore o qualsiasi interesse in quest'ultima, idealmente per mezzo di una ristrutturazione finanziaria e/o operativa. Inizialmente, tale necessità di intervento consisterà generalmente solo in un'attenta valutazione della situazione del debitore o in una negoziazione individuale con un creditore, con clienti o potenziali investitori, ma può (nel peggiore degli scenari) culminare nel deposito di una domanda per l'accesso ad una procedura d'insolvenza.

<u>Indicazione di policy #1.1</u> (*Requisiti per l'inizio di una procedura di ristrutturazione*)

Il debitore dovrebbe poter ricorrere alle procedure di ristrutturazione senza che ciò sia condizionato da alcun requisito di accesso, quale ad esempio la dimostrazione di una situazione di crisi o della probabilità di insolvenza. Tali requisiti dovrebbero essere previsti solamente in relazione a specifici strumenti e misure che incidono direttamente sui diritti degli stakeholder e (qualora ciò sia previsto) in relazione a procedimenti rimessi all'iniziativa dei creditori. In caso di domanda da parte di un numero minimo di creditori, un'autorità dovrebbe accertare se la procedura è stata avviata abusivamente e, in caso affermativo, interromperla.

2. Sull'importanza dell'individuazione di cause di accesso alle procedure tempestive ed efficaci

Un elemento particolarmente importante della "tendenza" legislativa diretta ad anticipare l'avvio di procedure di ristrutturazione di qualsiasi tipologia (cfr. *supra*, par. 1) è la consapevolezza che esistono più mezzi per reagire alla crisi,[4] all'insolvenza ed al problema della condivisione del rischio, rispetto alla semplice liquidazione e distribuzione dei beni del debitore tra i creditori. Gli sforzi volti a cedere la propria azienda o ad avviare una ristrutturazione che consenta una risanamento di quest'ultima, sono, ad ogni modo, (a) meno invasivi e con effetti meno drastici e (b) da intraprendersi il prima possibile, ovvero prima che la credibilità del debitore sul mercato e tutti i beni (materiali e immateriali) che garantiscono la redditività del debitore siano stati scommessi sul mercato e persi. La ricerca in tutte e quattro le giurisdizioni considerate dimostra che i professionisti che operano in ambito concorsuale considerano - all'unanimità - una reazione tardiva alla crisi il motivo

[4] Un'altra ragione, in qualche modo collegata a quella sopra menzionata, è da ricercarsi nei tassi di recupero degli stakeholder, solitamente minimi, derivanti dalle procedure di liquidazione convenzionali. Tali tassi tendono a diminuire con l'aumentare del ritardo nell'apertura della procedura d'insolvenza.

principale per cui le imprese non possono essere più ristrutturate e si avviano, pertanto, alla liquidazione.

Ciò sembra riguardare in particolare le MPMI e, tra queste, soprattutto le imprese a conduzione familiare e quelle a gestione diretta: ciò a causa di un monitoraggio e di risorse inferiori, della mancanza di competenza ed esperienza manageriale, dell'assenza di consulenti professionali e del particolare investimento finanziario ed emotivo del management nel futuro dell'impresa (in ragione della qualità di proprietari di tali soggetti), che può portare a valutazioni e decisioni irrazionali, nonché ad una generale mancanza di "distanza"[5] professionale. Una sfida particolarmente importante per tutti i tentativi di riforma legislativa nel campo delle ristrutturazioni è, e sarà, quindi, quella di far riconoscere tempestivamente alle MPMI la propria situazione di crisi e la conseguente necessità di reagire.

Al fine di eliminare qualsiasi dubbio, il presente Capitolo non ha ad oggetto esclusivamente le procedure di ristrutturazione o di insolvenza e le loro cause ma anche e - in una certa misura - soprattutto, i tentativi extragiudiziali e meramente contrattuali/negoziali di ristrutturazione. Questi ultimi sono solitamente i primi strumenti che i debitori devono prendere in considerazione, prima ancora di considerare l'opportunità di ricorrere ad un procedimento istituzionalizzato che, a seconda della sua configurazione all'interno dell'ordinamento, potrebbe comportare costi aggiuntivi, pubblicità indesiderata, incertezza, perdita del controllo sull'impresa, ovvero altri effetti negativi. Pertanto, ai fini di questo capitolo, sarà ipotizzato che vi sia una gamma più o meno ampia di strumenti di ristrutturazione (e liquidazione) a disposizione del debitore, e sarà prestata attenzione alle modalità tramite cui:

- facilitare il tempestivo riconoscimento, l'identificazione e la presa di coscienza della crisi (par. 3),
- incentivare il debitore e/o gli altri stakeholder ad agire sulla base di tali informazioni e (ipotizzando che l'impresa sia ancora redditizia) a perseguire una ristrutturazione (par. 4), e
- eliminare i disincentivi (punto 5).

Saranno esposte alcune brevi osservazioni sulla mancanza percepita, nonché sull'opportunità di un contesto giuridico favorevole alle procedure di ristrutturazione (allegato 1) e sulla necessità di stabilire un approccio cooperativo tra debitori e banche (allegato 2).

3. Il riconoscimento della crisi

3.1. Cosa può fare la legge

[5] La ricerca empirica dimostra che la struttura della *governance* di un'impresa è rilevante al fine di determinare la tempestività nell'affrontare la crisi. Ad esempio, in base ai dati nazionali italiani (i quali emergono principalmente dalle interviste dei professionisti) le imprese in cui i manager coincidono con gli azionisti, tendono a procrastinare la gestione delle situazioni di difficoltà. I dati qualitativi raccolti dimostrano che le imprese a conduzione familiare affrontano le difficoltà quando non vi è più spazio per la ristrutturazione. Una possibile ragione è che nelle imprese familiari, gli amministratori sono spesso azionisti, e tendono quindi a rinviare la ristrutturazione, a causa del rischio di dover sopportare perdite personali. I dati emergono da diverse interviste italiane a professionisti che assistono sia i debitori che i creditori.

In Italia, un modello simile si ha anche per le imprese di private equity gestite in modo professionale, probabilmente a causa degli incentivi provenienti dai partner dei fondi di investimento al fine evitare di rivelare il fallimento agli investitori. Si vedano i risultati della parte qualitativa della ricerca empirica italiana pubblicata sul sito www.codire.eu. Questi risultati sono coerenti con quelli ottenuti in Spagna. Si vedano i risultati della ricerca empirica spagnola pubblicati sul sito www.codire.eu.

La legge può, principalmente, prevedere sistemi di monitoraggio e di allarme tempestivo i quali dovrebbero garantire che gli amministratori di un'impresa siano informati, senza eccessivi ritardi, su eventuali sviluppi negativi dell'attività e della situazione finanziaria dell'impresa, in particolare con riferimento ai dati contabili fondamentali (fatturato, profitti/perdite, ecc.), all'esaurimento delle riserve di capitale (statutarie o facoltative), a potenziali problemi con i clienti principali e, soprattutto, su eventuali problematiche relative alla liquidità/solvibilità dell'impresa. In molti Paesi le normative ("hard" o "soft") in materia di corporate governance prevedono già che almeno alcune tipologie di società (ad esempio per dimensioni o forma societaria [società pubbliche]) prevedano tali sistemi (ad esempio, in Italia, il collegio sindacale); in altre società, sarà comunque un dovere generale degli amministratori tenersi informati sull'attività e vigilare su eventuali sviluppi che richiedano un intervento di questi ultimi.

Anche il progetto di Direttiva contiene una disposizione in tal senso: l'Art. 3 richiede - almeno alle MPMI – che queste ultime abbiano accesso a strumenti di allarme tempestivo (senza alcuna specificazione al riguardo) in grado di segnalare il deterioramento dell'attività dell'impresa e di segnalare la necessità di adottare misure urgenti, nonché abbiano accesso ad informazioni sugli strumenti di allarme tempestivo e di ristrutturazione. Il punto 13 prevede che l'adozione e l'utilizzo di questi strumenti di allarme tempestivo dovrebbero essere poco onerosi e il punto 16 cita, a titolo di esempio, gli obblighi di tenuta della contabilità e di controllo per il debitore o il suo management, gli obblighi di informazione previsti nei contratti di finanziamento, nonché gli incentivi o gli obblighi per i terzi di segnalare sviluppi negativi dell'attività di impresa. Sebbene possa essere considerato piuttosto creativo e, di fatto, un eufemismo qualificare i doveri del debitore o del management quali "strumenti" a cui i debitori dovrebbero avere accesso e da cui dovrebbero ricevere informazioni concise, tale approccio sembra, in teoria, sensato. [6]

Il problema al riguardo è di ordine pratico. In alcune giurisdizioni, i professionisti che operano in ambito concorsuale riferiscono che, in molti casi ed in particolare nelle MPMI, la contabilità del debitore non è in ordine (è spesso paragonata ad una scatola di ricevute), non vi sono controlli adeguati sull'andamento dell'impresa e che gli amministratori sono spesso inconsapevoli dello stato degli affari quotidiani della propria società, nonché privi di competenze specifiche con riferimento all'attività stessa e alla gestione della situazione finanziaria.[7] Inoltre, anche i debitori e gli amministratori che sono pienamente consapevoli della propria situazione spesso rifiutano di trarne le necessarie conclusioni, bensì adducono qualsiasi tipo di pretesto al fine di dimostrare che la situazione non è così disastrosa come suggerito dai conti della società.[8] Entrambi gli aspetti minacciano

[6] Il famigerato obbligo tedesco di ricorso alle procedure di insolvenza ai sensi del § 1, comma 1, lettera a). 15a La InsO, per quanto riguarda il sovraindebitamento, è concepito come un sistema di allarme tempestivo, in quanto un debitore è tenuto a controllare costantemente la propria situazione finanziaria. In pratica, però, ciò avviene raramente.

[7] Questo è il caso dell'Italia, per esempio, in cui le imprese più piccole hanno spesso un sistema di controllo che non consente il rilevamento tempestivo di una situazione di crisi.

Ciò avviene in modo analogo in Spagna, dove, in base all'opinione generale sulle cause del ritardo, la richiesta di consulenza legale specializzata per le MPMI è genericamente considerata legata al contesto e alla motivazione dei debitori più che al quadro giuridico (che in realtà cerca di incentivare l'adozione di soluzioni tempestive della crisi). La cultura dell'insolvenza dei piccoli debitori è debole, nel senso che i diversi meccanismi offerti dal sistema giuridico restano per lo più sconosciuti, in particolare le soluzioni contrattuali. Queste possono spesso derivare da una consulenza inadeguata da parte dei consulenti legali interni o esterni, che non hanno una formazione specifica in materia di insolvenza. Si vedano i risultati nazionali spagnoli, disponibili sul sito web www.codire.eu.

[8] Infatti, la ricerca empirica condotta in Spagna mostra che due diversi atteggiamenti sono particolarmente comuni nei piccoli debitori e tendono a ritardare qualsiasi decisione relativa all'insolvenza. Il primo consiste fondamentalmente nel negare la situazione critica che può influenzare l'azienda (la "sindrome dello struzzo"). Il secondo atteggiamento che mette in pericolo l'uso di soluzioni preventive è la convinzione che prima o poi la crisi passerà. Si vedano i risultati nazionali spagnoli, disponibili sul sito web www.codire.eu.

l'efficacia dei sistemi di allarme tempestivo, soprattutto per quanto riguarda i debitori che ne hanno maggiormente bisogno e che il progetto di Direttiva prende in considerazione.

Rafforzare, ampliare o semplicemente far rispettare meglio i doveri già esistenti e le corrispondenti responsabilità civili o penali o, ad esempio, richiedere agli imprenditori o ai manager di possedere determinate qualifiche di base in materia contabile e finanziaria, prima di avviare o gestire un'impresa, potrebbe, dall'altro lato, aumentare i costi di transazione connessi all'esercizio dell'attività d'impresa e potrebbe, in definitiva, interferire con l'imprenditorialità e la crescita economica. Trovare il giusto equilibrio si è rivelato un compito delicato per i legislatori.

In ogni caso, i sistemi di allarme tempestivo[9] dovrebbero risultare poco costosi e di facile applicazione. Ciò posto, il management dovrebbe avere l'obbligo di monitorare costantemente l'attività dell'impresa ed i suoi sviluppi, prestando particolare attenzione alle transazioni al di sopra di una certa soglia in relazione alle dimensioni dell'attività, alla contabilità ed alle condizioni dei principali clienti e fornitori, nonché al flusso di cassa ed alla liquidità, con l'obbligo di redigere relazioni o rendicontazioni periodiche per gli azionisti e/o le autorità (specialmente quelle fiscali). La revisione periodica dei conti sarà probabilmente troppo onerosa per poter essere universalmente applicata. I contabili esterni, i consulenti fiscali, i revisori ed in generale i professionisti incaricati dal debitore, nonché (in particolare) i dipendenti – i quali sono più a stretto contatto con le problematiche quotidiane dell'attività d'impresa rispetto agli amministratori e, soprattutto nelle imprese più grandi, sono quasi sempre a conoscenza di determinati tipologie di problemi prima degli altri - dovrebbero essere obbligati ad avvertire (almeno) il management di qualsiasi sviluppo negativo essi vengano a conoscenza,[10] che possa mettere a repentaglio la redditività dell'impresa. Il management dovrebbe informare i dipendenti di questo obbligo e dettare linee guida - laddove la legge non le preveda già - indicando alcuni eventi che rappresentano generalmente un segnale d'allarme per l'attività del debitore. Con riferimento particolare alle MPMI, queste linee guida - a differenza dei "testamenti biologici" previsti per le banche - non dovrebbero richiedere un elevato livello di sofisticazione, aggiornamenti regolari, contabilità professionale, dipartimenti di *compliance*, ecc., pertanto tali misure non dovrebbero rappresentare un peso finanziario od organizzativo per il debitore.

Tali eventi, che innescano un allarme istantaneo, possono essere definiti "eventi di crisi". Esempi significativi possono essere le perdite oltre una certa soglia (anche in relazione alle riserve di capitale dell'impresa), la perdita o l'insolvenza di un cliente o fornitore fondamentale, la perdita di dipendenti chiave, la variazione del prezzo delle forniture o, in generale, la perdita di condizioni commerciali favorevoli con clienti o fornitori fondamentali, il calo degli ordini effettuati da clienti fondamentali, la risoluzione di contratti di finanziamento, crediti scaduti di importo elevato, problemi di liquidità che portano alla maturazione di debiti nei confronti di terzi: in generale, qualsiasi forma di inadempimento delle obbligazioni relative all'attività dell'impresa, il ricorso a procedure esecutive, altre forme di esecuzione forzata, il deterioramento del rating creditizio, ecc.[11] Tali segnali

[9] A differenza dei sistemi di allarme tempestivo speciali e maggiormente sofisticati che la legge può richiedere per le società di maggiori dimensioni e/o per quelle pubbliche, in particolare quando la responsabilità degli azionisti o dei soci è prevista dalla legge (come nel caso delle società a responsabilità limitata) o di fatto limitata (come nel caso delle società in cui la responsabilità illimitata è, a sua volta, riferibile ad società a responsabilità limitata, come nel caso, ad esempio, della tedesca GmbH & Co. KG).

[10] Un obbligo non scritto di ricercare attivamente tali sviluppi, tuttavia, sarebbe con ogni probabilità troppo oneroso, almeno con riferimento alle MPMI, in quanto inciderebbe fortemente sulla voce di costo dei servizi forniti dai revisori e consulenti esterni o sul costo del lavoro.

[11] In Italia, i principali fattori che determinano la ristrutturazione sono spesso i) problemi di liquidità e ii) le norme in materia di salvaguardia del capitale. In alcuni casi, la violazione delle norme sulla salvaguardia del capitale sociale delle società per azioni e delle società a responsabilità limitata di cui agli articoli 2446/2447 e 2482-bis/2482-ter

dovrebbero indurre il management a valutare accuratamente la situazione dell'impresa, la sua redditività e la necessità di una ristrutturazione di quest'ultima.

Una questione di estremo interesse ed importanza che i legislatori dovrebbero affrontare quando prendono in esame gli strumenti di allarme tempestivo in questione, è se l'avvertimento debba essere indirizzato al debitore o al management, oppure se gli azionisti, i dipendenti, i creditori ovvero, ad esempio, ad un ente pubblico o semipubblico come un tribunale od un organismo professionale dovrebbero, a questo punto, essere coinvolti (si pensi alla francese *procédure d'alerte* o al progetto di legge italiano), direttamente o per mezzo del management. Il coinvolgimento di terzi potrebbe costituire un incentivo per il management a non ignorare il segnale d'allarme ricevuto (cfr. anche *ultra*, par. 4.), aumentando così l'efficacia dei sistemi. Dall'altro lato, qualsiasi pubblicità che derivi da tali segnalazioni potrebbe mettere ulteriormente in pericolo il debitore (si pensi agli effetti sulla reputazione, nonché agli effetti commerciali e finanziari più immediati di una potenziale crisi che diventa di dominio pubblico), potrebbe incentivare abusi da parte (ad esempio) di concorrenti o di dipendenti scontenti, nonché comportare spese per il debitore o il contribuente e, in definitiva, compromettere qualsiasi procedimento collettivo di risoluzione della crisi. L'obbligo per i lavoratori di fornire informazioni sul proprio datore di lavoro potrebbe dare luogo a una serie di conflitti che appaiono quanto meno problematici.

Nel complesso, siamo dell'avviso che il management dovrebbe avere l'obbligo – in aggiunta agli attuali obblighi delle società quotate di pubblicare le informazioni privilegiate in loro possesso- di informare gli azionisti degli sviluppi dell'attività d'impresa nelle assemblee ordinarie degli azionisti e, in caso di perdite rilevanti o altri sviluppi che rendano altamente probabile o inevitabile l'insolvenza, in un'assemblea straordinaria degli azionisti o mediante una comunicazione scritta. In tutti gli altri casi, la valutazione sull'opportunità di informare gli azionisti dovrebbe (come avviene per le informazioni dirette ai creditori[12]) essere rimessa alla discrezionalità del management. Il coinvolgimento obbligatorio dell'autorità giudiziaria o di altre autorità potrebbe risultare molto utile, soprattutto per aiutare il management delle MPMI a valutare meglio la situazione. Tuttavia, in ragione dei costi aggiuntivi e della discutibile concreta applicabilità di tale disposizione, non sembra opportuno definirla una "indicazione di policy". In ogni caso, dovrebbero essere incoraggiate iniziative volte a offrire al management delle MPMI una consulenza (volontaria) gratuita o a prezzi accessibili sulla situazione dell'attività del debitore volta alla valutazione della crisi, nonché delle possibili misure per reagire a quest'ultima,[13] con il solo limite rappresentato dal fatto che i finanziamenti pubblici non devono creare un rischio morale o esternalizzare indebitamente i costi sui contribuenti. Un'alternativa potrebbe essere costituita da un'assicurazione volontaria od obbligatoria per i costi di una eventuale ristrutturazione (e, in particolare, per i costi di consulenza).

Sebbene vi siano solide argomentazioni a favore di tale obbligo, dovrebbe essere messa in dubbio l'opportunità di introdurre obblighi giuridici (diversi dagli incentivi) per i creditori istituzionali - pubblici o privati – volti alla segnalazione di "eventi negativi", come indicato nel punto 16 del progetto di Direttiva. I creditori sono i soggetti maggiormente colpiti dalla crisi e non

del Codice Civile (c.d. regola della "ricapitalizza o liquida", che prevede la liquidazione in caso di mancato ripristino del capitale minimo in tempi brevi) costituisce il vero e proprio fattore scatenante.

[12] Il management gode di una certa discrezionalità a meno che l'obbligo di informare il creditore non derivi, ad esempio, dal contratto tra le parti o dalla legge, come ad esempio nel caso dei dipendenti (cfr. § 106 della BetrVG), Ovviamente, il management deve fornire informazioni accurate ai creditori finanziari che prendono decisioni sul credito nei confronti della società debitrice.

[13] In Germania, ad esempio, le camere di commercio e dell'industria locali e la KfW (banca statale per lo sviluppo) offrono programmi per la valutazione sovvenzionata delle crisi (tavole rotonde) e la consulenza *turn-around*.

dovrebbero essere imposti loro obblighi (ed eventualmente responsabilità in caso di inadempimento) nel tentativo di risolvere la crisi.

Indicazione di policy #1.2 (*Sistemi di allarme tempestivo*). La legge dovrebbe prevedere sistemi di allarme tempestivo universali, nonché obblighi per il management volti ad assicurare il monitoraggio costantemente dell'attività dell'impresa, ciò al fine di rilevare eventuali segnali di crisi. Tali disposizioni dovrebbero applicarsi - con eventuali requisiti aggiuntivi per le imprese grandi e/o pubbliche - a tutte le imprese, indipendentemente dallo status giuridico o dalle dimensioni.

Indicazione di policy #1.3 (*Obbligo di definire gli eventi di crisi*). La legge dovrebbe individuare "eventi di crisi" generali e prevedere l'obbligo per il management di definire "eventi di crisi" specifici che richiedano una segnalazione da parte dei dipendenti e dei professionisti quali, ad esempio, revisori dei conti, contabili e consulenti. Un "evento di crisi" generale di particolare importanza è rappresentato da qualsiasi inadempimento del debitore.

Indicazione di policy #1.4 (*Ruolo del management in relazione all'allarme tempestivo*). Tutti gli avvertimenti devono essere rivolti al management, che deve valutare come tutelare al meglio gli interessi dei creditori nel loro insieme e decidere, a sua discrezione, se coinvolgere altre parti (azionisti, creditori, tribunali o altre autorità). Tale discrezionalità può essere limitata dalla legge a tutela, ad esempio, del mercato o dei dipendenti, per mezzo di obblighi contrattuali o dei generali obblighi del management nei confronti degli azionisti.

Indicazione di policy #1.5 (*Consulenza accessibile dalle MPMI per prevenire ed affrontare le crisi*). Gli organismi pubblici o professionali, come le camere di commercio, dovrebbero valutare la possibilità di offrire consulenza gratuita o a prezzi sostenibili alle MPMI nella predisposizione di sistemi di allarme tempestivo, nonché nella valutazione di una situazione di crisi e per l'adozione di misure appropriate.

3.2. Cosa possono fare il debitore/ il management del debitore ed i professionisti incaricati dal debitore

Ovviamente, il debitore e il suo management possono e devono rispettare la legge ("compliance"), osservare le norme non vincolanti (ad esempio le linee guida sulla corporate governance), adottare un sistema di allarme tempestivo raccomandato, nonché fornire ai i loro dipendenti le direttive necessarie. Inoltre, anche in assenza della normativa sopra suggerita (*supra*, par. 1), imprenditori e amministratori possono e dovrebbero adottare volontariamente i sistemi di allarme tempestivo già delineati - in particolare incoraggiando o indirizzando i dipendenti ad avvisarli tempestivamente su eventi e sviluppi potenzialmente dannosi e pericolosi che si verifichino nel corso dell'attività d'impresa quotidiana - nonché tenersi informati sullo situazione finanziaria attuale della propria impresa e, in particolare, sulle previsioni dei flussi di cassa/liquidità. Può anche sostenersi che l'adozione volontaria di sistemi di allerta tempestiva, in assenza di norme specifiche, sia obbligatoria in base ai principi generali di comportamento che gli imprenditori e gli amministratori sono tenuti a rispettare (potrebbe, infatti, essere invocata la responsabilità per negligenza di questi ultimi in caso di mancata adozione di tali sistemi).

Anche se non previsto dalla legge, gli imprenditori e gli amministratori dovrebbero acquisire una conoscenza generale sulla contabilità e la finanza di base, oltre a mantenere i libri contabili aggiornati e ad assicurarsi gli obblighi di rendicontazione e di revisione (compresa la presentazione tempestiva delle dichiarazioni dei redditi) siano adempiuti. Si raccomanda di sostenere tali sforzi fornendo finanziamenti pubblici al fine di offrire agli imprenditori e agli amministratori delle MPMI una formazione a prezzi accessibili riguardo i loro obblighi e la gestione della propria attività imprenditoriale: tale tipologia di intervento può aversi, ad esempio, per mezzo di organismi professionali (in particolare camere di commercio ecc.).

Imprenditori e amministratori sono tenuti ad essere costantemente consapevoli dei propri limiti e ad avvalersi (pur consci dei costi e dell'impatto sulla situazione finanziaria dell'impresa) di consulenze e supporto esterno, da parte di dipendenti o consulenti incaricati e di professionisti quali avvocati, consulenti aziendali o fiscali, revisori dei conti. I professionisti incaricati dovrebbero poter accedere ad informazioni aggiornate e accurate, avere pieno accesso ai dati e ai dipendenti e ricevere l'incarico di valutare lo stato dell'azienda e la sua redditività attuale e futura. Anche laddove tale obbligo non sia ricavabile dalla legge, dalle regole professionali o dai contratti individuali[14], i consulenti o i revisori incaricati dovrebbero valutare le informazioni messe a loro disposizione (così come anche l'assenza di determinate informazioni) per individuare elementi indicatori di una crisi e, quindi, la necessità di procedere ad una ristrutturazione. A seguito del rilievo di tali elementi, i professionisti saranno tenuti ad informare il management riguardo a quanto emerso in sede di verifica e consigliare quest'ultimo sulle opzioni disponibili, al fine di valutare ulteriormente ed affrontare la situazione. Ogni comunicazione di questo tipo deve essere chiara e priva di ambiguità e deve essere supportata da adeguata documentazione. D'altronde, il management potrebbe non voler affrontare o accettare il pericolo dell'insolvenza e potrebbe, quindi, cercare interpretazioni alternative dei risultati. In tal caso, i consulenti devono mantenere la propria posizione e non devono fornire "giustificazioni" della crisi. La ricerca mostra che nelle MPMI alcuni tentativi di ristrutturazione sono stati avviati in diversi casi da auditor (dove presenti) e consulenti fiscali (in Germania) che hanno allertato i manager su una (potenziale) crisi.

<u>Raccomandazione #1.1</u> (*Sistemi volontari di allarme tempestivo*). Anche in assenza di obblighi previsti dalla legge o di standard riconosciuti a livello internazionale, i debitori dovrebbero adottare adeguati sistemi di allarme tempestivo per monitorare la propria attività alla ricerca di indicatori di una crisi o di "eventi di crisi". Questi dovrebbero, dunque, istruire i propri dipendenti a riconoscere tali indicatori e ad allertare tempestivamente il management.

<u>Indicazione di policy #1.6</u> (*Formazione di base in materia contabile, commerciale e finanziaria*). Gli imprenditori e i manager dovrebbero avere accesso ad una formazione di base contabile, finanziaria e commerciale e riguardo loro obblighi giuridici.

[14] Per quanto riguarda la Germania, cfr. Corte Federale di Giustizia (Bundesgerichtshof), 26 gennaio 2017, causa IX ZR 285/14, ECLI:DE:BGH:2017:260117UIXZR285.14.0, che chiarisce gli obblighi di un consulente fiscale incaricato di redigere il bilancio d'esercizio di a) valutare la redditività dell'impresa e b) allertare il management riguardo qualsiasi elemento non trascurabile che possa condurre ad una situazione di insolvenza, nonché riguardo i corrispondenti obblighi di questi ultimi quando le informazioni messe a loro disposizione confermano chiaramente tale situazione.

<u>Raccomandazione #1.2</u> (*Accesso a informazioni aggiornate e accurate da parte dei consulenti*). I consulenti professionali incaricati dal debitore dovrebbero avere accesso ad informazioni aggiornate e accurate ed essere incaricati di valutarle anche alla luce dei segnali di crisi, nonché di consigliare il management sulle soluzioni da adottare.

3.3. Cosa possono fare i creditori e gli azionisti in tali situazioni; segnatamente, il ruolo dei creditori finanziari.

Come evidenziato in precedenza (cfr. *supra*, par. 1), i creditori non dovrebbero di regola essere obbligati a tenersi informati sulla situazione finanziaria, sul successo commerciale o sulla redditività dei propri debitori, né tanto meno ad allertare i loro debitori o altre entità pubbliche riguardo alle problematiche rilevate con riferimento alle loro attività.

L'eccezione più importante a questa regola generale riguarda le banche e gli altri istituti finanziari. Essi hanno l'obbligo legale di valutare e attenuare la loro esposizione ai rischi. In questo contesto, almeno per i finanziamenti o altre forme di credito che superano una certa soglia, essi devono chiedere al debitore di fornire informazioni particolarmente dettagliate sulla propria situazione finanziaria ed economica e valutarne la redditività. Si tratta non solo di un obbligo iniziale di controllo, ma anche di un obbligo che permane per l'intera durata dell'esposizione al rischio di credito del debitore. Inoltre, in risposta alla crisi finanziaria e al massiccio aumento dei crediti deteriorati che ha contribuito a generare, le autorità regolamentari europee hanno introdotto una serie di obblighi aggiuntivi di monitoraggio. Molti di questi nuovi requisiti sembrano in grado di rivestire un ruolo importante nella promozione di un'identificazione e di una gestione tempestiva delle situazioni di crisi.

Una misura organizzativa particolarmente raccomandata dagli organi di vigilanza è l'istituzione di unità di gestione dei crediti deteriorati, separate dalle funzioni di erogazione dei finanziamenti, in modo da eliminare potenziali conflitti di interesse e garantire la presenza di personale con competenze ed esperienza specifiche.[15]

Le linee guida di vigilanza prescrivono che le unità dedicate dei soggetti finanziatori si impegnino con il debitore per l'intero ciclo di vita della NPE. Queste inoltre indicano quale dovrebbe essere il fulcro delle attività di tali unità in ciascuna fase del ciclo. Ciò dovrebbe tradursi in un ruolo attivo dei finanziatori nel sensibilizzare tempestivamente il debitore in merito alle difficoltà e all'adozione immediata di misure di risposta. In particolare, le linee guida di vigilanza impongono alle banche di adottare a livello interno una serie di strumenti di monitoraggio e procedure di allarme tempestivo (sia a livello del portfolio che del debitore), al fine di individuare tempestivamente i segnali di deterioramento della situazione del cliente. Alle banche è altresì suggerito di sviluppare specifici sistemi di allarme automatico a livello del debitore, da attivare in caso di violazione di specifici indicatori di allarme tempestivo. Qualora si verificano tali violazioni, le banche dovrebbero attivare unità dedicate al fine di valutare la situazione finanziaria del cliente e discutere le possibili soluzioni con la controparte.

Un sistema composto da meccanismi di allerta tempestiva da istituire a livello dei finanziatori, abbinato a valutazioni finanziarie più ampie - da condurre sia a livello di portafoglio che di segmento di credito - dovrebbe consentire alle banche di sviluppare soluzioni personalizzate di recupero in una fase molto precoce.

[15] Si veda *infra*, Capitolo 5, note 107 e 109.

I risultati della ricerca mostrano che attualmente le banche, come i consulenti fiscali e i revisori dei conti (cfr. *supra*, par. 2), sono già oggi spesso i principali promotori di ristrutturazioni e trattative.

Si ricorda, tuttavia, che sia i requisiti prudenziali che le aspettative degli organi di vigilanza sulla gestione degli NPL sono volti a promuovere comportamenti efficaci e prudenti da parte degli intermediari nella gestione dei rischi del credito. L'azione delle banche o la loro mancanza di iniziative adeguate al riguardo sarà valutata dalle autorità di vigilanza e potrebbe dar luogo ad azioni da parte di quest'ultima. Tali requisiti non dovrebbero - in linea con quanto sopra, par. 1 - essere interpretati nel senso di imporre alle banche un obbligo specifico di informare i debitori o di prendere l'iniziativa in sostituzione di un debitore inattivo. Le banche possono offrire la loro assistenza ovvero chiedere ai soggetti finanziati di impegnarsi - in via prudenziale - nella ricerca di soluzioni alla situazione di crisi, ma solo questi ultimi saranno responsabili della gestione delle difficoltà relative alla propria attività imprenditoriale e, quindi, essere considerati responsabili nei confronti degli stakeholder per la mancata adozione di misure tempestive. Da parte loro, le banche generalmente dovrebbero astenersi dall'interferire con la gestione aziendale dei loro clienti, sia nei periodi di congiuntura favorevole che in quelli di congiuntura sfavorevole.

Pertanto, anche a prescindere da speciali obblighi informativi del debitore, i creditori finanziari - in particolare la banca con la quale il debitore intrattiene la maggior parte dei rapporti[16] - si trovano spesso in una situazione privilegiata (insieme ad alcuni creditori pubblici istituzionali come le autorità fiscali e i creditori previdenziali) in ragione dell'ampiezza delle informazioni sulla situazione (anche finanziaria) del debitore di cui questi ultimi possono facilmente entrare in possesso. Inoltre, i prestiti e gli altri contratti di finanziamento di una certa entità contengono quasi sempre numerosi "covenants finanziari", tra cui meccanismi di controllo ed obblighi di rendicontazione, sia regolari sia speciali, attivantisi qualora si verifichino determinati eventi (perdita di capitale, liquidità a rischio, debiti crescenti, ecc.). A condizione che il debitore rispetti le proprie obbligazioni contenute in tali covenants, il creditore riceve segnali relativi alla crisi e questo potrà - anche se il debitore non intende considerarli seriamente o li ignora apertamente - avviare un dialogo con il debitore e (se necessario) esercitare pressioni sul debitore affinché agisca in risposta alla crisi e persegua una ristrutturazione, minacciando di invocare la decadenza dal beneficio del termine o di porre fine al finanziamento. La nostra ricerca qualitativa realizzata attraverso interviste a esperti, in particolare ma non esclusivamente in Germania, rivela che i covenants finanziari che prevedono obblighi contrattuali di informazione per le imprese (soprattutto di medie dimensioni)[17] svolgono un ruolo importante e positivo in tale contesto[18].

Anche se, di regola, non rappresenta un obbligo del creditore monitorare la situazione finanziaria del debitore o cercare segni di crisi di quest'ultimo, è generalmente nel suo interesse

[16] In alcune giurisdizioni, in particolare in Germania (tra le quattro prese in considerazione), i debitori tendono, tradizionalmente e prevalentemente, a intrattenere la maggior parte dei loro rapporti (conti correnti e conti deposito, prestiti, garanzie, ecc.) con un'unica banca ("Hausbank"); in altre giurisdizioni, al contrario, gli imprenditori tendono a ricorrere a molte banche (finanziamenti multipli), anche quando l'attività è di piccole dimensioni (è il caso dell'Italia). Al contrario, la ricerca empirica condotta in Spagna mostra che l'esistenza di una banca principale (e spesso unica) è una caratteristica generale delle PMI.

[17] Nel caso delle grandi imprese, raramente sembra necessario questo catalizzatore esterno, mentre le micro e (molto) piccole imprese spesso non ricorrono a prestiti di dimensioni tali da giustificare sofisticati covenants finanziari.

[18] È il caso anche dell'Italia, dove la ricerca qualitativa ha dimostrato che i covenants nei contratti finanziari, di cui l'azienda è parte prima della ristrutturazione, possono giocare un ruolo cruciale nell'evidenziare la crisi finanziaria. Dalle rilevazioni nazionali italiane emerge che le imprese in difficoltà, che in precedenza avevano stipulato accordi finanziari contenenti covenants, hanno quasi sempre violato tali covenants.

riconoscerne i segnali di una crisi in quanto ciò può offrirgli la possibilità di adattare le proprie iniziative presenti e future con riferimento al debitore (ad esempio, non estendendo ulteriormente il credito commerciale e richiedendo operazioni in contanti) e di incoraggiare e sostenere attivamente gli sforzi di ristrutturazione del debitore o altre tipologie di gestione della crisi, senza influenzarlo indebitamente e senza interferire con le sue attività. L'unico potenziale svantaggio - per quanto molto importante - di tale conoscenza può derivare da una maggiore esposizione alla responsabilità (soprattutto civile) e, in particolare, ad una successiva revocatoria o ripetizione dei pagamenti ricevuti dal debitore (cfr. *infra*, par. 5).

In ogni caso, i mezzi a disposizione dei creditori non finanziari per monitorare le condizioni finanziarie di un debitore sono molto limitati. Nella maggior parte dei casi, gli strumenti più semplici, ma anche più efficaci, a disposizione sono rappresentati dall'osservazione dei pagamenti del debitore (sono effettuati in modo puntuale ed esatto?), la richiesta di pagamento dei crediti pendenti, la richiesta di spiegazioni plausibili sui ritardi ed il rifiuto di risposte vaghe, evasive o non esplicite. In base alla nostra esperienza, le verifiche presso le agenzie che forniscono informazioni riguardanti il merito creditizio e altre informazioni commerciali sui debitori hanno un'efficacia limitata in quanto si basano su informazioni pubblicamente disponibili e su relazioni di altri creditori cosicché, solitamente, tali informazioni saranno caratterizzate da un ritardo (spesso considerevole). In ogni caso, se un controllo restituisce un segnale d'allarme, tale segnale dovrebbe essere preso seriamente in considerazione, mentre l'indicazione di un merito creditizio sufficiente o buono non dovrebbe essere considerato conclusivamente un segnale positivo.

Gli azionisti, al pari dei creditori (e, nelle fasi iniziali, ancor di più) dovrebbero essere particolarmente interessati a realizzare una ristrutturazione tempestiva nel caso in cui l'impresa si avvii verso una crisi, poiché la propria quota di capitale di rischio sarà colpita e svalutata ancor prima dei crediti dei creditori.[19] Essi, infatti, da una procedura liquidatoria, che sia effettuata tramite una vendita atomistica o aggregata del complesso aziendale, non potranno recuperare alcunché. Ciononostante, la ricerca qualitativa dimostra che, in particolare gli azionisti di imprese familiari tanto quanto gli investitori di private equity tendono a ritardare i tentativi di ristrutturazione. A seconda della forma della società, del suo atto costitutivo e statuto, della distribuzione del capitale e del coinvolgimento degli azionisti nella gestione della società, il grado di conoscenza che gli azionisti hanno della situazione finanziaria del debitore e della redditività della sua attività varia enormemente. Pertanto, in questa fase non esistono linee guida universali con riferimento ad una *best practice* per gli azionisti, se non quella di interessarsi all'attività, di avvalersi dei diritti ad essi riservati e di incoraggiare il management ad affrontare tempestivamente la crisi quando sia riconosciuta.

<u>Raccomandazione #1.3</u> (*Valutazione della situazione finanziaria del debitore da parte delle banche*). Le istituzioni finanziarie e gli altri creditori istituzionali con accesso privilegiato alle informazioni finanziarie del debitore dovrebbero valutare queste ultime per individuare chiari indizi di una potenziale crisi. Quando ciò sia opportuno, i contratti di finanziamento dovrebbero contenere covenants finanziari che prevedano un obbligo di informazione periodica da parte del debitore così come un obbligo collegato al verificarsi di eventi specifici.

[19] Ciò, a sua volta, significa che la situazione per gli azionisti cambia completamente una volta che sono "*out of the money*" e hanno poco o nulla da perdere. Da questo punto in poi, è probabile che siano indifferenti o addirittura interessati a mantenere in vita l'attività, a fare offerte e/o a commettere azzardi per la "resurrezione" della società, dato che probabilmente saranno messi da parte nell'ambito di una ristrutturazione. Un modo per reagire a questo problema è consentire agli azionisti di mantenere parte della loro quota nell'impresa anche dopo la ristrutturazione. La "*regola della priorità relativa*", raccomandata nella presente relazione (cfr. capitolo 2), serve a questo scopo.

<u>Raccomandazione #1.4</u> (*Dialogo sulla situazione finanziaria del debitore su iniziativa di un creditore o di un'altra parte*). Se un creditore (o un azionista) viene a conoscenza di indicatori sufficientemente forti della crisi di un debitore, dovrebbe mettersi in contatto con quest'ultimo nella prospettiva di discutere apertamente la situazione e le opzioni per affrontarla.

4. Incentivi per il ricorso ad una procedura di ristrutturazione

L'esperienza dimostra che i debitori e gli amministratori sono spesso riluttanti ad ammettere l'esistenza di una situazione di crisi e ad affrontarla apertamente, in particolare ricorrendo a procedure di insolvenza o a procedure con effetti simili (ovvero con effetti sulla loro reputazione, sul loro controllo sull'impresa o, soprattutto nelle imprese familiari, sui loro investimenti).[20] Gli impulsi esterni provenienti dai consulenti (*supra*, par. 3.2) o dai creditori (*supra*, par. 3.3) possono essere d'aiuto, ma non rappresentano in alcun modo una garanzia che il management riconosca che la situazione è grave e che è dunque necessario agire adottando le misure necessarie.

Gli incentivi possono assumere la forma della proverbiale "carota" o del "bastone" - l'approccio attualmente predominante nei vari ordinamenti, con riferimento agli amministratori del debitore, è costituito dal bastone rappresentato dalla "responsabilità" di questi ultimi. Tale responsabilità può assumere varie forme: generale o limitata a determinati tipi di società; penale o civile; quest'ultima nei confronti della società o direttamente dei creditori, in ragione del c.d. "wrongful trading", della mancata attuazione di una ristrutturazione, del mancato tempestivo ricorso ad una procedura di insolvenza o in ragione di molteplici altre violazioni; occorre altresì rilevare, in alcune ipotesi, la presenza di un obbligo di anticipare i costi di una procedura di insolvenza, ecc. In base alle nostre ricerche, il comune denominatore di queste ipotesi di responsabilità è rappresentato dal fatto che queste non assolvono in modo affidabile alla loro funzione di incentivi, in particolare con riferimento alle MPMI.[21] In alcuni casi, tuttavia, esse funzionano, soprattutto (ma non solo) nelle società di maggiori dimensioni gestite da amministratori professionisti che non sono azionisti di rilievo e, solitamente, aggiungono un ulteriore livello di protezione a favore dei creditori, accordando loro azioni dirette o consentendo agli organi della procedura di far valere (più facilmente) i propri diritti nei confronti di amministratori imprudenti o, quantomeno, negligenti.

Pertanto, la responsabilità degli amministratori ha una sua utilità nella legge. Di conseguenza, è perfettamente logico che l'articolo 18 del progetto di Direttiva richieda agli Stati membri di imporre agli amministratori, in caso di rischio di insolvenza, l'obbligo di adottare, *inter alia*, misure ragionevoli per valutare la crisi nonché la redditività dell'impresa e, se appare ragionevole, di evitare tale situazione di insolvenza, evitando di mettere a repentaglio la redditività dell'impresa nell'interesse

[20] In Italia, lo stigma associato con le procedure concorsuali è considerato ancora molto elevato, il che induce le imprese in difficoltà a cercare soluzioni alternative anche quando queste appaiono difficilmente praticabili. Lo stesso accade in Spagna, dove una delle ragioni principali che spiegano lo scarso ricorso alle procedure formali di insolvenza è il tradizionale stigma personale, generalmente associato alle procedure di insolvenza. In effetti, questo stigma è stato senza dubbio un fattore rilevante per spiegare lo scarso utilizzo del sistema in Spagna, soprattutto nei primi anni. Un elemento che è spesso presente nella maggior parte delle società - e che costituisce un ostacolo per la maggior parte dei sistemi in tutta Europa e oltre - ha avuto un'intensità particolare in Spagna, un paese in cui fino al 2004 era in vigore un quadro di insolvenza punitiva dal XIX secolo.

[21] Un altro possibile incentivo negativo è l'esclusione per un certo periodo di tempo degli amministratori che trascurano i loro doveri dalla direzione di un'altra impresa. Non sembra, tuttavia, essere più efficace della responsabilità collegata all'attività presente - il suo effetto è per lo più di tipo preventivo, tenendo persone incompetenti e/o sconsiderate lontane da futuri ruoli di gestione (ufficiale).

dei creditori e degli altri stakeholder. Il summenzionato obbligo comporta di norma, quantomeno, un profilo di responsabilità civile degli amministratori. Tuttavia, in base alle nostre ricerche ed alla comune esperienza, raccomandiamo di modificare l'Articolo 18 al fine di specificare le responsabilità e chiarire i doveri degli amministratori.

In ogni caso l'approccio che prevede l'utilizzo della carota, come forma di incentivo, può risultare, in definitiva, l'approccio migliore o, se coordinato con la previsione di una responsabilità a carico degli amministratori, di eguale valore. L'incentivo più efficace è probabilmente quello che la legge non è in grado di offrire, ossia il riconoscimento del ruolo cruciale del management nell'invertire la situazione di crisi e nell'evitare quest'ultima, in contrasto con l'impatto negativo sulla reputazione che può derivare agli amministratori dalla circostanza di essere in carica quando la crisi si è manifestata. Un altro incentivo, che la legge può fornire con maggiore facilità, è quello di garantire l'accesso a determinate tipologie di procedure (quali la mediazione, la negoziazione assistita ed alcune tipologie di ristrutturazione) solo qualora il management vi faccia ricorso in una fase iniziale della crisi ed a condizione che tali procedure siano considerate un'alternativa desiderabile da parte del management: ad esempio perché gli effetti di questi istituti sono maggiormente prevedibili, ovvero in ragione della loro minore invasività (si pensi alla perdita di controllo dell'impresa o alla sostituzione del management, nonché alle interferenze nell'attività d'impresa ecc.). In particolare, con riferimento ai singoli imprenditori o alle società di persone, la previsione di un'esdebitazione a favore di questi ultimi potrebbe fungere da carota nell'incentivare il management ad avviare con maggiore tempestività procedure di ristrutturazione o di insolvenza.

Una questione di grande rilievo è se sia opportuno o meno consentire ai creditori o agli altri stakeholder[22] di superare la resistenza di un debitore contrario (ossia, con riferimento ai debitori in forma societaria, il loro consiglio di amministrazione) e avviare efficacemente un'attività di ristrutturazione indipendentemente dall'approvazione (almeno iniziale) del debitore. Poiché vi sono forti argomentazioni sia a favore che contro l'iniziativa rimessa ai creditori,[23] il gruppo di ricerca ha deciso di non raccomandare una modifica del progetto di Direttiva in tal senso e di non formulare una indicazione di policy a tale riguardo. La situazione è tuttavia diversa quando il debitore ha già avviato una ristrutturazione: in tal caso i creditori dovrebbero avere la possibilità di proporre un piano concorrente. In ogni caso, un'efficace ristrutturazione non potrà avere un esito positivo con (o contro) un debitore riluttante e, sebbene la minaccia di un piano concorrente possa controbilanciare il ruolo

[22] Gli azionisti possono potenzialmente utilizzare i loro diritti amministrativi (a condizione di ottenere la maggioranza necessaria o di poter esercitare i diritti di minoranza pertinenti) per sostituire o ordinare al management di agire seguendo le loro richieste.

[23] Il legislatore olandese introdurrà presto nuove disposizioni che consentiranno ai creditori di avviare una ristrutturazione prima che si verifichi l'insolvenza e, eventualmente, rimuovere il debitore dalla gestione dell'impresa. In breve, se un debitore non sarà in grado di pagare i suoi debiti alla loro scadenza e, su richiesta del creditore, non intraprende una ristrutturazione, il tribunale può nominare un esperto incaricato di proporre un piano di ristrutturazione, con esclusione del debitore. Cfr. articolo 371 (traduzione non ufficiale): "Articolo 371 (*Proposta di un piano di ristrutturazione da parte del creditore*) 1. 1. Se si può ragionevolmente presumere che un debitore non sarà in grado di continuare a pagare i suoi debiti alla scadenza, un creditore può domandargli per iscritto di proporre un piano di ristrutturazione ai sensi dell'articolo 370. Se, entro una settimana, il debitore non si impegna a farlo o se, dopo aver assunto tale impegno, è trascorso un mese e non è stato ancora proposto alcun piano di ristrutturazione che abbia una ragionevole prospettiva di essere confermato dalla Corte ai sensi dell'articolo 381, la Corte può, su richiesta del creditore, nominare un esperto che avrà il diritto, con esclusione del debitore, di proporre un piano di ristrutturazione.
2. La Corte può inoltre, su istanza del creditore, nominare un esperto ai sensi del primo comma qualora il debitore abbia proposto un piano di ristrutturazione che, con il voto di cui all'articolo 378, non è stato accettato da alcuna classe o per il quale la Corte ha negato l'omologa ai sensi dell'articolo 381.
3. Su istanza o d'ufficio, il debitore deve fornire all'esperto di cui al primo e al secondo comma, secondo le istruzioni impartitegli, tutte le informazioni e la collaborazione di cui egli ha bisogno per l'esercizio delle sue funzioni o che questi sa o dovrebbe sapere essere pertinenti (..)".

guida del debitore nel processo, il diritto dei creditori di ricorrere ad un tale procedimento non avrebbe questo effetto. Fintanto che il debitore non è insolvente – infatti, a fronte di tale situazione, i creditori possono presentare una propria domanda - l'iniziativa dovrebbe in generale essere riservata al debitore.

In ogni caso, facendo riferimento ad alcune procedure che prevedono per lo più un'assistenza in occasione delle trattative e che non sono onerose o pregiudizievoli, da un lato, e ad alcune situazioni di default/inadempimento qualificato o comunque prossime all'insolvenza, dall'altro, si potrebbe ipotizzare di prevedere un'iniziativa rimessa al creditore. Tale decisione dovrebbe essere presa dai singoli legislatori nazionali. In definitiva, i creditori possono, essenzialmente, solo comunicare con il debitore e consigliare o convincere quest'ultimo a perseguire un tentativo di ristrutturazione, anche facendo valere il loro potere contrattuale e minacciando di far valere i propri crediti.

Raccomandazione #1.5 (*Il debitore dovrebbe affrontare la crisi in modo tempestivo*). I debitori dovrebbero affrontare la crisi in modo tempestivo valutandola adeguatamente e, a condizione che l'impresa sia ancora redditizia, intervenendo per evitare quest'ultima prestando particolare attenzione a minimizzare i rischi per i creditori nel loro insieme, ad esempio, apportando modifiche operative e/o avviando negoziati con i principali creditori, clienti, fornitori o potenziali investitori.

Indicazione di policy #1.7 (*Incentivi per prevenire ed affrontare le crisi*). La legge dovrebbe creare incentivi sia positivi che negativi per gli amministratori affinché salvaguardino gli interessi dei creditori e degli altri stakeholder monitorando l'attività dell'impresa, valutandone la redditività in caso di crisi ed adottando le misure necessarie (ad esempio, facendo ricorso ad una procedura di ristrutturazione o di liquidazione).

5. Riduzione dei disincentivi

Con particolare riferimento ai creditori, appare fondamentale che la legge non crei incentivi negativi (disincentivi) a raccogliere e comunicare le informazioni sulla crisi (si veda *supra* 3.3) e, ad esempio, ad avviare negoziati per la realizzazione di una ristrutturazione con il debitore, a rinegoziare il debito e/o a fornire nuovo credito per quello che può risultare un promettente tentativo di ristrutturazione. Il disincentivo di gran lunga più rilevante al riguardo sembra essere costituito dalle azioni di revocatoria in caso di apertura di una successiva procedura d'insolvenza.

Il progetto di Direttiva ne prende atto e gli Articoli 16 e 17 prevedono la protezione dei nuovi finanziamenti, nonché di quelli "ponte" e delle altre operazioni collegate alla ristrutturazione. Tuttavia, senza far menzione di altre lacune, quanto appena detto riguarda solamente le operazioni effettuate nel contesto di un procedimento di ristrutturazione formalizzato (in base al modello del progetto di Direttiva) e non elimina il pericolo di una revocatoria di qualsiasi pagamento ricevuto al di fuori di tale procedimento dopo che, ad esempio, il creditore sia venuto a conoscenza della crisi del debitore.

I creditori non dovrebbero essere incoraggiati a colludere o a contrattare con il debitore a scapito di altri creditori, né ad utilizzare una loro migliore conoscenza della situazione di crisi per esercitare sul debitore pressioni indebite che portino a un trattamento preferenziale rispetto ad altri creditori. In ogni caso, almeno fino al momento in cui si verificherà una situazione propriamente di insolvenza, dovrebbe essere considerato legittimo cercare di ottenere (con i meccanismi previsti dalla

legge) il pagamento dei propri crediti, anche quando vi è il sospetto o la certezza circa l'esistenza di una situazione di crisi. Adottare precauzioni ragionevoli, prestare particolare attenzione o far proprio un atteggiamento volto a cogliere eventuali segni di crisi non dovrebbe produrre effetti negativi a carico di un creditore. D'altro canto, la legge non dovrebbe favorire il recupero dei crediti che possano compromettere le prospettive di ristrutturazione a scapito di un comportamento ragionevolmente cooperativo.

All'interno della nostra ricerca, in particolare nelle interviste sia con i consulenti dei debitori che dei creditori, la presenza dell'istituto dell'azione revocatoria e della responsabilità dei finanziatori è stata identificata come un forte ostacolo alle ristrutturazioni. In Germania, ad esempio, il regime estremamente rigido in tema di revocatoria (in particolare nella sua interpretazione da parte dei curatori fallimentari e di alcuni tribunali) incentiva i creditori a prendere le distanze dal debitore, a non comunicare con gli amministratori, a non negoziare o accettare pagamenti parziali di crediti scaduti, bensì a procedere al recupero in via giudiziale e a far sequestrare i beni dei debitori. In Italia, le riforme del 2005-2006 e le successive norme di dettaglio hanno ridotto significativamente la portata delle azioni revocatorie e hanno introdotto esenzioni specifiche riguardo a queste ultime e riguardo alla responsabilità penale: in precedenza, ristrutturazioni extragiudiziali puramente informali erano considerate troppo rischiose da intraprendere e avevano luogo solo con debitori di dimensioni molto importanti. Ancora oggi, la responsabilità del finanziatore è un problema serio nella gestione delle crisi in Italia.[24]

Esempio. In sintesi, ai sensi della sec. 133 *German InsO*, i pagamenti effettuati dal debitore negli ultimi quattro anni prima dell'istanza di apertura di una procedura d'insolvenza possono essere revocati se il debitore ha agito con l'intenzione di danneggiare i propri creditori e il destinatario era a conoscenza di tale intenzione. Quest'ultima si presume se il beneficiario era a conoscenza, al momento del pagamento, dell'insolvenza del debitore (in alcuni casi dell'imminenza di quest'ultima). Mentre tali requisiti per la revocatoria (già stati inaspriti nel 2017 a causa dell'eccessivo numero di azioni revocatorie) appaiono molto restrittivi, i tribunali (applicando una visione retrospettiva) tendono ad interpretarli in modo estensivo. Ad esempio, se un amministratore viene a conoscenza di fatti che integrano una situazione di insolvenza, si presume generalmente che tutti i pagamenti compiuti successivamente siano stati effettuati con l'intenzione di danneggiare i creditori nel loro complesso e, analogamente, l'inadempimento del debitore per un periodo di tempo considerevole, pagamenti irregolari di rate e/o circostanze simili portano spesso i gli amministratori di procedure d'insolvenza e i giudici a presumere che il destinatario fosse a conoscenza di tale intenzione - tanto più se il destinatario aveva anche solo la seppur minima consapevolezza delle difficoltà finanziarie del debitore. D'altra parte, se i creditori fanno valere i loro crediti con successo con l'aiuto delle autorità, quanto recuperato mediante azioni esecutive non è (generalmente) considerato un pagamento effettuato dal debitore e, dunque, non è soggetto a revocatoria a meno che non sia effettuato in forte prossimità del deposito della domanda di accesso ad una procedura d'insolvenza (tre mesi). Pertanto, può risultare prudente per i creditori non negoziare con i debitori in crisi, non prendere in considerazione la possibilità di partecipare agli sforzi di ristrutturazione, ma di far valere direttamente

[24] La Spagna ha in qualche modo affrontato il problema della responsabilità del finanziatore prevedendo che i finanziatori non siano automaticamente considerati amministratori di fatto in virtù degli obblighi che il debitore si è assunto nell'ambito dell'accordo di rifinanziamento (cfr. art. 93.2-2a IA). Tuttavia, questa disposizione non impedisce del tutto ai finanziatori di essere considerati amministratori di fatto, in quanto tale condizione potrebbe essere fatta derivare dalle specifiche disposizioni contenute nel contratto. In altre parole, la responsabilità del finanziatore deve essere determinata caso per caso.

i loro crediti e sperare che il debitore – quando è ormai quasi inevitabilmente diretto verso l'insolvenza - non faccia ricorso ad una procedura d'insolvenza entro tre mesi.

Altre norme presenti nell'ordinamento tedesco e la loro interpretazione eccessivamente rigorosa creano un certo rischio che covenants finanziari ad ampio spettro producano il risultato che il creditore sia trattato come un azionista-finanziatore (subordinato). Mentre i tribunali riconoscono un privilegio (eccessivamente circoscritto) per i pagamenti effettuati nel contesto di un tentativo di ristrutturazione, nel complesso l'istituto della revocatoria – specialmente, ma non solo, in Germania - rappresenta non solo un forte ostacolo ad una effettiva ristrutturazione, ma anche un disincentivo per i creditori ad avviare negoziati con il debitore e a tenersi informati sulle condizioni di quest'ultimo al fine di identificare eventuali segnali di crisi.

Indicazione di policy #1.8 (*Disincentivi alla cooperazione dei creditori e regimi di revocatoria eccessivamente severi*). I creditori e gli altri stakeholder non devono essere disincentivati, tanto dalla legge quanto dalla sua applicazione, dal monitorare la situazione finanziaria del debitore e dall'impegnarsi a comunicare e a negoziare con quest'ultimo riguardo alla crisi e ai modi per risolverla. Le ipotesi di revocatoria e la responsabilità dei finanziatori, in particolare, dovrebbero essere opportunamente ridotte e – fuori dai casi di insolvenza del debitore - limitati ai casi di abuso e frode.[25]

Allegato 1: Un ambiente favorevole alla ristrutturazione

Con riferimento all'ultimo punto trattato, occorre rilevare che le leggi nazionali contengono numerosi ostacoli che si frappongono al successo dei tentativi di ristrutturazione e non sempre prevedono strumenti ed agevolazioni sufficienti al fine di consentire la ristrutturazione di imprese redditizie.

Per proseguire con l'esempio della Germania: oltre agli ostacoli menzionati in precedenza (revocatoria e responsabilità dei finanziatori), la ricerca qualitativa ha individuato ulteriori ostacoli, ad esempio il regime fiscale (con il principale problema rappresentato dalla "tassazione degli utili della ristrutturazione") e la postergazione dei finanziamenti dei soci anche se concessi al solo scopo di finanziare un valido tentativo di ristrutturazione (cfr. anche il capitolo 3, punti 3.2.8, 5.1.11 e 5.1.13 riguardo a tali questioni).[26] Attualmente, la legislazione tedesca non prevede alcuna priorità per i nuovi finanziamenti forniti da non azionisti al fine di finanziare un tentativo di ristrutturazione e non prevede strumenti che facilitino la cessione dell'azienda (sia in caso di insolvenza sia prima di quest'ultima). Per esempio, laddove un'impresa dipenda fortemente dal mantenimento di determinati contratti o licenze, una vendita che preveda la continuazione dell'attività non è possibile senza l'approvazione dell'altra parte o del licenziante.

[25] Si veda l'esempio francese di protezione dei finanziatori (in particolare banche) - anche se circoscritto al solo ambito delle procedure di ristrutturazione istituzionalizzate - dalle responsabilità di cui all'art. C. com. L 650-1, che prevede solo tre possibilità di responsabilità: (1) frode, (2) interferenza con la gestione, (3) eccesso di garanzie.

[26] La regola prevista alla sec. 39 comma 4 sent. 2 InsO prevede un'esenzione solo per le situazioni in cui i creditori acquistano per la prima volta azioni (sufficienti) durante la ristrutturazione, ma non le situazioni in cui gli attuali azionisti (qualificati) concedono prestiti.

<u>Indicazione di policy #1.9</u> (*Contesto giuridico favorevole alle ristrutturazioni*). I legislatori dovrebbero adottare misure volte a creare un contesto giuridico generalmente favorevole alle ristrutturazioni, prevedendo i privilegi necessari all'esperimento di validi tentativi di ristrutturazione (sia a livello meramente contrattuale ed extragiudiziale sia nelle forme di un procedimento di ristrutturazione) come, ad esempio, una priorità per i finanziamenti ponte e le nuove linee di credito, facilitando le cessioni d'azienda ed eliminando o riducendo gli ostacoli esistenti.

<u>Allegato 2: Promozione di un dialogo cooperativo tra debitori e banche</u>

Le banche devono dotarsi di sistemi strutturati di monitoraggio a fini prudenziali e di vigilanza. Tali sistemi sono finalizzati, tra l'altro, a rilevare il verificarsi di specifici eventi (ad esempio arretrati iniziali nei pagamenti) che potrebbero rappresentare indici del deterioramento del finanziamento. Tuttavia, niente impedisce al debitore di adottare iniziative prima che si verifichino tali eventi specifici, i quali inducono i finanziatori ad inviare segnalazioni e a prendere contatti preliminari. Del resto, il debitore potrebbe essere già a conoscenza di altri eventi sensibili sconosciuti ai creditori in grado di influenzare la solidità finanziaria dell'impresa e dovrebbe, pertanto, iniziare a predisporre una strategia di reazione, possibilmente con l'assistenza di consulenti finanziari.

In tali circostanze, tuttavia, un debitore potrebbe rischiare di sprecare tempo e risorse nella definizione di un piano contenente concessioni che un creditore finanziario non potrebbe essere in grado di accettare a causa di vincoli normativi e operativi, ovvero a causa della propria strategia riguardo ai crediti deteriorati, ovvero a causa di valutazioni interne riguardo le prospettive di quella specifica esposizione o del segmento di esposizioni a cui il finanziamento appartiene (su questo punto specifico si veda anche il Capitolo 5). Per evitare ciò, i debitori dovrebbero rivolgersi tempestivamente ai propri creditori finanziari - e dunque ai primi segnali di difficoltà - per verificare con questi i loro vincoli (normativi od operativi) entro i quali si dovrebbero svolgere le trattative in caso di peggioramento della situazione. A loro volta, le banche dovrebbero essere incoraggiate a condividere i risultati delle valutazioni finanziarie condotte internamente con i debitori interessati, comprese le analisi settoriali, che possano anticipare l'evoluzione della crisi e aiutare il debitore a individuare i rimedi più efficaci e attuabili. Questo tipo di assistenza può essere particolarmente vantaggiosa per le piccole e medie imprese, che potrebbero non disporre di adeguati meccanismi di monitoraggio dei rischi o non avvalersi di servizi di consulenza finanziaria qualificati.

Al fine di promuovere un approccio cooperativo da parte delle banche in tale ambito, i debitori dovrebbero a loro volta essere pronti a fornire - mediante la predisposizione di opportuni accordi di riservatezza - tutte le informazioni che possono incidere sul loro merito creditizio e che possono essere utili per una rapida valutazione da parte dei finanziatori della situazione finanziaria del debitore, nonché per l'eventuale attivazione di meccanismi di allarme tempestivo (la questione in oggetto ha ovvi riflessi sulla fase di negoziazione, per la quale si veda il Capitolo 5).

Capitolo II

Equità*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 1.1. Obiettivi sostanziali e procedurali. - 1.2. Informazioni imperfette e strategie di risposta da seguire. - 1.3. Equità del procedimento e dei risultati. – 2. Il trattamento dei detentori del capitale di rischio. - 2.1. L'accordo tra debito e capitale di rischio. – 2.2. Il trattamento dei detentori di capitale di rischio in assenza della visione omnisciente. - 2.2.1 Lo scenario in cui la società è "ancora solvente". - 2.2.2. Lo scenario delle "micro, piccole e medie imprese. - 2.2.3. Lo scenario in cui sono presenti "creditori irrazionali". - 3. Disposizioni riguardo le notifiche e le informazioni. - 4. Termine di raffronto al fine di illustrare la convenienza del piano. - 5. Piani concorrenti. - 6. Formazione delle classi. - 7. Svolgimento delle assemblee. - 8. Controllo ed omologa da parte del tribunale. - 9. Classi di stakeholder dissenzienti.

1. Introduzione

1.1 Obiettivi sostanziali e procedurali

Al fine di comprendere come i piani possano essere equi, è utile distinguere tra gli obiettivi sostanziali e procedurali del diritto fallimentare.[27] Gli *obiettivi sostanziali* sono i fini o i propositi del diritto in questione, il cui perseguimento dimostra perché è auspicabile avere un tale insieme di regole. Ad un livello prosaico, gli obiettivi sostanziali del diritto fallimentare comprendono l'individuazione delle imprese in difficoltà ma pur sempre redditizie e la loro conservazione in attività, la riutilizzazione dei beni delle imprese in difficoltà non redditizie e, in ogni caso, il conseguimento dal procedimento del massimo valore possibile da parte degli aventi diritto. Gli *obiettivi procedurali* si riferiscono ai metodi che la legge adotta per perseguire obiettivi sostanziali. L'efficienza è un importante obiettivo procedurale e richiede di ridurre al minimo lo spreco delle risorse sociali e di mitigare gli incentivi negativi.

1.2 Informazioni imperfette e strategie di risposta da seguire

Per quanto riguarda le imprese in difficoltà, è spesso una questione fondamentale e controversa se l'attività sia redditizia e debba essere mantenuta in attività o se, invece, non lo sia e debba essere liquidata. Nel primo caso, vi sono anche questioni, altrettanto importanti e controverse, su come l'impresa debba essere ristrutturata per salvarla dalla crisi, su chi debba gestirla durante e dopo la ristrutturazione e su come il valore in tal modo preservato o creato debba essere distribuito.

Da un punto di vista omnisciente, attraverso cui la verità è perfettamente accessibile senza limiti per l'osservatore, queste domande troverebbero una facile risposta.[28] Appare inutile evidenziare che un tale punto di vista omnisciente non è accessibile ai semplici mortali impegnati nelle procedure

---

* *Anche se discusso in modo approfondito e condiviso da tutti i membri del team di ricerca del Co.Di.Re., questo capitolo è stato scritto da Riz Mokal.*

[27] R. MOKAL, "Corporate Insolvency Law – Theory and Application*",* Oxford, OUP, 2005, 20-26.

[28] Mentre la nozione di visione omnisciente risale a Senofane di Colofone nel 500 a.C., la sua moderna formulazione è dovuta a H. PUTNAM, "Reason, Truth and History*"* Cambridge, Cambridge University Press, 1981, 50.

di insolvenza. Nessun tribunale o esperto ha una conoscenza privilegiata riguardo la competenza e l'integrità del management presente e futuro, riguardo la lealtà e della buona volontà di dipendenti, fornitori e clienti chiave, ovvero riguardo le prospettive dell'economia nel suo complesso e del particolare settore in cui opera l'azienda in questione ed i suoi concorrenti, o riguardo all'eventuale contributo al salvataggio delle varie parti interessate, nonché riguardo a fattori al di fuori del controllo di queste ultime. In assenza di tale visione omnisciente, gli obiettivi sostanziali della legge non possono essere realizzati direttamente. Essi devono essere invece perseguiti indirettamente, attraverso un processo di formulazione, proposta, votazione, omologazione e attuazione di un piano. Il processo dovrebbe coinvolgere le parti con la migliore conoscenza della situazione del debitore, della sua attività, della sua gestione e delle sue prospettive, nonché le parti che hanno un interesse giuridico nel risultato e le parti che hanno incentivi personali a prendere parte al processo decisionale avente ad oggetto l'alternativa ristrutturazione/liquidazione. Tali parti devono disporre di informazioni adeguate e avere la possibilità di richiedere a degli esperti una valutazione del piano proposto economica e, successivamente, essere chiamati a pronunciarsi su questo. (Per le ragioni esposte di seguito, le parti che rispondono per loro stessa natura a questa descrizione sono i creditori considerati nel loro insieme)

Un piano di ristrutturazione descrivere le modalità di gestione del patrimonio, delle operazioni e degli affari dell'impresa per la realizzazione del salvataggio, chi sarà investito del potere di dirigere questo processo, e come distribuire il valore che ne deriverà. Ciò può comportare sia la continuazione diretta dell'attività che la cessione dell'azienda. L'approvazione e l'omologazione di un piano di ristrutturazione confermano la valutazione che l'attività deve essere considerata redditizia, che può essere ragionevolmente affidata al management indicato nel piano e che è stata effettuata la scelta riguardo la corretta distribuzione del valore che ne deriverà. Il rifiuto di tutti i piani proposti indica invece che, per una serie di ragioni collegate a quanto sopra esposto, l'impresa può essere solamente sottoposta a liquidazione senza una cessione dell'azienda.

1.3 Equità del procedimento e dei risultati

L'equità è un attributo chiave dei procedimenti nella fase della formulazione, proposta, votazione, omologazione e attuazione dei piani. Ciò richiede che in ciascuna di queste fasi il processo decisionale sia affidato alle parti - in primo luogo i creditori, ma anche gli azionisti ed altre eventuali parti - proporzionalmente al loro interesse nel risultato, facilitando l'accesso alle informazioni ed alle consulenze di esperti in grado di influenzare le future decisioni, nonché garantendo la dovuta trasparenza nella fase di esercizio del potere decisionale: tutto ciò deve essere realizzato in forme economicamente vantaggiose (ossia con il minor spreco di risorse). Pertanto, l'equità, intesa come rispetto dei diritti, disponibilità di informazioni e competenze, trasparenza ed efficacia, è un obiettivo procedurale fondamentale del diritto fallimentare, che consente di perseguire al meglio gli obiettivi sostanziali fissati dalla legge (come identificati sopra).[29] Un piano eredita l'equità del processo da cui deriva.

Questo capitolo prende in considerazione i requisiti di equità in ogni fase rilevante del processo di proposta, valutazione, omologazione ed attuazione del piano. Il capitolo procederà inizialmente, dunque, a far chiarezza riguardo alcuni elementi di confusione endemici che riguardano il trattamento dei partecipanti al capitale di rischio.

[29] Sul punto si veda R. DWORKIN, "Law's Empire", Cambridge, Harvard University Press, 1986, 164-5; MOKAL, "On Fairness and Efficiency" (2003) 66(3) Modern Law Review 452, 457-462.

2. Il trattamento dei partecipanti al capitale di rischio

2.1 L'accordo tra debito e capitale di rischio

E' importante avere presente i tratti essenziali di quello che può essere definito l'accordo tra debito e capitale di rischio.[30] I creditori hanno diritto al solo capitale più gli interessi alla data stabilita e possono, in linea di principio, agire solo contro i beni del debitore in presenza di una società a responsabilità limitata mentre non possono agire contro i partecipanti al suo capitale di rischio, non possono ottenere benefici aggiuntivi anche qualora il debitore abbia ottenuto un successo economico oltre le aspettative mediante l'utilizzo delle somme ottenute in prestito, possono subire perdite in caso di insolvenza del debitore, ma hanno il diritto di essere pagati *prima* dei partecipanti al capitale di rischio. Al contrario, il diritto agli utili dei possessori di capitale di rischio non ha un limite massimo e, una volta che i creditori (ossia i debito) siano stati interamente soddisfatti, essi faranno proprio ogni utile derivante dall'attività del debitore. Di conseguenza, pertanto, i partecipanti al capitale di rischio sono creditori residuali a cui non è riconosciuto *alcun* diritto particolare a ricevere un utile, in quanto tale utile è espressamente subordinato al soddisfacimento preliminare dei creditori.

L'accordo tra debito e capitale di rischio rappresenta il fulcro di qualsiasi piano di ristrutturazione. Per definizione, i diritti dei creditori sono violati se e nella misura in cui non sono pagati in modo puntuale ed esatto. A parte le ristrutturazioni con soddisfacimento totale dei creditori, ciò si avvera in tutti gli scenari in cui un piano è proposto o previsto. Anche le procedure "preventive" disponibili qualora si profili anche solo la semplice possibilità di insolvenza prevedono, generalmente, una violazione dei diritti dei creditori al fine di consentire una sospensione del pagamento degli interessi, una estensione del periodo di rimborso del capitale ed altre misure. In altri termini, i diritti dei creditori vengono coattivamente modificati in un processo che risulta, almeno *prima facie*, loro dannoso.

In tutti questi scenari, quindi, è in gioco l'accordo tra debito e capitale di rischio. Poiché i creditori non riceveranno quanto loro spettante, gli interessi di questi ultimi sostituiranno e prevarranno su quelli dei partecipanti al capitale di rischio, i quali non hanno diritto ad alcun utile e non hanno diritto ad alcun pagamento a meno che i creditori non ricevano quanto loro spettante, salvo sia diversamente stabilito con l'approvazione di un piano di ristrutturazione mediante le maggioranze richieste.

2.2 Il trattamento dei partecipanti al capitale di rischio in assenza della visione omnisciente

Questa conseguenza dell'accordo tra debito e capitale di rischio crea problemi ad alcuni interpreti in tre particolari scenari.

2.2.1 Lo scenario in cui la società è "ancora solvente"

Il primo scenario riguarda il summenzionato scenario "preventivo" o di "pre-insolvenza", in cui è fatto ricorso ad un processo di ristrutturazione prima che il debitore sia risultato inadempiente in occasione di una scadenza. In questo caso, l'insolvenza non è stata accertata e si tratta di stabilire se gli interessi dei creditori debbano comunque prevalere su quelli dei possessori di capitale di rischio. Qualora tutti i creditori non siano concordi riguardo la solvibilità del debitore, la risposta deve essere

[30] Vedi R. MOKAL, "An Agency Cost Analysis of the Wrongful Trading Provisions: Redistribution, Perverse Incentives and the Creditors' Bargain" (2000) 59(2) Cambridge Law Journal 335, 345-346.

affermativa. Esiste, in via ipotetica, un conflitto tra il capitale di rischio, che garantisce la solvibilità del debitore, e il debito, che la nega. Quale dalle parti abbia ragione sarebbe facilmente accertabile dal punto di vista di omnisciente. In mancanza della dote dell'onniscienza, gli attori giuridici, compresi i giudici, si trovano esattamente nella situazione descritta in precedenza: è proposto un piano non consensuale per modificare i diritti dei creditori. Dal momento che i creditori non riceveranno ciò a cui hanno diritto, i partecipanti al capitale di rischio non hanno alcun diritto sul patrimonio del debitore. L'unico modo in cui potrebbe essere consentito loro di ricevere un qualsiasi valore da quest'ultimo potrebbe essere quello di persuadere almeno la maggioranza necessaria dei creditori ad approvare un piano che preveda tale soluzione. Non solo i creditori hanno diritti in gioco ed incentivi personali a partecipare nel procedimento di decisione avente ad oggetto l'alternativa ristrutturazione/liquidazione, ma si sono anche interfacciati con il debitore, con il suo management ed il segmento di mercato in cui opera, nonché con i suoi concorrenti. Essi, ancor più di un giudice o di qualsiasi altro soggetto, sono nella posizione migliore per assumere un ruolo guida nel processo decisionale avente ad oggetto l'alternativa ristrutturazione/liquidazione, e quindi nella votazione del piano. Non vi è motivo di ritenere che un piano che non ha ottenuto le maggioranze richieste da parte dei creditori sia idoneo a consentire la prosecuzione dell'attività d'impresa, né a ripartire il suo patrimonio in modo equo, ossia in modo rispettoso dei diritti dei soggetti coinvolti, in presenza delle necessarie informazioni e con un buon rapporto costi/benefici.

2.2.2 Lo scenario delle "micro, piccole e medie imprese"

Il secondo scenario, in potrebbero essere contestate le implicazioni dell'accordo debito/capitale di rischio, riguarda le micro, piccole e medie imprese ("MPMI"). La redditività di alcune MPMI può dipendere dalla stessa persona o dalle stesse persone che combinano il ruolo di manager e di partecipanti al rischio di impresa (ossia di partecipante al capitale di rischio). In considerazione delle dimensioni, della natura e/o della collocazione dell'impresa, nonché delle dimensioni del suo fatturato, l'impresa potrebbe risultare non più redditizia qualora i soggetti in questione non siano contemporaneamente amministratori e partecipanti al capitale di rischio: tale situazione implica, di fatto, una commistione tra le due figure. Inoltre, la redditività di alcune MPMI può dipendere dalla presenza di alcuni fornitori, clienti e/o dipendenti chiave, con la conseguenza che la stessa redditività è condizionata a sua volta dal fatto che gli amministratori in carica prima della crisi mantengano, successivamente, il controllo dell'impresa.[31] Con riferimento ad un'attività caratterizzata da uno o più di questi fattori, potrebbe affermarsi che il mantenimento del management in carica prima della crisi, il quale presenti un collegamento con la proprietà, dovrebbe ricevere un'autonoma considerazione, anche contro la volontà dei creditori.[32] Anche in questo caso, tuttavia, ciò presuppone l'accesso al punto di vista omnisciente, dal quale sarebbe evidente *sia* che l'attività è redditizia e dovrebbe quindi essere proseguita, *sia* che essa può continuare solo con la vecchia amministrazione con una partecipazione al rischio di impresa. In assenza dell'onniscienza, il problema riguarda come decidere se e come proseguire nel modo migliore l'attività. A chi dovrebbe essere riconosciuta la facoltà di decidere? Non i precedenti partecipanti al capitale di rischio, i quali

[31] Entrambe le situazioni sono state esaminate dettagliatamente in R. MOKAL, "Corporate Insolvency Law", Oxford, OUP, 2005, Capitolo 7.

[32] Un'altra questione è se il management che detiene una partecipazione abbia un incentivo adeguato ad affrontare la situazione di difficoltà in tempi brevi, in mancanza di una ragionevole prospettiva di mantenere una partecipazione nell'impresa a seguito della ristrutturazione. Ciò è particolarmente importante perché un ritardo nell'accesso alla ristrutturazione potrebbe comportare un peggioramento della situazione per i creditori nel loro complesso, o addirittura rendere non redditizia un'impresa che, se la ristrutturazione fosse stata avviata tempestivamente, sarebbe stata redditizia. A questo proposito, si veda anche il capitolo 1.

avranno chiari incentivi a favorire il mantenimento della propria presenza nell'impresa. Né un tribunale, che non può avere alcuna conoscenza o esperienza diretta dell'attività del debitore, dei suoi affari, manager, concorrenti o prospettive. I creditori, nel loro insieme, si trovano in una posizione migliore per assumere tali decisioni.

2.2.3 Lo scenario in cui sono presenti "creditori irrazionali"

In terzo luogo, potrebbero obiettarsi che ai creditori può essere affidato un ruolo primario nel processo di approvazione del piano solo se e nella misura in cui essi sono razionali, ma che spesso i creditori possono agire in modo irrazionale. Questa preoccupazione avente ad oggetto l'irrazionalità dovrebbe essere simmetrica, in linea di principio, tra i creditori, da un lato, ed i partecipanti al capitale di rischio, i tribunali e gli altri soggetti, dall'altro. In assenza di motivi per ritenere che i creditori siano particolarmente esposti all'irrazionalità rispetto a tali altri attori, non vi è motivo di stigmatizzare il processo decisionale dei creditori e di favorire quello altrui. I creditori a volte possono essere razionali ed altre volte irrazionali, ma ciò vale anche per gli altri soggetti menzionati. L'irrazionalità del creditore non costituisce un motivo valido per discostarsi dall'analisi svolta nella parte precedente di questa sezione.

Indicazione di policy #2.1 (*Il sostegno dei creditori come requisito per l'omologazione di un piano*). Un piano dovrebbe essere omologato solo se riceve il sostegno necessario da parte dei creditori i cui diritti sono pregiudicati.

3. Disposizioni riguardo le notifiche e le informazioni

La notifica delle fasi del processo di predisposizione e approvazione del piano può essere effettuata per via elettronica e/o online se questa è la modalità abituale di comunicazione con il gruppo di stakeholder.

Tutti i soggetti interessati, inclusi i creditori e gli azionisti, devono essere informati individualmente dell'assemblea in cui avrà luogo la votazione sul piano, del quale devono poter prendere visione e ricevere adeguate informazioni in merito. Qualora non possa essere effettuata una notifica individuale, il debitore dovrebbe essere tenuto ad adottare tutte le misure ragionevoli per eseguirla e dovrebbe essere tenuto a dimostrare all'autorità giurisdizionale che la notifica individuale non è stata possibile e che è stata fatto tutto il possibile per eseguirla. Un preavviso ragionevole dovrebbe essere compreso tra le due e le quattro settimane, anche se il tribunale dovrebbe avere il potere di consentire o richiedere un termine abbreviato o allungato.

Indicazione di policy #2.2 (*Avviso ai creditori*). Le parti interessate ad una ristrutturazione dovrebbero ricevere un adeguato preavviso nelle fasi del processo di predisposizione, approvazione ed omologazione del piano. Dovrebbe essere previsto un preavviso compreso tra le due e le quattro settimane, a meno che il tribunale non autorizzi un termine abbreviato o allungato.

Indicazione di policy #2.3 (*Avviso elettronico o online*). La notifica può essere eseguita in via elettronica e/o online se questa è la modalità abituale di comunicazione con il gruppo degli stakeholder.

<u>Indicazione di policy #2.4</u> (*Notifica individuale*). Nei confronti di ciascun stakeholder deve essere eseguita una notifica individuale, a meno che il giudice non ritenga che tale notifica non è ragionevolmente praticabile e che sono state adottate tutte le misure ragionevoli per il compimento della notifica stessa.

Ai soggetti cui si richiede il voto dovrebbero essere fornite informazioni sufficienti sugli effetti del piano e sui benefici e gli oneri che esso comporta per gli stakeholder, compreso il debitore, i suoi affiliati e coloro che devono adottare una decisione.

Le informazioni devono consentire alle parti di valutare ragionevolmente i benefici e i costi del piano e di stabilire se un voto a favore o contro il piano sia nel loro miglior interesse.

Le informazioni devono essere aggiornate. Se sono intervenute modifiche sostanziali tra la comunicazione alle parti del piano e la data dell'assemblea, queste devono essere comunicate alle parti con un ragionevole preavviso.

Qualora un piano sia particolarmente complesso, dovrebbe essere incluso un elenco di domande e risposte, nonché un elenco di enti di consulenza.

Le norme al riguardo dovrebbero essere concepite in modo tale da creare incentivi per il debitore a fornire più informazioni del necessario, piuttosto che meno del necessario.

<u>Indicazione di policy #2.5</u> (*Informazioni adeguate da fornire agli stakeholder*). Gli stakeholder di cui si chiede il voto dovrebbero ricevere informazioni sufficienti sugli effetti del piano, sulla ripartizione dei benefici e dei costi che ne derivano con riferimento ai gruppi di stakeholder, su eventuali benefici collaterali previsti per alcuni stakeholder, nonchè sul trattamento riservato al management. Le informazioni dovrebbero essere aggiornate ed essere mantenute aggiornate.

4. Termine di raffronto al fine di illustrare la convenienza del piano

Dovrebbe essere fornita agli stakeholder un'analisi che prenda in considerazione l'alternativa al piano, ovvero, lo scenario che si verificherebbe con maggiore probabilità qualora il piano proposto non venisse attuato (ad esempio, prosecuzione dell'attività senza una modifica delle obbligazioni, liquidazione a causa dell'insolvenza). Le parti interessate dovrebbero essere informate di ciò che potrebbero ricevere sia nel piano che negli scenari di riferimento.[33]

Il ricavato destinato agli stakeholder in caso di liquidazione rappresenta la soglia base sulla base della quale valutare la fattibilità del piano. In altri termini, un piano in base al quale uno stakeholder è destinato a ricevere meno che nell'ipotesi liquidatoria sarà difficilmente giustificabile, a meno che non vi sia il consenso dello stesso stakeholder. Al contrario, i piani alternativi - sia meramente ipotetici sia proposti da creditori o da terzi, ma che per qualsiasi motivo non sono stati ancora approvati e non sembra probabile che lo saranno in futuro (cfr. paragrafo successivo) - non stabiliscono una soglia base rilevante ai fini dell'ammissibilità di altri piani.

[33] In Spagna è stata effettuata un'analisi approfondita dello scenario di raffronto nella causa Abengoa, Tribunale Commerciale n. 2 di Siviglia, Sentenza 442/2017, 25 settembre 2017.

Anche qualora il debitore fosse destinato ad essere assoggettato a una procedura liquidatoria, in linea di principio rimane la possibilità che il complesso aziendale sia diviso e venduto a pezzi ("vendita atomistica"), ovvero che quest'ultimo sia venduto nella sua interezza o quasi interezza ("vendita aggregata"). Il piano dovrebbe illustrare i motivi per i quali, nel caso concreto, il corretto termine di raffronto è dato dalla vendita atomistica o dalla vendita aggregata.

<u>Indicazione di policy #2.6</u> (*Informazioni sullo scenario che si prefigurerebbe in assenza del piano*) Il piano dovrebbe fornire informazioni sulle prospettive del debitore e sulle possibilità di recupero degli stakeholder nell'ipotesi in cui il piano non fosse approvato. A seconda delle circostanze del caso specifico, ciò può richiedere che siano fornite informazioni riguardo le conseguenze dell'apertura di una procedura liquidatoria o di altre procedure, ovvero riguardo al proseguimento dell'attività d'impresa da parte del debitore senza alcun intervento. Se il corretto termine di raffronto è rappresentato da una procedura liquidatoria, il piano dovrebbe chiarire se l'impresa del debitore sarebbe soggetta ad una vendita aggregata o ad una vendita atomistica. Quale che sia il termine di raffronto, il piano dovrebbe illustrare il motivo per cui è nell'interesse degli stakeholder approvarlo.

5. Piani concorrenti

Ci si domanda se agli stakeholder possa essere presentato più di un piano per la votazione. In generale, esistono tre alternative.

La prima alternativa prevede che al solo debitore è consentito di presentare un piano agli stakeholder. Questo importante elemento di controllo sul procedimento di ristrutturazione tenderebbe ad incentivare il debitore ad avviare tale processo e capitalizzerebbe le informazioni riservate di quest'ultimo sull'impresa, i suoi beni, i suoi affari e le sue prospettive. Tuttavia, tale soluzione alimenta il rischio di una potenziale esclusione degli stakeholder, tagliati fuori dal processo di predisposizione del piano, indubbiamente a vantaggio dell'iniziativa del debitore e degli stakeholder da quest'ultimo favoriti.

La seconda opzione consiste nel consentire a qualsiasi creditore di elaborare un proprio piano, di presentarlo agli stakeholder e di invitare il debitore a presentare il piano perché sia votato dagli stakeholder. In ogni caso, il debitore conserva il diritto di scegliere se fare ciò o meno. Nella misura in cui gli stakeholder sono convinti della superiorità del piano del creditore, è meno probabile che sostengano quello presentato dal debitore. Quanto sia realistico per i creditori esercitare una tale opzione, la quale richiede un elevata quantità di informazioni e di risorse, al fine di formulare un piano che potrebbe non essere mai sottoposto ad una votazione è molto discutibile.

La terza alternativa consiste nel consentire a uno o più creditori di formulare e presentare un proprio piano perché sia sottoposto al voto degli stakeholder. Se tale piano gode del sostegno necessario e risulta essere maggiormente apprezzato dagli stakeholder rispetto al piano predisposto dal debitore, allora il piano in questione dovrebbe essere quello presentato per l'omologazione dell'autorità giudiziaria, anziché il piano del debitore. L'opzione riservata ai creditori di formulare un piano concorrente è destinata a rimanere teorica nella maggior parte dei casi, dati i costi e le informazioni specifiche riguardanti il debitore necessarie per formulare un piano credibile. Oltre a disincentivare il debitore ad avviare il processo di ristrutturazione, vi è anche il rischio che la disponibilità di questa opzione apra la strada ad abusi da parte di coalizioni di creditori che potrebbero espropriare illegittimamente i diritti dei partecipanti al capitale di rischio. Un tale scenario, in cui si

verifichi un abuso da parte dei creditori, risulta altamente improbabile, dato che il debitore potrebbe pagare i creditori con proprie risorse od ottenendo nuovi finanziamenti, oppure potrebbe convincere il tribunale ad esercitare la propria discrezionalità al fine di respingere il piano illecito. In generale, è difficile individuare un ordinamento in cui i tribunali abbiano la reputazione di essere eccessivamente favorevoli a mettere da parte i partecipanti al capitale di rischio dietro richiesta dei creditori, mentre è facile identificare numerose giurisdizioni i cui tribunali sono considerati eccessivamente riluttanti a farlo. Il vantaggio significativo di questa opzione è quello di incentivare i creditori a consentire la continuazione dell'attività, poiché hanno fiducia nel piano presentato da un membro della propria categoria piuttosto che dal debitore. In casi marginali, questa opzione può preservare il valore dell'impresa e l'occupazione attraverso la continuazione dell'attività.

Una variante della terza alternativa sopra descritta, nota nella pratica delle operazioni di ristrutturazione degli Stati Uniti, consiste nell'accordare al debitore un periodo iniziale di esclusiva entro il quale solo quest'ultimo può proporre un piano. Se alla scadenza del termine non è stato proposto alcun piano e il tribunale non ha concesso una proroga, i creditori e il curatore fallimentare possono anche loro proporre piani che tendono a porsi in concorrenza con quello presentato dal debitore. Il periodo di esclusiva ha lo scopo di incentivare il debitore a formulare e presentare un piano con la dovuta sollecitudine. Tuttavia, l'efficacia di tale impostazione si basa sulla presenza di esperti giudici fallimentari in grado di valutare se estendere il periodo di esclusiva sulla base del fatto che il debitore sta compiendo i necessari progressi nella formulazione del suo piano, ovvero rifiutare qualsiasi proroga per la ragione che non vi sono sufficienti prospettive che il debitore presenti un piano credibile, qualora gli venga concessa una proroga. In mancanza di una tale competenza del giudiziaria, come avviene nella grande maggioranza delle giurisdizioni dell'UE, l'esistenza di un periodo di esclusiva rischia solamente di aumentare la durata dei procedimenti in quanto potrebbe essere concesso ai debitori tale periodo senza che questi ne facciano debito uso, e, ancor peggio, potrebbe avvenire che i giudici siano persuasi a prorogare ulteriormente tale periodo.

Indicazione di policy #2.7 (*Piani concorrenti*). Qualsiasi creditore o gruppo di creditori dovrebbe avere la possibilità di elaborare un proprio piano e di sottoporlo all'esame e al voto degli stakeholder.

6. Il procedimento di formazione delle classi

Gli stakeholder devono essere inseriti in classi al fine di consentire una valutazione collettiva e reciprocamente informata del piano sulla base di interessi condivisi. La classificazione comporta un esercizio di bilanciamento. Mettere sullo stesso piano stakeholder che non hanno sufficienti interessi comuni significa negare la ragione stessa della classificazione. Nel contempo, poiché ogni classe ha diritto a ricevere una considerazione distinta in occasione della valutazione avente ad oggetto l'adeguatezza del piano, il collocamento di alcuni stakeholder in una classe separata equivale a conferire loro un potere di veto in relazione a questo.

Spetta alla parte che propone un piano (tipicamente il debitore) identificare i gruppi di stakeholder ai quali intende proporre il piano. Il promotore del piano deve anche proporre come suddividere gli stakeholder in classi.

Ciascuna classe dovrebbe essere costituita da soggetti con diritti non così diversi da rendere impossibile confrontarsi tra di loro riguardo al proprio interesse comune.

La diversità dei diritti rappresenta una caratteristica funzionale comune dei diritti sia prima che dopo il piano. Gli stakeholder X e Y possono appartenere a classi distinte se uno o entrambi i diritti di cui godono attualmente, nonché quelli che verrebbero a detenere se il piano dovesse entrare in vigore, sono talmente diversi da rendere impossibile una loro consultazione congiunta riguardo al proprio interesse comune.

Ai fini della classificazione sono importanti i diritti degli stakeholder e non i loro *interessi* privati, ossia gli interessi che non derivano dai loro diritti nei confronti del debitore. Tuttavia, gli interessi privati di alcuni stakeholder possono divergere in modo così significativo da quelli di altri membri della classe che il tribunale dovrebbe rifiutare o ignorare i voti di tali stakeholder in quanto non rappresentativi della classe.

Il semplice fatto che i diritti degli stakeholder siano diversi non richiede che essi siano collocati in classi separate. Ciò che conta è che sussista una diversità così significativa che gli stakeholder non possono consultarsi tra di loro riguardo al proprio interesse comune, come evidenziato in precedenza. Ad esempio, può risultare opportuno collocare nella stessa classe gli stakeholder i cui rispettivi diritti sono soggetti a condizioni diverse alla data proposta di omologa del piano, purché valutati in modo trasparente, coerente e difendibile, anche se in modo sommario e veloce.

Non è necessario che partecipino al voto degli stakeholder i cui diritti non sono pregiudicati dal piano.

Indicazione di policy #2.8 (*Classificazione degli stakeholder ai fini della votazione*). La parte che propone il piano dovrebbe anche proporre come classificare gli stakeholder ai fini del voto.

Indicazione di policy #2.9 (*Formazione delle classi: comunanza di interessi*). Gli stakeholder dovrebbero essere collocati nella stessa classe se i loro diritti sia anteriori che successivi, in caso di attuazione del piano proposto, non sono così diversi da rendere loro impossibile la consultazione con riferimento al proprio interesse comune.

Indicazione di policy #2.10 (*Formazione della classe: rilevanza dei diritti, non degli interessi privati*). Ciò che conta ai fini della classificazione sono i diritti delle parti nei confronti del debitore. I loro interessi privati e i loro eventuali diritti nei confronti di terzi (in qualità di garanti) dovrebbero, in generale, essere irrilevanti ai fini della classificazione, anche se il giudice può tenerne conto nel valutare se il loro voto debba essere neutralizzato.

7. Svolgimento delle assemblee

Dovrebbe sussistere un collegamento adeguato tra l'interesse in gioco di ogni partecipante al voto e il valore accordato al voto di quest'ultimo. I creditori dovrebbero avere il diritto di votare in base al valore nominale del proprio credito anche se lo hanno acquistato ad un prezzo inferiore.[34]

[34] Alcuni scenari "*loan-to-own*", in cui fondi specializzati acquistano crediti in sofferenza al fine di convertirli in una quota di controllo del capitale del debitore, possono risultare problematici. Per quanto riguarda l'equità dei piani di ristrutturazione, la questione viene affrontata mediante l'elaborazione della "regola della priorità relativa", discussa più avanti. Le preoccupazioni più generali, come l'abuso dei covenants finanziari per facilitare l'acquisizione del controllo sul soggetto finanziato, esulano dall'ambito di questo progetto.

<u>Indicazione di policy #2.11</u> (*Valore del diritto ai fini della votazione*). Ai creditori dovrebbe essere assicurato un diritto di voto pari al valore nominale del loro credito.

In generale, se nessuno dei partecipanti all'assemblea si oppone al modo in cui questa è condotta, il giudice non dovrebbe sollevare questioni al riguardo.

Lo scopo della assemblea è consentire l'esame e la discussione nel merito del piano. Tuttavia, la legge non dovrebbe richiedere un'assemblea fisica, ma dovrebbe invece consentire il voto per delega o tramite assemblee virtuali. Quando la riunione è virtuale, gli strumenti di comunicazione utilizzati per consentire ai creditori di esprimere il loro voto dovrebbero garantire un'adeguata certezza circa l'identità del creditore, senza l'imposizione di costi aggiuntivi.

Il fatto che gli stakeholder siano rappresentati mediante delega o che questi siano d'accordo a procedere ad una breve discussione o, addirittura, senza alcuna discussione non dovrebbe costituire, di per sé, un motivo di contestazione.

<u>Indicazione di policy #2.12</u> (*Procedure di voto che non richiedono un'assemblea fisica*). La legge dovrebbe consentire il voto per delega e le assemblee virtuali per l'esercizio del voto riguardo al piano. I mezzi di comunicazione, preferibilmente digitali, utilizzati per consentire ai creditori di votare sul piano dovrebbero garantire la certezza riguardo la legittimazione dei creditori a partecipare all'assemblea virtuale.

<u>Indicazione di policy #2.13</u> (*Presunzione di validità dell'assemblea degli stakeholder*). Dovrebbe sussistere una presunzione relativa che l'assemblea in cui le parti hanno votato si è svolta correttamente e che le parti hanno votato in modo valido. Il ridotto contraddittorio nel corso dell'assemblea non dovrebbe costituire un motivo per negare tale presunzione.

8. Controllo ed omologazione da parte del tribunale

In generale, le parti a cui sono state fornite informazioni sufficienti sul piano e un periodo di tempo sufficiente al fine di valutarne gli effetti di quest'ultimo nei propri confronti, si trovano in una posizione migliore rispetto al giudice per valutare se il piano sia nel loro interesse o meno. I voti di questi ultimi dovrebbero essere sufficienti per ritenere che la classe ha approvato il piano, a meno che non vi sia un fondato motivo di dubitare che coloro che hanno votato fossero rappresentativi della propria classe.

Il tribunale non deve limitarsi ad omologare un piano approvato con le maggioranze richieste, ma deve esercitare il proprio giudizio per assicurarsi che il piano soddisfi i requisiti previsti dalla legge. Dovrebbe prendere in considerazione quanto segue:

(a) Le informazioni fornite agli stakeholder e il tempo concesso per la loro valutazione sono stati adeguati? Nel rispondere a tali domande, il tribunale dovrebbe tener conto del livello di sofisticazione dei partecipanti al voto.

(b) La maggioranza di ogni classe ha agito in buona fede nell'interesse della classe? Dovrebbe sussistere una presunzione relativa riguardo a tale circostanza. Tale criterio non può ritenersi

soddisfatto qualora la maggioranza di questi abbia perseguito interessi privati, senza alcuna connessione con i diritti vantati nei confronti del debitore da ciascun membro della classe. Il tribunale dovrebbe neutralizzare o ignorare i voti di coloro che hanno interessi personali contrari a quelli della classe, o interessi personali non condivisi con altri membri della classe: deve trattarsi di interessi talmente diversi che questi ultimi non avrebbero votato per il piano in assenza di tali interessi collaterali. I voti degli stakeholder che presentino un legame con il debitore, dei suoi affiliati o dei suoi dirigenti dovrebbero essere di regola assoggettati a tale trattamento. Ciò deve valere anche con riferimento al voto di una parte che sia beneficiaria di un *default swap* sul credito o di un sistema analogo, che sia idoneo ad assicurare un rendimento maggiore nell'ipotesi di liquidazione del debitore rispetto all'ipotesi di attuazione del piano.

(c) Vi sono circostanze nel contesto in cui il piano è stato formulato, proposto, votato o in cui sarà attuato che potrebbero comprometterne l'adeguatezza? Esempi di tali circostanze sono i casi in cui il piano non è necessario, in cui comporta una grave violazione contrattuale nei confronti di un terzo, è ultra vires rispetto al debitore, è soggetto a rilevanti condizioni che continuano a rimanere insoddisfatte, ovvero, è probabile che il piano rimanga inattuato (ad esempio, quando una parte del piano deve essere attuata in un'altra giurisdizione ed è probabile che i giudici di tale giurisdizione rifiuteranno di riconoscere il piano e, conseguentemente, di dare a quest'ultimo esecuzione). Si veda anche il Capitolo 4, par. 5.4.2 sulle condizioni del piano.

(d) Il piano è manifestamente non fattibile? In generale, e come evidenziato in precedenza, sono gli stakeholder piuttosto che il tribunale a trovarsi nella posizione migliore per valutare se il debitore in difficoltà debba considerarsi ancora redditizio e, in caso affermativo, come rapportarsi con quest'ultimo per consentirgli di superare la situazione di crisi. Il tribunale dovrebbe limitarsi a verificare che sia più probabile che non che il debitore non entri in uno stato di liquidazione o richieda un'ulteriore ristrutturazione qualora il piano dovesse essere omologato (a meno che il piano stesso non preveda tale liquidazione o un'ulteriore ristrutturazione). Una successiva trattazione di questo argomento è contenuta nel Capitolo 6, par. 4.4.

(e) Il piano è nel miglior interesse dei creditori dissenzienti ("criterio del miglior interesse")? Ciò richiede che i creditori dissenzienti ricevano in base al piano quantomeno ciò che riceverebbero nello scenario di raffronto, ossia quello che si verificherebbe con maggior probabilità se il piano non fosse confermato (cfr. *supra*, par. 4). In ogni caso, ciò richiede che il piano preveda a favore delle parti dissenzienti quantomeno ciò che riceverebbero dalla vendita atomistica del debitore. La *vendita atomistica* non rappresenta tuttavia il parametro di riferimento se, ad esempio, il tribunale fosse convinto, sulla base di prove credibili, che una *cessione dell'azienda* sia probabile qualora il piano non fosse confermato.[35] La legge può anche qualificare come alternativa un piano diverso che è stato messo ai voti, ha ricevuto un sostegno adeguato, ed è probabile che venga approvato qualora tale piano non lo fosse (al contrario, non dovrebbe essere utilizzato a tale scopo un piano meramente ipotetico, si veda il paragrafo precedente 4 di cui sopra). In ogni caso, il test del "miglior interesse" richiede che il piano preveda di eguagliare o superare il trattamento riservato ai dissenzienti in tale alternativa; non è sempre comunque sufficiente eguagliare o superare il trattamento previsto in caso di vendita atomistica (ad esempio quando il corretto termine di raffronto è rappresentato da una cessione del complesso aziendale nel contesto di una procedura di insolvenza).

[35] La cessione dell'azienda può avvenire anche con riferimento ad un intero gruppo, si veda ad esempio il caso spagnolo di Abengoa (cfr. nota 7 del presente capitolo).

Il tribunale può rinviare l'udienza per consentire l'adozione di misure prestabilite, richiedere che il piano sia sottoposto ad un altro voto, imporre condizioni preliminari per la sua omologa o respingerlo *in toto*.

<u>Indicazione di policy #2.14</u> (*Condizioni per l'omologazione di un piano approvato da ciascuna classe di stakeholder rilevante*). Il tribunale dovrebbe omologare un piano che è stato approvato da ciascuna classe di stakeholder su cui il piano produce effetti, qualora:

1) siano state fornite informazioni adeguate alle parti interessate, tenendo conto del loro livello di sofisticazione;

2) le maggioranze in ciascuna classe favorevole abbiano agito in buona fede nell'interesse della classe, con una presunzione relativa in favore di tale ultima circostanza;

3) non sussistano elementi che possono compromettere l'adeguatezza del piano nel contesto in cui lo stesso è stato formulato, proposto, votato o deve trovare attuazione;

4) il piano non è manifestamente non fattibile; e,

5) il piano è nel miglior interesse dei creditori dissenzienti o dei partecipanti al capitale di rischio, in quanto riserva loro quantomeno ciò che riceverebbero se il piano non fosse approvato.

<u>Indicazione di policy #2.15</u> (*Condizioni imposte dal tribunale*). Il giudice dovrebbe poter imporre condizioni per l'approvazione del piano.

9. Classi di stakeholder dissenzienti

Qualora un piano che prevede la violazione dei diritti di una classe di stakeholder non abbia ottenuto il necessario sostegno tra i membri della classe, esso può comunque essere approvato a condizione che tratti la classe in modo equo. Oltre ai requisiti sopra descritti, il piano deve essere adeguato e deve dimostrare il necessario rispetto per i diritti dei membri della classe. Ciò comporta, come minimo, il rispetto di ciascuna delle tre seguenti condizioni:

(a) Il test del miglior interesse è soddisfatto.

(b) Almeno una classe di creditori, i cui diritti sono lesi dal piano, ha approvato il piano con la maggioranza richiesta.

(c) È rispettata la "regola della priorità relativa".[36] Ciò richiede che (i) ogni classe dissenziente riceva un trattamento favorevole almeno quanto quello riservato alle altre classi dello stesso grado; (ii) nessuna classe di grado inferiore riceva un trattamento equivalente o migliore; e (iii) le classi di grado superiore non ricevano più dell'attuale valore economico dei loro crediti.

La regola della priorità relativa è un'alternativa preferibile alla "regola della priorità assoluta" diffusa nelle pratiche di ristrutturazione negli Stati Uniti. La regola della priorità assoluta prevede una condizione preliminare per l'omologazione di un piano respinto da una o più classi di stakeholder

[36] Un'attenta discussione riguardo i sottostanti principi può essere rinvenuta in S. MADAUS, "Leaving the Shadows of US Bankruptcy Law: A Proposal to Divide the Realms of Insolvency and Restructuring Law", Eur. Bus. Org. Law Rev. (2018), in particolare la sezione 5.2.

lesi, ovvero che i membri di ciascuna classe dissenziente ricevano l'intero valore nominale dei propri crediti prima che i membri di una classe inferiore ricevano o mantengano qualunque tipo di valore. Tale tipologia di approccio è imperfetta. Tale approccio, infatti, incentiva il dissenso nei confronti del piano fintanto che i creditori dissenzienti si aspettano che il piano riceva sufficiente sostegno da parte dei partecipanti di altre classi. Tali soggetti dissenzienti prevedono di approfittarsi del sacrificio altrui venendo soddisfatti integralmente, laddove altri hanno accettato una riduzione delle proprie pretese. Ciò rende meno probabile l'omologazione del piano in quanto ciascuna classe potrebbe, in tal modo, avere un incentivo a dissentire.

La regola della priorità relativa fornisce un'alternativa più realistica, garantendo l'equità nei confronti dei creditori dissenzienti per mezzo della protezione della loro posizione relativa rispetto a tutte le altre parti interessate, ma senza creare incentivi all'opposizione al piano. La regola della priorità relativa rende, inoltre, più probabile l'omologa dei piani che consentono ai partecipanti al capitale di rischio di mantenere una partecipazione nel debitore o nella sua attività, il che a sua volta potrebbe incentivare - in particolare nel caso delle MPMI - un utilizzo maggiore e più tempestivo dei procedimenti di ristrutturazione e la possibilità di attingere alle conoscenze, alle competenze e all'avviamento specifici del debitore. La norma fornisce inoltre una misura di protezione contro strategie improprie di "loan-to-own", con cui gli acquirenti di crediti in sofferenza tentano di acquisire una quota del capitale di rischio del debitore superiore al valore economico attuale dei loro crediti.

<u>Indicazione di policy #2.16</u> (*Condizioni per l'omologazione di un piano che non è stato approvato da ciascuna categoria rilevante di stakeholder*). Il tribunale dovrebbe omologare un piano che non ha ricevuto il sostegno richiesto da parte dei membri di una o più classi di creditori o azionisti rilevanti ("cross-class cram down") qualora, in aggiunta alle condizioni di cui alla Indicazione di policy # 2.14:

1) almeno una categoria di creditori, i cui diritti siano stati lesi dal piano, abbia approvato il piano con la maggioranza richiesta; e

2) la regola della priorità relativa sia rispettata, in quanto

(i) ciascuna classe dissenziente riceverà un trattamento favorevole almeno quanto quello riservato alle altre classi dello stesso grado;

(ii) nessuna classe di grado inferiore riceverà un trattamento equivalente o migliore rispetto a quello riservato a tale classe; e

(iii) le classi di grado superiore non riceveranno più dell'intero valore economico attuale dei loro crediti.

Capitolo III

Obiettivi, contenuti e struttura del piano*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Il piano di ristrutturazione. - 3. Misure adottabili nel piano di ristrutturazione. - 3.1. Misure che riguardano gli assets. - 3.1.1. Cessione dell'azienda. - 3.1.2 Cessione di attività non strategiche. - 3.1.3. Variazione della forza lavoro. - 3.2. Misure riguardanti le passività - 3.2.1 Variazione delle condizioni finanziarie nelle esposizioni creditizie. - 3.2.2. Variazione dei tassi di interesse. - 3.2.3. Allungamento dei tempi di rimborso del debito. - 3.2.4. Riduzioni del debito ("haircuts"). - 3.2.5. Trattamento dei covenants finanziari. - 3.2.6 Nuovi apporti da parte degli azionisti o di terzi. - 3.2.7. Conversione del debito in capitale. - 3.2.8 Nuovi finanziamenti. - 4. Questioni relative alla valutazione. - 4.1. Obiettivi ed incertezze. - 4.2. Tecniche di valutazione. - 4.2.1 Il Metodo del Flusso di Cassa Attualizzato (FCA). - 4.2.2 Metodi che si basano sulla valutazione di mercato - 5. La relazione motivata (o informativa). - 5.1. Il contesto. - 5.2. Conseguenze della mancata attuazione della ristrutturazione. - 5.3. Panoramica dell'indebitamento esistente. - 5.4. Calendario. - 5.5. Proiezioni finanziarie e fattibilità. - 5.6. Valutazione e ripartizione del valore tra i creditori. - 5.7. Presupposti giuridici per la ristrutturazione. - 5.8. Azioni da intraprendersi da parte degli stakeholder - 5.9. Obiezioni al piano proposto. - 5.10. Fondi per far fronte a situazioni di emergenza. - 5.11. Crediti intra-gruppo. - 5.12. La posizione degli amministratori, dei manager senior e la corporate governance. - 5.13. Questioni fiscali. - 5.14. Costi professionali associati alla predisposizione e all'approvazione del piano. - 5.15 Giurisdizione.

1. Introduzione

Il piano di ristrutturazione rappresenta l'elemento chiave della proposta, dell'approvazione e dell'attuazione del processo di ristrutturazione di una società o di un gruppo di società in difficoltà.[37] Esso mira ad informare gli stakeholder ed il tribunale in merito alla necessità ed alla logica della ristrutturazione, nonché sulle modalità con cui questa inciderà sui diritti e gli obblighi delle parti. Un piano ben strutturato fornirà una panoramica delle parti interessate (e non interessate) dalla ristrutturazione (e, se necessario, delle classi).

Una ristrutturazione solitamente richiede ai partecipanti di fare concessioni significative di un qualche tipo. Il piano di ristrutturazione comporta, pertanto, importanti conseguenze distributive per le parti interessate ed il valore dei loro crediti. Un piano di ristrutturazione formulato in un contesto sofisticato può vincolare tutti i tipi di finanziatori, compresi i creditori garantiti e privilegiati e gli

---

* *Anche se discusso approfonditamente e condiviso da tutti i membri del team di ricerca del Co.Di.Re., questo Capitolo è stato scritto da Riz Mokal, con l'aiuto di Charles G. Case III e Lorenzo Stanghellini*.

[37] Un gruppo di società può essere oggetto di una ristrutturazione simultanea. In tal caso, la ristrutturazione può avvenire attraverso un unico piano, oppure attraverso un piano specifico per ciascuna entità partecipante, a seconda della legge applicabile e della prassi, nonché di quanto previsto dagli stakeholder nel caso particolare. La nostra analisi è volta ad affrontare entrambe le possibilità. Ad esempio, tra le varie soluzioni informali o semi-formali previste dalla legge spagnola sull'insolvenza per far fronte all'insolvenza, solamente una è espressamente ammessa per i gruppi di società (contratti collettivi ordinari di finanziamento, contratti di tipo I o "acuerdos de refinanciación colectivos", art. 71-bis IA). Tuttavia, pur non essendo espressamente ammessi, più della metà (54%) degli accordi di rifinanziamento omologati esaminati (accordi di rifinanziamento di tipo II o "acuerdos de refinanciación homologados", A.D. 4th IA) sono accordi di gruppo (ossia attraverso i quali viene rifinanziata una pluralità di società dello stesso gruppo). Si vedano i risultati nazionali spagnoli, disponibili all'indirizzo www.codire.eu.

azionisti e può anche essere limitato a un sottogruppo di creditori, ad esempio i creditori finanziari. La legge applicabile – unitamente al rispettivo piano di ristrutturazione - dovrebbe definire chiaramente chi è vincolato dai termini del piano. In linea di principio, le parti che non sono incluse o coinvolte nell'adozione del piano di ristrutturazione - o che non hanno avuto almeno la possibilità di parteciparvi - non dovrebbero essere vincolate dalle sue condizioni,[38] anche se potrebbero essere indirettamente interessate dai suoi effetti giuridici (per una discussione più approfondita, cfr. il Capitolo 6).

Al fine di garantire la trasparenza per tutte le parti, il piano di ristrutturazione dovrebbe includere una descrizione dell'impresa e del suo contesto concorrenziale; la valutazione del debitore o dell'attività del debitore nel suo stato attuale, al fine di poter effettuare utili raffronti e stabilire un valore minimo di partenza; una dichiarazione motivata delle cause e della portata delle difficoltà finanziarie del debitore, nonché una descrizione della sua situazione attuale. I connotati fondamentali del piano dovrebbero anche comprendere la durata proposta di quest'ultimo, le misure da attuare tramite il piano ed i suoi effetti. Il piano deve inoltre contenere un parere o una dichiarazione motivata del management, ovvero del soggetto incaricato, riguardante la redditività dell'impresa, l'obiettivo del piano a supporto della scelta di mantenere l'impresa in attività con esclusione dell'insolvenza, nonché le condizioni necessarie per la sua corretta attuazione.

Occorre procedere ad una breve riflessione sulla terminologia. Nel presente documento, il termine "piano" è utilizzato nel suo senso più ampio, con riferimento sia alle disposizioni contrattuali o quasi contrattuali che modificano i diritti e gli obblighi delle parti, sia alle dichiarazioni (denominate, ad esempio, "disclosure statement" nella prassi statunitense o "explanatory statement" nello schema di accordo britannico) - siano esse separate o parte integrante di un unico documento contenente il piano[39] – le quali forniscono alle parti e al tribunale tutte le informazioni necessarie nell'ambito del processo di ristrutturazione.

Il presente capitolo descrive gli obiettivi, i contenuti e la struttura di un piano di ristrutturazione ben redatto. Nello stesso capitolo saranno inoltre prese in considerazione le questioni relative alla valutazione del debitore, le quali sono tra le più complesse e dibattute in molte ristrutturazioni.

<u>Indicazione di policy #3.1</u> (*Portata del piano*). Un piano dovrebbe essere in grado di vincolare l'intera categoria dei finanziatori, compresi i creditori garantiti e privilegiati, le autorità fiscali ed i partecipanti capitale di rischio.

<u>Indicazione di policy #3.2</u> (*Applicabilità ad un sottoinsieme di parti*). La legge dovrebbe consentire al piano di vincolare solo una parte di una determinata categoria di creditori. Ad esempio, un piano può riguardare solo i soggetti finanziatori, escludendo tutti gli altri creditori dal suo campo di applicazione, i quali pertanto non saranno vincolati da esso e, quindi, saranno intitolati a ricevere quanto loro spettante in base ai propri diritti.

[38] Una tipo di eccezione a questo principio si trova, ad esempio, nella legge fallimentare tedesca: Qualora il piano non contenga disposizioni relative ai creditori subordinati, questi ultimi non partecipano all'adozione del piano e si considerano estinti i loro crediti (ad eccezione di quelli subordinati ai sensi del comma precedente). 39 par. 1 n. 3 InsO), cfr. § 225 par. 1 InsO, sec. 222 par. 1 frase 2 n. 3 InsO. Questi creditori possono tuttavia ancora contestare la conferma del piano ai sensi dell'art. 251 InsO.

[39] Un esempio di quest'ultimo è l'*Insolvenzplan* tedesco che consiste in una parte costruttiva o operativa e una parte dichiarativa (ed alcuni allegati), § 219 InsO.

2. Il piano di ristrutturazione

Un piano di ristrutturazione, generalmente, ha l'obiettivo di ristabilire la redditività del debitore, ossia di individuare una modalità per consentire al debitore di proseguire la propria attività nel medio e lungo termine.[40] Il piano persegue questo obiettivo proponendo una, od entrambe, delle seguenti strategie:

1) una ristrutturazione degli assets e delle operazioni del debitore ("ristrutturazione operativa"); e/o

2) una ristrutturazione della struttura del capitale e del debito del debitore ("ristrutturazione finanziaria").

L'esperienza comune a più giurisdizioni evidenzia che, nella maggior parte dei casi, sarà necessario un adeguato coordinamento tra ristrutturazione operativa e finanziaria: ciò al fine di rendere nuovamente redditizia l'attività. Tuttavia, una ristrutturazione operativa richiede cambiamenti reali, quali la chiusura di impianti, la cessione di attività e il licenziamento di dipendenti, i quali risultano essere di più difficile attuazione. Per questo motivo, vi è spesso la tendenza - in particolare da parte dei manager e dei proprietari del debitore - a minimizzarne la necessità. Al contrario, una ristrutturazione finanziaria ha come effetto quello di imporre ai creditori l'onere di ripristinare la redditività del debitore ed è, dunque, generalmente favorita dai debitori.

Il piano di ristrutturazione dovrebbe fornire agli stakeholder e al tribunale tutte le informazioni ragionevolmente necessarie per consentire loro di valutarlo. Ciò richiede, senza limitazioni, di:

1) illustrare i motivi per cui è necessaria la ristrutturazione, in particolare indicando perché, in sua assenza, il debitore non sarebbe in grado di adempiere alle proprie obbligazioni alle scadenze previste;
2) illustrare i presupposti e le proiezioni su cui si basa la ristrutturazione, indicando i motivi per cui questi sono ragionevoli;
3) descrivere il funzionamento del piano di ristrutturazione con riferimento al debitore e alle sue passività, identificare gli assets da cedere, le attività da cessare, le modifiche proposte con riferimento al management, le passività da ridurre e qualsiasi altro nuovo diritto sia creato in occasione della ristrutturazione;
4) rendere note le misure adottate dal debitore e da qualsiasi altra parte nel processo di ristrutturazione, indicando in particolare se ad alcuni stakeholder sono stati offerti incentivi per l'accettazione della ristrutturazione; e,
5) indicare lo scenario per il debitore e per la sua impresa se il piano dovesse essere approvato, ovvero non approvato.

<u>Raccomandazione #3.1</u> (*Ristrutturazione operativa e finanziaria*) La parte che propone il piano dovrebbe valutare se, al fine di consentire al debitore di perseguire una ristrutturazione che ripristini la propria redditività, tanto le attività quanto le passività del bilancio del debitore richiedono una ristrutturazione.

[40] Alcuni piani presentati nell'ambito di procedure di ristrutturazione mirano a liquidare l'attività con modalità che si presume conservino maggiormente il valore rispetto a quanto sarebbe attuabile seguendo il relativo regime di liquidazione. Fermo restando il rispetto dei limiti di salvaguardia previsti nella presente relazione, non sembrano sussistere obiezioni fondate all'uso a tale scopo del processo di ristrutturazione.

3. Misure adottabili nel piano di ristrutturazione

La prassi dimostra che all'interno del piano di ristrutturazione può essere prevista un'ampia gamma di misure aventi effetti sia dal lato dell'attivo che del passivo del bilancio del debitore. In questa sede ci concentreremo sulle misure più importanti e diffuse.

3.1 Misure che riguardano gli assets

3.1.1 Cessione dell'azienda

Il piano di ristrutturazione può prevedere la cessione dell'intero complesso aziendale. Il soggetto acquirente può essere di proprietà di un gruppo completamente nuovo di investitori, nel qual caso il risultato è sostanzialmente identico a quello di una liquidazione, anche se raggiunto con una modalità che gli stakeholder evidentemente ritengono migliore rispetto a ciò che avverrebbe in un formale processo di liquidazione.[41] In alternativa, i partecipanti nel soggetto acquirente - indicato nel piano - possono coinvolgere alcuni degli attuali investitori del debitore (creditori, azionisti o entrambi). Ciò si verifica quando gli stakeholder ritengono che sia meglio, per motivi fiscali, normativi, ovvero per altri motivi analoghi, proseguire l'attività per mezzo di una nuova entità.

3.1.2 Cessione di attività non strategiche

Attraverso la cessione di attività non strategiche, la società può garantire l'afflusso della liquidità necessaria, la quale può risultare fondamentale per la sopravvivenza dell'attività principale del debitore. La legge non dovrebbe considerare la cessione di attività non strategiche come una liquidazione formale: incluse le unità operative che gestiscono assets che devono essere ceduti in base al piano.[42]

3.1.3 Variazione della forza lavoro

La riduzione del costo del lavoro può risultare fondamentale per ripristinare l'efficienza economico-finanziaria del debitore.[43] I livelli occupazionali correnti possono risultare eccessivi a causa della ridotta domanda di prodotti del debitore, i costi associati al mantenimento dell'occupazione possono non essere più sostenibili o i salari e i benefit destinati ai lavoratori, adeguati e sostenibili in un ambiente aziendale diverso, possono semplicemente non esserlo più.

---

[41] In Italia, una parte significativa delle ristrutturazioni giudiziali (concordato preventivo) e una parte non trascurabile dei tentativi di ristrutturazione stragiudiziale (accordo di ristrutturazione) volti a salvare l'impresa avvengono attraverso la cessione dell'azienda stessa: (a) tra le imprese che attuano una ristrutturazione giudiziale (concordato preventivo) finalizzata al salvataggio dell'impresa, circa il 20-23% di esse opta per una cessione dell'azienda; mentre il 6-12% delle ristrutturazioni giudiziali finalizzate al salvataggio dell'impresa opta per la continuazione dell'impresa; (b) circa il 12% delle ristrutturazioni stragiudiziali (accordo di ristrutturazione) finalizzate al salvataggio dell'impresa optano per una cessione dell'azienda. Si veda la parte quantitativa della ricerca empirica italiana, pubblicata sul sito www.codire.eu.

[42] L'accordo può contemplare non solo gli assets (di norma, assets non operativi e/o assets che non sono essenziali per il corretto funzionamento dell'impresa), ma anche la procedura per effettuare la vendita, il periodo in cui deve essere effettuata e la destinazione dei proventi della vendita. In Spagna, i mandati di disinvestimento o di vendita di assets non sono molto frequenti (12 casi su 70). Si vedano i risultati nazionali spagnoli disponibili su www.codire.eu.

[43] Va notato, tuttavia, che i mutamenti nella composizione del personale non sempre comportano riduzioni o tagli. In Spagna, in 4 casi su 70, tali adeguamenti hanno comportato un aumento dell'organico, con l'assunzione di nuovo personale (anche top manager esperti in grado di aprire nuovi mercati) e/o la creazione di posti di lavoro specifici per le mansioni derivanti dal nuovo piano industriale. Si vedano i risultati nazionali spagnoli, disponibili all'indirizzo www.codire.eu.

Questa tipologia di cambiamento operativo è spesso molto difficile da negoziare (si veda il Capitolo 5, par. 4.2). Per le grandi imprese può essere esercitata una pressione politica al fine evitare licenziamenti; inoltre, nelle micro e piccole imprese possono esistere legami personali che rendono difficile l'attuazione di misure aventi ad oggetto la forza lavoro da parte dei manager in carica (cfr. anche il Capitolo 7 sull'attuazione del piano). La legge prevede spesso procedure specifiche che rendono più facile o meno costosa la riduzione del personale durante una ristrutturazione o che facilitano la cessione dell'azienda da parte di un debitore in difficoltà, negando in parte i diritti dei lavoratori, al fine di garantire la sopravvivenza dell'impresa e quindi il mantenimento (almeno di una parte) dell'occupazione.[44]

Data l'importanza delle misure che hanno un impatto sulla forza lavoro, il piano dovrebbe considerare le leggi, i regolamenti applicabili ed i contratti collettivi e valutare se, considerata la situazione nel caso specifico, lo strumento di ristrutturazione prescelto sia o meno nell'interesse dei creditori.

<u>Indicazione di policy #3.3</u> (*Cessione dell'azienda*). La legge dovrebbe consentire la cessione dell'azienda del debitore o di un suo ramo nell'ambito del processo di ristrutturazione.

<u>Indicazione di policy #3.4</u> (*Cambiamenti nella forza lavoro*) La legge dovrebbe prevedere misure specifiche che consentano di ridurre l'organico del debitore nel quadro di un processo di ristrutturazione.

<u>Raccomandazione #3.2</u> (*Misure relative agli assets*) La parte che propone un piano dovrebbe valutare se siano necessarie modifiche operative, quali la cessione di assets o dell'azienda o la riduzione del costo del lavoro, al fine di offrire al debitore il contesto migliore per ripristinare la propria redditività.

3.2 Misure riguardanti le passività

Alcune misure aventi ad oggetto le passività sono più facili (e più rapide) da attuare di altre. A seconda della situazione finanziaria della società o del gruppo di società, alcune di queste misure possono essere attuate già prima della negoziazioni riguardanti un piano di ristrutturazione, in modo da disporre di un margine di manovra sufficiente per avviare efficacemente le trattative.

3.2.1 Variazione delle condizioni finanziarie

In generale, il primo aspetto da considerare è quello di trattare con i creditori - soprattutto finanziari – nuove condizioni, meno onerose, con riferimento alle esposizioni correnti.

3.2.2 Variazioni dei tassi d'interesse

Uno dei modi più semplici per concedere "respiro" ad una società in difficoltà consiste nel modificare il tasso d'interesse (fisso o variabile), poiché i debiti con un tasso d'interesse elevato, in

[44] Cfr. ad esempio la direttiva 2001/23/CE del Consiglio, del 12 marzo 2001, concernente il ravvicinamento delle legislazioni degli Stati membri relative al mantenimento dei diritti dei lavoratori in caso di cessione dell'azienda, di un ramo d'azienda o di stabilimenti. La direttiva consente agli Stati membri di prevedere una limitazione dei diritti dei lavoratori in caso di cessione d'azienda se il debitore "si trova in una situazione di grave crisi economica ... dichiarata da un'autorità pubblica competente e aperta al controllo giurisdizionale" (articolo 5, paragrafo 3).

quanto costi fissi, rappresentano un peso di notevole rilievo per una società in difficoltà. La modifica dei tassi d'interesse può essere (ri)negoziata nel piano di ristrutturazione.[45]

3.2.3 Allungamento dei tempi di rimborso del debito

Un'importante tecnica di ristrutturazione prevede che i creditori acconsentano che il debitore effettui alcuni o tutti i pagamenti in un momento successivo rispetto a quanto previsto nelle condizioni attuali. Tale dilazione di pagamento può applicarsi al capitale, in tutto o in parte, e/o ai pagamenti degli interessi.

3.2.4 Riduzioni del debito ("haircuts")

Un'altra misura importante è la riduzione del debito pendente, spesso definita "haircut".

I dati empirici dimostrano che nelle ristrutturazioni stragiudiziali la misura prevalente in materia di indebitamento è la semplice dilazione, raramente accompagnata da riduzioni, mentre nelle procedure formali di insolvenza la regola è la riduzione, ad eccezione di alcuni crediti garantiti a lungo termine.[46] Tuttavia, non è raro che un'impresa subisca molteplici ristrutturazioni: ciò può indicare che le prime misure applicate erano insufficienti (cfr. Capitolo 4, punto 5.3) o che il debitore non è più redditizio. Occorre pertanto fare in modo che l'impresa sia in grado di onorare i debiti ristrutturati. Ciò solleva importanti questioni relative alla fattibilità del piano, che saranno poi esaminate nei Capitoli 2 e 6.

3.2.5 Trattamento dei covenants finanziari

Il piano dovrebbe chiarire se il debitore sarà tenuto a sanare eventuali violazioni dei covenants esistenti o se vi sia una rinuncia dei diritti dei creditori che derivano da tali violazioni. Il piano dovrebbe anche indicare quali dei covenants esistenti saranno mantenuti dopo la ristrutturazione, quali saranno eliminati e se ne saranno imposti di nuovi.

3.2.6 Nuovi apporti da parte degli azionisti o di terzi

Una forma di apporto di nuovi capitali da parte degli azionisti e dei terzi è costituita, rispettivamente, da conferimenti di capitale nella società in difficoltà per aumentarne il capitale o da una riduzione del debito. Il piano dovrebbe chiarire se eventuali diritti di prelazione o altri diritti degli attuali azionisti saranno rispettati o, qualora la legge lo consenta - come riteniamo debba avvenire nel contesto di una ristrutturazione - tali diritti saranno superati.

Le contribuzioni di capitale (inclusi i nuovi finanziamenti; si veda *infra*) sono solitamente subordinate all'omologa del piano e possono o meno conferire il diritto di ottenere azioni o altri

[45] Le ricerche empiriche condotte in Spagna, ad esempio, hanno dimostrato che la revisione al ribasso dei tassi di interesse per ridurre i costi di finanziamento è una pratica comune. In alcuni casi, i tassi di interesse sono ridotti, ma il loro progressivo aumento annuale è concordato simultaneamente (ad esempio Euribor +1% il primo anno, Euribor +1,25% il secondo anno, Euribor +1,5% il terzo anno, ecc.). In altri casi, la riduzione dei tassi di interesse è subordinata alla condizione che, qualora alcuni parametri finanziari subiscano una progressione favorevole per il debitore, il tasso di interesse non venga ridotto. Allo stesso modo, alcuni accordi prevedono anche che alcune tranche di debito maturino interessi solo se sono soddisfatte determinate condizioni di successo economico. Cfr. i risultati nazionali spagnoli, disponibili all'indirizzo www.codire.eu.

[46] Ciò è particolarmente vero con riferimento alla Spagna, dove il contenuto più frequente degli accordi di rifinanziamento è il rinvio della scadenza. Infatti, circa il 90% degli accordi prevede un qualche tipo di dilazione di pagamento, che di solito si traduce in una modifica del piano di rimborso. In altri casi, i finanziamenti sono cancellati e sostituiti da nuovi finanziamenti, con un nuovo piano di rimborso. Per contro, le clausole che prevedono la cancellazione del debito sono rare. Nella maggior parte dei casi, si riferiscono ad importi quantitativamente insignificanti. Cfr. i risultati nazionali spagnoli, disponibili all'indirizzo www.codire.eu.

strumenti rappresentativi del capitale nell'impresa. A seconda della giurisdizione, le nuove contribuzioni di capitale possono essere liberamente ripartite tra i creditori, senza rispettare la priorità assoluta o relativa, poiché i fondi in questione non provengono dal patrimonio dell'impresa.[47] Ciò deve essere tenuto distinto dal *surplus della ristrutturazione* - la differenza positiva tra il valore dell'impresa ristrutturata e il valore di liquidazione - che dovrebbe essere distribuito solo in base alle priorità previste dalla legge fallimentare. Le nuove contribuzioni di capitale sono quindi uno degli strumenti utilizzati nella pratica - nei limiti della legge applicabile - per conferire flessibilità al piano.

3.2.7 Conversione del debito in capitale

Il piano può prevedere che certi crediti siano estinti in tutto o in parte in cambio dell'assegnazione di una quota del capitale del debitore o dell'entità che subentrerà a quest'ultimo. Ciò comporta una riduzione del debito della società debitrice, senza esporre la sua attività ai rischi di una vendita sul mercato, che potrebbe non realizzare appieno il valore di quest'ultima a vantaggio degli stakeholder.

Un metodo utile per preservare una parte della partecipazione degli attuali azionisti è quello di conferire strumenti di capitale privilegiati agli ex-creditori, consentendo nel contempo agli attuali partecipanti al capitale di rischio di mantenere le loro partecipazioni, ora tuttavia subordinate. Il vantaggio di questo metodo è quello di risolvere le controversie sul valore dell'attività del debitore tra i creditori ed i partecipanti al capitale di rischio esistenti. Il tempo dimostrerà se le azioni ordinarie subordinate avranno ancora un valore, e le valutazioni speculative saranno per lo più neutralizzate.[48]

Un'altra tecnica che mira a raggiungere lo stesso obiettivo è quella di fornire a determinati creditori, generalmente creditori subordinati, *warrant* o opzioni per l'acquisto di una partecipazione nel capitale in un secondo momento. Anche in questo caso, il piano dovrebbe chiarire in che misura e le modalità con cui le partecipazioni degli azionisti esistenti saranno diluite, subordinate, cancellate, ecc. Un punto cruciale è rappresentato, ovviamente, dalla individuazione del prezzo di esercizio dell'opzione o le circostanze in cui i *warrant* potranno essere utilizzati.

Se i creditori (generalmente, i creditori privilegiati) non sono disposti a convertire il proprio debito con il capitale di rischio in occasione della negoziazione dell'accordo di ristrutturazione, il piano può prevedere la conversione del debito in debito convertibile, lasciando la possibilità a questi ultimi di convertire, in un secondo momento, il proprio credito con il capitale di rischio. L'opzione può divenire esercitabile in un momento specifico oppure essere disponibile per tutta la durata del debito. I creditori si assumeranno quindi il rischio dello sviluppo dei loro crediti. Va osservato, tuttavia, che il debito convertibile è ancora debito e che il piano finanziario dovrà tenere conto dell'eventualità in cui i creditori decidano di non convertirlo.[49]

---

[47] Ciò vale ad esempio per l'Italia (cfr. Corte di Cassazione, 8 giugno 2012, n. 9373, che consente la libera distribuzione tra gli stakeholder di "nuovo denaro" che non entra a far parte nel patrimonio del debitore), ma non per la Germania, dove - in una procedura di insolvenza - non solo nuovi contribuzioni di denaro/capitale entrano a far parte del patrimonio e devono essere distribuiti secondo le normali priorità, ma anche pagamenti diretti da parte di terzi che concedono un trattamento preferenziale a determinati stakeholder possono essere revocabili (sec. 226 par. 3 InsO) e possono portare alla mancata omologa del piano (sec. 250 n. 2 InsO).

[48] Si veda anche il Capitolo 2, par. 2.1 sull'accordo tra debito e capitale di rischio e le sue implicazioni: in particolare, per consentire ai partecipanti al capitale di rischio di mantenere una partecipazione in un'impresa che non è in grado di pagare il proprio debito ci devono essere buone ragioni, quali la fissazione di incentivi adeguati (gli azionisti non ristruttureranno se sono destinati a mantenere nessuna partecipazione), o l'incertezza (anche se i flussi di cassa sono negativi, le partecipazioni azionarie possono ancora mantenere un certo valore).

[49] In Italia, l'analisi qualitativa mostra che gli swap debito/azioni e la conversione del debito in strumenti finanziari "ibridi" sono rari (e praticamente assenti per le piccole imprese) poiché le banche non sono interessate ad

In relazione a ciascuna di queste tecniche, la valutazione dell'impresa, discussa di seguito, sarà fondamentale.

3.2.8 Nuovi finanziamenti

Una ristrutturazione, perché vada a buon fine, può richiedere un nuovo finanziamento a favore del debitore in due fasi distinte.[50]

Il primo, provvisorio, finanziamento consente al debitore di operare durante lo sviluppo, la negoziazione, la votazione e l'approvazione del piano di ristrutturazione. In considerazione del suo ruolo determinante nella negoziazione del piano, il finanziamento "ponte" è trattato nel Capitolo 5. Il secondo tipo di finanziamento, generalmente denominato "new financing", consente al debitore di proseguire la propria attività in esecuzione del piano regolarmente approvato.[51] Per tale motivo, la questione viene affrontata in questa sede.

Questa seconda *tranche* di fondi, che, di regola, il piano stesso prevede, è disponibile solamente qualora un finanziatore esistente o un nuovo soggetto sia convinto a concederla. Ciò può accadere se gli assets del debitore (qualora gli sia consentito di mantenere l'impresa in attività) abbiano un sufficiente plusvalore, ciò dopo aver estinto le passività che il debitore è tenuto a considerare nel piano di ristrutturazione al momento dell'approvazione dello stesso. La legge applicabile determina il grado di priorità del nuovo finanziamento, se e quali garanzie (ad esempio l'eccedenza stessa) possono essere messe a disposizione e la misura in cui i nuovi finanziamenti sono protetti da una eventuale azione revocatoria o da un'azione di responsabilità in caso di fallimento della ristrutturazione. La legge può anche consentire l'estensione della "super priorità", ossia la subordinazione dei creditori chirografari esistenti, o il "*priming*" dei creditori garantiti esistenti se questi ultimi vi acconsentono o se il giudice è convinto che gli interessi di tali creditori sono adeguatamente tutelati. In ogni caso, a patto che vi siano adeguate garanzie per i creditori esistenti, il nuovo finanziatore che risulti necessario per attuare un piano di ristrutturazione - il quale appaia promettente ex ante - deve essere tutelato contro il rischio di azioni revocatorie e di responsabilità

esercitare un controllo sulle imprese ristrutturate, ma optano per strumenti ibridi che consentano loro di partecipare agli utili futuri dell'impresa, in una posizione privilegiata rispetto agli azionisti. In Spagna, la conversione in capitale di rischio del debito compare in circa il 25% degli accordi di rifinanziamento approvati. Va notato, tuttavia, che la conversione in capitale di rischio obbligatoria del debito è molto rara e, quando si verifica, è limitata ad una sola tranche del debito. In effetti, nella maggior parte degli accordi che prevedono la conversione in capitale di rischio del credito, essa è concepita come una semplice opzione, a seconda del verificarsi di determinate circostanze. L'opzione della conversione in capitale di rischio del debito in caso di inadempimento è spesso prevista, anche se le condizioni variano di solito tra le tranche di debito (ad esempio, la conversione può essere possibile in caso di inadempimento di due o più rate di rimborso della tranche A del debito, anziché in caso di inadempimento di un'unica rata di rimborso della tranche B alla sua scadenza). Talvolta la conversione è disponibile in caso di mancato rispetto di alcuni covenants (ad esempio, in caso di scostamento negativo del 40% dell'EBITDA stabilito nel business plan), in caso di risoluzione anticipata, o quando si verificano determinate circostanze (ad esempio, quando ciò è necessario per ripristinare un eventuale e potenziale squilibrio patrimoniale). Può anche accadere che gli swap debito/capitale di rischio siano limitati a determinate tipologie di crediti (ad esempio, per i finanziamenti soci tra la società finanziata e i suoi azionisti). Cfr. i risultati nazionali spagnoli, disponibili all'indirizzo www.codire.eu.

[50] L'analisi quantitativa e qualitativa italiana (interviste a giudici, avvocati e consulenti) sottolinea l'importanza dei nuovi finanziamenti per consentire il salvataggio delle imprese in difficoltà. Tuttavia, in base al campione analizzato: a) solo pochi piani prendono in considerazione nuovi finanziamenti: il 25-30% delle ristrutturazioni extragiudiziali (accordo di ristrutturazione); b) in caso di nuovi finanziamenti si tratta per lo più di capitale a debito, mentre solo una piccola percentuale di nuovi finanziamenti è costituita da capitale di rischio. In Spagna, solo un terzo dei casi analizzati prevede la concessione di nuovi finanziamenti. Generalmente, nuovi finanziamenti sono concessi da alcuni azionisti del debitore (in particolare sotto forma di prestiti partecipativi, e talvolta con l'impegno a convertire il debito entro un certo periodo di tempo). Si vedano i risultati nazionali spagnoli, disponibili all'indirizzo www.codire.eu.

[51] Entrambe le tipologie di finanziamento sono previste nel progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni (Art. 16; si veda anche l'Art. 10(1)(b).

personale nel caso in cui il piano fallisca e il debitore sia successivamente sottoposto ad una procedura d'insolvenza. Molte giurisdizioni considerano revocabili le operazioni in cui il terzo è a conoscenza delle difficoltà finanziarie del debitore e, nell'ipotesi di *new financing*, ciò è il caso quasi per definizione. Pertanto, tale rischio deve essere scongiurato al fine di evitare di ostacolare l'estensione di nuovi finanziamenti.

Numerosi ordinamenti prevedono una qualche forma di subordinazione per i finanziamenti concessi dagli azionisti (ad esempio, i finanziamenti concessi quando la società era in una situazione di sovraindebitamento).[52] In tal caso, dovrebbe essere prevista un'eccezione almeno per gli azionisti che sono divenuti tali a seguito di uno swap debito/azioni in occasione di una ristrutturazione. In mancanza di tale eccezione, i creditori potrebbero non essere disposti ad accettare uno *swap* e, quindi, a concedere un finanziamento per timore di essere subordinati. Un'altra eccezione potrebbe essere applicata a favore degli azionisti esistenti, anche se ciò andrebbe valutato alla luce dell'opportunità di incentivarli a conferire capitale di rischio anziché di debito.

Il secondo punto da evidenziare è che le attuali norme bancarie prudenziali potrebbero ostacolare la concessione di nuovi finanziamenti da parte di banche già creditrici. Se una banca ha classificato come deteriorato un credito ed il debitore compie una ristrutturazione, in cui tuttavia il debito resta riferibile alla stessa entità o gruppo (e, dunque, non può essere eliminato in base ai principi contabili applicabili), conseguente, poiché la classificazione dei clienti non retail è incentrata sulla figura del debitore (EBA ITS 226, il quale rimanda all'art. 178 CRR), ne consegue che qualsiasi esposizione, incluse quella nuove, dovranno essere classificate nella stessa categoria. L'uscita dallo stato di credito deteriorato quando l'esposizione è stata oggetto di misure di tolleranza, come in ipotesi di ristrutturazione del debito, richiede un periodo di rimedio di un anno (EBA ITS 231), oltre ad un periodo di due anni per il ripristino della situazione originaria (EBA ITS 256). Può quindi risultare molto oneroso per le banche la concessione di nuovi finanziamenti ad un debitore che abbia fatto ricorso ad una ristrutturazione e che sia già stato suo cliente (cfr. anche il Capitolo 5, par. 3.2, e le indicazioni di policy ad esso associate).

<u>Indicazione di policy #3.5</u> (*Concessione di nuovi finanziamenti*). La legge dovrebbe prevedere la possibilità che i nuovi finanziamenti, erogati o promessi al debitore, siano concessi al di fuori dell'ordine di priorità stabilito per i crediti esistenti.

<u>Indicazione di policy #3.6</u> (*Swaps debito/azioni*). La legge dovrebbe consentire al piano di ristrutturazione di effettuare una conversione del debito in capitale di rischio.

<u>Indicazione di policy #3.7</u> (*Capitale di rischio privilegiato e debito convertibile*). La legge dovrebbe consentire al piano di ristrutturazione di prevedere i) diverse categorie di strumenti di capitale di rischio e ii) la possibilità per i creditori di convertire i propri crediti in capitale di rischio in una data futura, una volta che si sia verificata la condizione prevista dal piano.

<u>Indicazione di policy #3.8</u> (*Non subordinazione dei finanziamenti di coloro che convertono il proprio credito in capitale di rischio*). Coloro che convertono il proprio credito a favore di

[52] In Spagna, ad esempio, il nuovo finanziamento fornito dagli azionisti esistenti è subordinato secondo le regole generali, e la preferenza stabilita per i nuovi finanziamenti non si applica quando tale finanziamento è fornito da un soggetto strettamente collegato al debitore (art. 84.2-11.º IA).

capitale di rischio non dovrebbero essere soggetti alle norme che impongono la postergazione dei finanziamenti erogati dai soci.

<u>Indicazione di policy #3.9</u> (*Nuovi finanziamenti*). La legge dovrebbe prevedere un'esenzione dal regime della revocatoria per i nuovi finanziamenti e prevederne la priorità rispetto ai creditori non garantiti, sotto la vigilanza del tribunale, quando un nuovo finanziamento è necessario per il successo del piano. In alcune circostanze, la legge applicabile può prevederne la priorità rispetto ai creditori garantiti esistenti, se questi ultimi acconsentono o se il tribunale è convinto che gli interessi di tali creditori sono adeguatamente tutelati. Il finanziatore dovrebbe essere esonerato da responsabilità quando il nuovo finanziamento è stato concesso in buona fede.

4. Questioni relative alla valutazione

La presente sezione analizza i metodi di valutazione dell'impresa del debitore o delle sue parti rilevanti.

4.1 Obiettivi ed incertezze

La valutazione di un'impresa è - nella migliore delle ipotesi - un processo difficile e, tale difficoltà, aumenta quando il debitore è in crisi. In linea di principio, l'esercizio della valutazione dovrebbe portare ad un valore che si avvicina al "valore fondamentale" dell'impresa, che nella maggior parte delle imprese è il loro valore presente, attualizzato con i futuri flussi di cassa dell'impresa.[53] Nella pratica, ciò può non avvenire per una combinazione di ragioni *strutturali* e *strategiche*.[54]

L'incertezza strutturale è dovuta al fatto che il processo di ristrutturazione può non richiedere che vi sia una valutazione di mercato dell'impresa - la quale rappresenta il metodo di valutazione più comune - nonché al fatto che la valutazione di mercato può, in ogni caso, risultare insoddisfacente. Una "vendita forzata", in cui il venditore deve vendere per soddisfare le proprie obbligazioni,[55] comporta quasi sempre uno squilibrio di potere contrattuale a favore dell'acquirente. Poiché la vendita di un'impresa in difficoltà è quasi per definizione una vendita forzata, è probabile che essa non produca il valore fondamentale dell'impresa. Il problema si aggrava se la vendita raggiunge il livello di una "svendita", cioè di una vendita forzata compiuta in un mercato depresso.[56] In questo caso, difficoltà settoriali possono determinare la vendita di imprese simili, provocando al tempo stesso difficoltà nei potenziali acquirenti. Analogamente, una valutazione di mercato sottovaluterebbe il valore fondamentale dell'impresa, anche significativamente. La considerazione di tali fattori da parte

[53] I metodi di valutazione possono essere di natura patrimoniale, reddituale, finanziaria o mista; possono essere basati su entità comparabili (valutazione di mercato) od essere specifici. Nel contesto anglo-americano, i metodi finanziari e quelli basati su entità comparabili sono più frequenti. Riguardo alla valutazione delle società in crisi si veda S. GILSON, E. HOTCHKISS R. RUBACK, "Valuation of Bankrupt firms", (2000) 13(1) in Review of Financial studies, S. GILSON, "Valuing companies in Corporate Restructuring", Harvard business School, 2000. In particolare, con riferimento all'Italia si veda M. LACCHINI, "Le valutazioni del capitale nelle procedure concorsuali", Cedam, Padova, 1998; Bertoli, 2000; A. DANOVI, "Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano", Giuffrè, Milano, 2003.

[54] Questa discussione si basa su C. MICHAEL R. MOKAL, "The Valuation of Distressed Companies", (2005) in Int. Corp. Rescue, 63-68 e 123-131, che fornisce anche un riferimento completo delle fonti.

[55] R. MOKAL, "Liquidity, Systemic Risk, and the Bankruptcy Treatment of Financial Contracts", (2015) 10 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law 15, 27, il quale cita A. SHLEIFER e R. VISHNY, "Fire Sales in Finance and Macroeconomics", (2001) 25 in Journal of Economic Perspectives 29, 30.

[56] R. MOKAL, ibid, 30, il quale cita A. SHLEIFER & R. VISHNY, ibid., 30.

degli stakeholder può aver convinto questi ultimi che una vendita sul mercato non risulterebbe nel loro interesse.

L'incertezza strategica deriva dal fatto che gli stakeholder potrebbero avere interessi solo parzialmente coincidenti. I creditori senior saranno incentivati a sottovalutare il valore dell'impresa, in quanto ciò consentirà loro di rivendicare una quota maggiore del suo valore post-ristrutturazione, mentre i creditori junior avranno incentivi contrapposti a sopravvalutare il valore dell'impresa.[57] Analogamente, il management senior del debitore sarà incentivato a sottovalutare l'impresa qualora intenda ricevere una quota di quest'ultima in base al piano. Supponendo che 0,5 milioni di euro di rimborso a favore del management debbano assumere la forma di capitale di rischio. Quanto più bassa sarà la valutazione dell'impresa, tanto più elevata sarà la quota del capitale dell'impresa ristrutturata che dovrà essere attribuita al management.

In tale contesto, dato che le parti, gli esperti o il tribunale non hanno accesso alla visione omnisciente, grazie alla quale le incertezze sopra evidenziate non avrebbero alcun rilievo e, dunque, sarebbe possibile discernere infallibilmente il valore fondamentale dell'impresa (cfr. Capitolo 2, par. 1.2 e 2.2), un ruolo chiave del piano di ristrutturazione è quello di individuare quale sia il valore che più si avvicina al valore fondamentale dell'impresa e far sì che, tale valore, sia equamente ed efficientemente ripartito tra gli stakeholder.

4.2 Tecniche di valutazione

Dovrebbe essere prestata particolare attenzione nell'accettare i valori iscritti in bilancio con riferimento ai beni del debitore, poiché essi potrebbero essere scarsamente indicativi del valore del complesso aziendale dell'impresa e, inoltre, potrebbero anche risultare irrealistici in un contesto di crisi del debitore. Risulta invece necessario ricorrere a una o più tecniche di valutazione affermatesi nella pratica professionale della ristrutturazione.

4.2.1 Il Metodo del Flusso di Cassa Attualizzato (FCA)

Il metodo ha come obiettivo principale di identificare il valore fondamentale dell'impresa. Tale metodo, dunque, ha come obiettivo quello di stimare il valore presente ed attualizzato di tutti i flussi finanziari futuri. Le due fonti di liquidità prese in considerazione nel metodo traggono origine dalla liquidità futura che si prevede sarà generata dagli assets e dalle operazioni del debitore, nonchè dai futuri sgravi fiscali generati dal pagamento degli interessi sul debito, attualizzati utilizzando un tasso di sconto. L'individuazione del miglior tasso di sconto da utilizzare è in sé una questione molto controversa e, una buona prassi, consiste nell'elaborarlo in modo trasparente, nel contraddittorio delle parti interessate: prassi non sempre attuabile.

4.2.2 Metodi che si basano sulla valutazione di mercato

La valutazione basata sui Multipli del Valore di Mercato (MVM) viene utilizzata per confrontare i valori di società quotate in borsa mediante molteplici indici finanziari diversi, al fine di

[57] Per esempio, si supponga che il debito senior e il debito junior totali ammontino ciascuno a 1 milione di euro. Se il valore dell'impresa è di 1 milione di euro, il 100% appartiene a creditori privilegiati; i debitori junior e il capitale di rischio saranno totalmente scoperti e non avranno diritto a nulla. Tuttavia, se il valore dell'attività è di 2 milioni di euro, i debitori privilegiati e i debitori subordinati hanno ciascuno diritto al 50% del suo valore post-ristrutturazione. E se il piano produrrà un valore dell'impresa che sia superiore a 2 milioni di euro, esso darà di fatto diritto a una quota nel capitale di rischio ristrutturato anche ai soci precrisi.

determinare se il valore in questione è frutto di una sopravvalutazione, sottovalutazione, ovvero se è stato adeguatamente determinato con riferimento ai valori di entità comparabili quotate in borsa.

Tale valutazione si basa sull'efficienza dei mercati dei capitali nel valutare gli utili conseguiti dalla società, così come gli utili di altre società appartenenti allo stesso segmento.[58]

Un altro metodo di valutazione di mercato è rappresentato da una valutazione delle operazioni precedenti. Tra i metodi di valutazione di mercato, le valutazioni delle operazioni precedenti sono le più facili da eseguire in quanto tale metodo considera i valori attribuiti al patrimonio, alle attività o al debito nel contesto di operazioni avvenute in passato: ciò all'interno di un gruppo di società comparabili. Tale comparazione varrà quale indice di come il patrimonio, le attività o il debito della società dovrebbero essere valutati con riferimento a tale tipologia di operazione. Deve essere notato che ogni transazione è unica e che, talvolta, è previsto un premio per l'acquisizione del controllo di una società al fine di ottenere un vantaggio strategico in quest'ultima. Al contrario, talvolta le società sono vendute a prezzi ridotti a causa di situazioni di crisi note al pubblico o, più in generale, a causa dell'incertezza nel settore industriale o nei mercati finanziari.

Raccomandazione #3.3 (*Metodi di valutazione*). Quando è richiesta una valutazione dell'impresa, dovrebbe essere fatto ricorso ad una o più tecniche di valutazione consolidate. I parametri rilevanti dovrebbero essere scelti in modo trasparente, se possibile in contraddittorio tra gli stakeholder. Dovrebbe inoltre essere oggetto di considerazione quale soggetto debba effettuare la valutazione e, in particolare, se sia necessaria la nomina di un esperto qualora la valutazione provenga dal debitore.

5. La relazione motivata (o informativa)

Un piano ben elaborato, proposto nell'ambito di una ristrutturazione in fase avanzata, tende ad includere una relazione motivata unitamente ai documenti quasi contrattuali che incidono sui diritti e gli obblighi delle parti in modo tale da dare (inizio all') attuazione della ristrutturazione.

L'inclusione di una relazione motivata ha come obiettivo quello di illustrare ai creditori e agli altri stakeholder e, in ultima analisi, al tribunale, tutti gli aspetti della ristrutturazione proposta. Al fine di consentire a tutti gli stakeholder che vantano una pretesa nei confronti della società di valutare compiutamente se la ristrutturazione sia nel loro interesse, la relazione motivata dovrà fornire loro informazioni dettagliate, tra cui il contenuto essenziale della proposta, il processo mediante il quale si è addivenuti alla formulazione di tale proposta, le modalità con cui sarà sottoposta al voto degli stakeholder, nonché il percorso ed il calendario per l'attuazione della ristrutturazione proposta: ciò nell'ipotesi in cui questa fosse approvata.

Gli elementi principali di una relazione informativa che rispetti tali standard sono descritti di seguito. Il piano dovrebbe, di regola, essere accompagnato da una copia di tutti gli strumenti giuridici necessari affinché il piano entri in vigore in base alla legge applicabile[59].

[58] Di norma, un gruppo di società simili è un gruppo di società quotate in borsa che sono concorrenti nello stesso settore e hanno una dimensione finanziaria comparabile in termini di capitalizzazione di mercato o di ricavi. La scelta di un gruppo di società comparabili adeguato, quando si effettua una valutazione MVM, è vitale per l'accuratezza e l'efficacia del calcolo nel suo complesso.

[59] La legge applicabile può anche prevedere un effetto immediato del piano in sostituzione di tutti o di alcuni degli strumenti giuridici altrimenti necessari (cfr. in Germania § 254a InsO).

5.1. Il contesto

Tale sezione include un'illustrazione delle ragioni della crisi del debitore, un'analisi sulla redditività dell'impresa e le sue prospettive nel medio e lungo termine. Quest'ultima può descrivere:

- l'attività e il modello di business del debitore;
- la struttura e l'assetto proprietario del gruppo:
    - gli effetti sulla società capogruppo o sulle società controllate;
- le ragioni che hanno portato alla situazione attuale:
    - le condizioni di mercato e la situazione attuale;
    - l'impatto sul gruppo e l'effetto sulla situazione finanziaria del debitore (es. rispetto dei covenants, capacità di rimborso o rifinanziamento a scadenza del debito esistente);
- le conseguenze: misure da adottare durante la ristrutturazione per gestire la liquidità e stabilizzare l'attività;
- la gestione del debitore durante il processo di ristrutturazione:
    - il management esistente;
    - la nomina di un consulente (finanziario) per la ristrutturazione;
    - i responsabili o gli incaricati di funzioni di vigilanza indipendenti;
- la situazione dettagliata del debito (debito pendente, interessi, garanzie);
- le negoziazioni con gli stakeholder, aventi ad oggetto la ristrutturazione, avvenute precedentemente;
- l'individuazione della (o delle) giurisdizioni competenti per la ristrutturazione proposta.

5.2. Conseguenze della mancata attuazione della ristrutturazione

Questa parte descrive le conseguenze della mancata attuazione del piano di ristrutturazione. Essa illustra le obbligazioni che, in assenza di ristrutturazione, il debitore non sarebbe in grado di onorare e le conseguenze - generalmente una procedura di insolvenza liquidatoria - che ne deriverebbero. In questo caso, deve essere posta particolare enfasi sulla distruzione di valore a danno dei creditori considerati nel loro insieme, per le seguenti ragioni:

- potenziali ripercussioni sui rapporti con i clienti e sui contratti;
- perdita di sinergie derivanti dall'appartenenza ad un gruppo societario;

- difficoltà e costi di sostituzione dei servizi e delle competenze esistenti, forniti ad altre entità del gruppo;
- potenziali perdite di valore derivanti da eventuali crediti incrociati tra i membri del gruppo (o i rispettivi titolari nella procedura concorsuale).

Un elemento di fondamentale importanza è rappresentato dall'"analisi del termine di raffronto", che illustra il valore stimato che si potrebbe ottenere dall'attività del debitore o dai suoi assets, in caso di mancata attuazione del piano. Questo termine di raffronto è tipicamente rappresentato dalla liquidazione del debitore sulla base di una vendita forzata o, ancor peggio, di una sua svendita. L'analisi comparativa può evidenziare (a titolo esemplificativo):

- la probabilità di avvio di azioni esecutive da parte dei creditori garantiti e le loro possibili conseguenze;
- l'effetto che si produrrebbe per i creditori qualora si verificasse lo scenario alternativo: ciò implica, generalmente, rendimenti significativamente inferiori, verosimilmente dilazionati, ciò rispetto all'ipotesi in cui la ristrutturazione fosse attuata con successo;
- l'esito di eventuali indagini di mercato, il valore di mercato e i tassi di recupero previsti;
- il motivo per cui l'attuazione della ristrutturazione è preferibile al verificarsi del termine di raffronto.

5.3. Panoramica dell'indebitamento esistente

Tale sezione prende in considerazione tutte le informazioni sulla situazione finanziaria del debitore e, in particolare:

(1) il debito esistente (descrizione dell'indebitamento derivante da prestiti e titoli di debito);

(2) l'effetto della ristrutturazione sul debito esistente;

(3) l'effetto della ristrutturazione sul capitale di rischio esistente e sull'assetto proprietario;

(4) una descrizione delle misure di ristrutturazione che hanno un effetto sull'indebitamento finanziario.

5.4. Calendario

Il calendario delinea i diversi obiettivi che devono essere raggiunti prima e durante l'attuazione del piano di ristrutturazione, tra cui

(1) le condizioni per l'approvazione e le conseguenze in caso di mancata approvazione;

(2) l'approvazione, il voto e l'omologazione del piano di ristrutturazione;

(3) la data di deposito;

(4) la data e le condizioni di efficacia della ristrutturazione;

(5) il termine ultimo, ossia il termine massimo entro il quale il piano di ristrutturazione deve entrare in vigore od essere ritirato;

(6) le azioni che devono essere intraprese dai creditori in base al piano di ristrutturazione.

5.5. Proiezioni finanziarie e fattibilità

Lo scopo delle proiezioni finanziarie è quello di valutare la capacità di soddisfare le obbligazioni finanziarie del debitore a seguito della ristrutturazione, mantenendo nel contempo la liquidità e le risorse di capitale necessarie per un periodo di tempo prolungato. Se ciò non è già richiesto dalla normativa applicabile, una formale conferma da parte del debitore, del suo management e/o di esperti indipendenti che l'attuazione del piano di ristrutturazione consentirà alla società o al gruppo di società di evitare la liquidazione, di continuare l'attività e che la società sarà in grado di far fronte alle obbligazioni future alla loro scadenza, può contribuire ad assicurare l'approvazione e l'omologazione del piano.

Le proiezioni finanziarie sono predisposte sulla base di una data effettiva di ristrutturazione, dell'efficienza economico-finanziaria della società o del gruppo di società a seguito della ristrutturazione (sulla base di operazioni sostanzialmente simili a quella attuale), mediante la presentazione di proiezioni selezionate dei flussi di cassa, di regola per un periodo non superiore a dieci anni elaborate in base a dati solidi, nonchè del *credit metric* della società o del gruppo di società dopo la ristrutturazione. Si tratta del limite massimo per proiezioni credibili. Le proiezioni dovrebbero essere elaborate in base ad informazioni adeguatamente dettagliate e dovrebbero includere più fonti di informazioni. Le proiezioni dovrebbero, inoltre, considerare l'eventuale sviluppo delle condizioni economiche generali, nonché le tendenze dell'industria e della concorrenza per un periodo sufficientemente lungo. Tali ipotesi devono fondarsi sull'esperienza storica del settore e sulle prospettive di mercato elaborate da esperti con riferimento agli indici dell'offerta, della domanda e della capacità di produzione, nonché sul trend previsto in relazione al mercato specifico.[60]

Il piano deve chiarire i motivi per cui le ipotesi e le proiezioni su cui si basa sono credibili. Un modo per realizzare tale obiettivo consiste nell'indicazione che tale piano è stato sottoposto al controllo di esperti indipendenti incaricati dal debitore stesso o da un gruppo di creditori. Tali esperti hanno la possibilità di controllare le ipotesi e le proiezioni del piano per verificarne la ragionevolezza

[60] Le proiezioni finanziarie dovrebbero prendere in considerazione ipotesi diverse, a seconda del tipo di società. Tra queste ultime rientrano: ipotesi su ricavi, costi, costi per elementi speciali e di riporto, costi generali e amministrativi, di ristrutturazione e transazione, nonché ipotesi sulla liquidità e ed il debito esistenti.

ed assicurarsi che siano in linea con le condizioni di mercato previste. Un controllo dovrebbe includere misure quali:

(1) una revisione ed analisi delle proiezioni finanziarie al fine di valutare e confermare la ragionevolezza delle previsioni considerate;

(2) l'organizzazione di incontri con il management del debitore ed i suoi consulenti per discutere le previsioni chiave del piano;

(3) la verifica ed analisi delle previsioni formulate, in particolare dei costi specifici del settore e delle condizioni e prospettive di mercato del settore.

La valutazione del piano proposto può giungere, generalmente, alla conclusione che il piano:

(1) era realistico e in grado di conseguire gli obiettivi del piano di ristrutturazione;

(2) era nel miglior interesse del debitore/debitori;

(3) se attuato, permetterebbe ai creditori di recuperare più di quanto non accadrebbe nello scenario di riferimento (di regola una liquidazione e/o esecuzione forzata da parte dei creditori garantiti);

(4) era equo, ovvero che uno stakeholder intelligente ed onesto, nella propria veste di membro della classe che agisca nel proprio interesse, potrebbe ragionevolmente votare a suo favore.

5.6. Valutazione e ripartizione del valore tra i creditori

Il piano dovrebbe illustrare le metodologie di valutazione scelte tra quelle sopra descritte, giustificare la loro scelta tra le varie alternative e dimostrare perché il loro utilizzo è nell'interesse dei creditori e, se del caso, degli altri stakeholder.

La valutazione dovrebbe essere effettuata da un esperto (generalmente un consulente finanziario o una società di revisione contabile), che raffronti i tassi di recupero dei creditori previsti nel piano di ristrutturazione con riferimento ai diversi scenari considerati (ad esempio emissione di nuove azioni, swap debito-capitale) in ipotesi di continuazione dell'attività o di liquidazione di quest'ultima (vendita atomistica o vendita aggregata) o di altri termini di raffronto.

Generalmente, la valutazione dovrebbe dimostrare che il valore messo a disposizione dei creditori in base al piano sarà superiore a quello dello scenario di riferimento, il quale spesso consisterà in una procedura d'insolvenza liquidatoria.

Il valore dei diritti dei creditori (presenti o futuri, potenziali o certi, contestati o meno) dovrebbe essere valutato in base al loro importo e rango. Ciò può aiutare le parti, ed eventualmente il tribunale, a determinare se i creditori riceveranno un valore, in base al piano, pari all'importo che potrebbero aspettarsi di ricevere in assenza dell'attuazione di quest'ultimo.

5.7. Presupposti giuridici per la ristrutturazione

Il piano è tipicamente soggetto al soddisfacimento di alcuni prerequisiti legali, che possono includere:

- l'approvazione del piano da parte della maggioranza o delle maggioranze degli stakeholder;
- l'approvazione od omologa (autorizzazione) del piano di ristrutturazione da parte dell'autorità giudiziaria o dell'autorità competente;
- l'attuazione degli atti previsti per il compimento della ristrutturazione, i quali saranno diventati efficaci in base alle proprie condizioni o saranno stati depositati presso terzi secondo le condizioni del piano di ristrutturazione;
- l'attuazione da parte del debitore di tali atti richiesti dal piano;
- la modifica degli atti organizzativi di ogni entità collegata, così come richiesto dal piano di ristrutturazione.

5.8. Azioni da intraprendersi da parte degli stakeholder

Generalmente, qualora sia regolarmente approvato, il piano stesso determina una modifica dei diritti e degli obblighi dei creditori interessati, spesso senza richiedere da parte loro alcun intervento se non quello di partecipare al voto, a propria discrezione. In alcuni casi, tuttavia, il piano può richiedere ad alcune parti di attivarsi per l'adozione di determinate misure, come l'esecuzione di documenti contrattuali o la consegna di quelli al portatore. In quest'ultimo caso, il piano dovrebbe stabilire le modalità e i tempi per l'attuazione di tali fasi.

5.9. Obiezioni al piano proposto

Un piano ben elaborato dovrebbe rispondere in modo proattivo alle obiezioni sottoposte all'attenzione del proponente in merito alla fattibilità, all'approvazione e all'attuazione del piano. Dovrebbe spiegare perché le obiezioni non sono fondate, in modo che gli stakeholder possano votare a favore del piano e il tribunale lo approvi.

5.10. Fondi per far fronte a situazioni di emergenza

Nel caso in cui alcuni diritti siano ancora potenziali alla data di approvazione del piano,[61] quest'ultimo può prevedere la creazione di un fondo separato per far fronte a tali pretese, se e quando saranno avanzate. Il piano dovrebbe fornire le motivazioni a sostegno del fatto che il fondo risulta essere adeguato a far fronte a tali pretese. Esso dovrebbe, inoltre, indicare la destinazione del valore residuo del fondo a seguito della soddisfazione delle eventuali richieste di rimborso.

5.11. Crediti intra-gruppo

[61] Ciò può includere, a seconda della legge applicabile, l'ipotesi in cui un tribunale competente riscontri che il piano non soddisfa pienamente il criterio del miglior interesse dei creditori (cfr. Capitolo 6 e, per quanto riguarda la Germania, § 251 par. 3 InsO).

Il piano dovrebbe prendere in considerazione eventuali crediti rilevanti tra il debitore e qualsiasi entità ad esso collegata. Ciò può avvenire, ad esempio, prevedendo, subordinatamente all'approvazione del piano, che tali crediti siano subordinati a quelli di creditori che non presentino alcun collegamento con il debitore, mediante una loro estinzione parziale o totale, cessione o novazione.

5.12. La posizione degli amministratori, dei manager senior e la corporate governance

Anche la posizione degli amministratori e dell'alta dirigenza avrà un effetto sulla ristrutturazione, è pertanto importante garantire la necessaria trasparenza riguardo le loro posizioni.

La relazione dovrebbe includere una descrizione dell'attuale alta dirigenza e degli amministratori, del loro background, delle loro condizioni contrattuali, delle condizioni relative ad una loro eventuale liquidazione, nonché della loro retribuzione attuale e/o proposta. Dovrebbe inoltre includere una panoramica dei diversi (ed eventuali) comitati che la società o il gruppo di società hanno istituito, ad esempio un comitato per la revisione contabile, un comitato per le remunerazioni e/o un comitato per le nomine e la corporate governance ed indicare se questi ultimi sono composti da amministratori indipendenti.

Il piano dovrebbe inoltre indicare se sono presenti contratti di lavoro tra il gruppo o una delle sue controllate e uno degli amministratori del gruppo, i quali prevedano benefici in caso di cessazione del rapporto di lavoro o di servizio. Il piano dovrebbe inoltre rendere pubbliche e discutere le operazioni con le parti correlate ed i possibili interessi degli amministratori e degli azionisti rilevanti in relazione al piano stesso e ai suoi effetti.

Se il piano prevede che il debitore rinunci a potenziali crediti nei confronti di un amministratore, a prescindere dal fatto che quest'ultimo rimanga in carica o meno, tale piano dovrebbe fornire adeguate informazioni sull'esistenza effettiva o probabile di tali crediti e sulle motivazioni della rinuncia proposta. È tuttavia importante, in linea di principio, che il tribunale non neghi la propria autorizzazione al piano in ragione di una eventuale contrarietà alla rinuncia, a meno che non sussista una reale preoccupazione circa l'adeguatezza delle informazioni fornite, ovvero riguardo ad altre irregolarità nelle modalità di ricerca del consenso dei creditori. Tali deroghe possono costituire una parte importante dell'insieme dei diritti ed obblighi che le maggioranze degli stakeholder sono disposte ad accettare e, dunque, sarebbe economicamente inappropriato, oltre che ingiusto, che il tribunale incida su tale ripartizione dei costi e dei benefici tentando di eliminarne un elemento. Peraltro, sono gli stessi stakeholder che generalmente si trovano in una posizione migliore rispetto al giudice per valutare il valore da attribuire alla rinuncia, al fine di indurre l'amministratore interessato, a seconda del caso, ad abbandonare la propria posizione, ovvero a mantenerla.

5.13. Questioni fiscali

Le questioni fiscali risultano spesso cruciali per la fattibilità e l'accettabilità di un piano.[62] Nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione, le riduzioni del debito e gli altri sgravi non

[62] Le imprese italiane, soprattutto se di piccole dimensioni, incontrano notevoli difficoltà nei rapporti con le autorità fiscali, che spesso sono tra i principali creditori delle imprese in crisi.
Tuttavia, in relazione ai negoziati con le autorità fiscali, la ricerca qualitativa ha rivelato: a) difficoltà nell'accertare l'ammontare del debito fiscale e la complessità delle questioni relative ai crediti fiscali; b) difficoltà nell'individuare la controparte negoziale, in quanto la competenza per i crediti fiscali è spesso frammentata tra diversi enti pubblici; c) incentivi troppo deboli nel perseguire soluzioni efficaci per i dipendenti delle autorità fiscali, che talvolta sembrano temere

dovrebbero essere considerati un beneficio imponibile per il debitore,[63] poiché in tal modo le autorità fiscali (e non il debitore) sarebbero i principali beneficiari del sacrificio dei creditori, i quali hanno acconsentito ad una riduzione del debito e, a loro volta, sarebbero disincentivati a compiere tale sacrificio. Analogamente, i creditori dovrebbero essere incentivati ad accettare una riduzione del debito, consentendo loro di utilizzare tale riduzione come perdita deducibile.

In tale contesto legislativo, idealmente, il piano dovrebbe illustrare in quale modo le proprie misure potrebbero incidere sulla posizione fiscale del debitore. Il piano può inoltre richiamare l'attenzione sulle conseguenze fiscali per le parti interessate ed incoraggiarle ad ottenere una consulenza indipendente.

Al fine di facilitare la comprensione del piano da parte dei creditori, può risultare necessario illustrare anche le possibili conseguenze fiscali per questi ultimi, chiarendo che tale indicazione può non applicarsi a tutti i creditori e che ciò può dipendere dalle norme applicabili.

5.1.14 Costi professionali associati alla predisposizione e all'approvazione del piano

Il piano può informare le parti interessate riguardo i costi che la società o il gruppo di società ha sostenuto in relazione alla ristrutturazione, nel corso del tempo, dall'inizio delle trattative. Il piano può anche fornire una stima dei costi e degli oneri totali riferibili alla ristrutturazione, fino alla data di conclusione della ristrutturazione e, tra questi, quali costi sono inclusi in tale stima. Ciò, nel solco delle precedenti misure, dovrebbe assicurare trasparenza a tutte le parti interessate in merito ai costi associati alla procedura di elaborazione del piano.

5.1.15 Giurisdizione

Il piano dovrebbe individuare il tribunale competente per la ristrutturazione e può anche individuare altri tribunali competenti per le questioni relative ai beni concessi in garanzia, quali ad esempio i beni immobili situati all'estero.

<u>Raccomandazione #3.4</u> (*Contenuto del piano*). Il piano e le relazioni informative devono contenere tutte le informazioni necessarie, unitamente ai relativi documenti, per consentire agli stakeholder di valutare quest'ultimo e decidere se approvarlo o meno. Il piano dovrebbe, quantomeno, prendere in considerazione 1) il contesto della ristrutturazione, 2) le conseguenze della mancata attuazione della ristrutturazione, 3) una descrizione dell'indebitamento esistente, 4) il calendario per l'attuazione del piano, 5) le proiezioni finanziarie e un'analisi di fattibilità, 6) la valutazione e la ripartizione del valore tra le parti, 7) i prerequisiti giuridici della ristrutturazione; (8) le azioni che gli stakeholder devono intraprendere; (9) le obiezioni al piano proposto emerse nel corso delle trattative; (10) gli accantonamenti per far fronte a situazioni di emergenza; (11) il trattamento dei crediti infra-gruppo; (12) un'analisi sulla posizione degli amministratori e dell'alta dirigenza e sulla corporate governance dell'entità debitrice; (13) le

---

di dover affrontare responsabilità personali (troppo spesso le autorità fiscali mirano a massimizzare il valore a breve termine, trascurando il fatto che sono attori ricorrenti); d) le autorità fiscali sembrano essere più cooperative nelle trattative con le imprese più grandi che con quelle più piccole. I dati emergono da diverse interviste a professionisti che assistono debitori, sia avvocati che commercialisti.

[63] Si veda, ad esempio, quanto previsto per la compensazione (consentita) con perdite precedenti e le rispettive nuove regole in, i. a., sec. 3a EStG (legge tedesca sull'imposta sul reddito) [in attesa di approvazione da parte della Commissione europea].

questioni fiscali; (14) i costi professionali associati alla predisposizione e all'approvazione del piano; (15) la competenza giurisdizionale.

<u>Indicazione di policy #3.10</u> (*Responsabilità degli amministratori e suoi effetti sul piano*). La legge o i tribunali non dovrebbero vietare aprioristicamente i piani che prevedono la rinuncia all'esercizio di azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori, purché siano state fornite adeguate informazioni e non vi siano state irregolarità nel processo di ottenimento del consenso da parte degli stakeholder.

<u>Indicazione di policy #3.11</u> (*Imposizione fiscale nel quadro delle ristrutturazioni*). Le svalutazioni e gli altri sgravi riguardanti il debito non dovrebbero essere considerati un beneficio imponibile del debitore. I creditori dovrebbero essere autorizzati ad avvalersi di tale rinuncia come perdita deducibile.

Capitolo IV

Elaborazione di piani di elevata qualità ed il ruolo dei professionisti*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Il ruolo fondamentale dei consulenti. - 2.1. Qualifiche ed esperienza professionale. - 2.2. Ruolo ed indipendenza dei consulenti. - 2.3. L'approccio dei consulenti. - 2.4. La questione dei costi. - 3. Le particolarità dei piani di ristrutturazione. - 3.1. Le particolarità dei piani di ristrutturazione rispetto ai business plan ordinari. - 3.2. Elaborazione dei piani di ristrutturazione in funzione del controllo giurisdizionale. - 4. Il piano di ristrutturazione. - 4.1. Il piano di ristrutturazione: il passato, il presente ed il futuro dell'impresa. - 4.2. Il passato: illustrazione delle cause della crisi e del motivo per cui possono essere superate - 4.3. Il presente: valutazione delle attività e delle passività. - 4.4. Il futuro: il business plan e la soddisfazione dei crediti. - 4.5. Il focus sulle previsioni dei flussi di cassa. - 5. Gestione dell'incertezza. - 5.1. L'incertezza come componente inevitabile delle procedure. - 5.2. Il calendario del piano di ristrutturazione. - 5.3. Il calendario della ristrutturazione vs. quello del pagamento dei creditori. - 5.4. L'indicazione di ipotesi, previsioni e proiezioni chiare. - 5.4.1. La necessità di chiarezza. - 5.4.2. Condizioni del piano. - 5.5. Gestione dell'incertezza - 5.6. Deviazioni dal piano e meccanismi di aggiustamento. - 5.7. Riserve per far fronte a situazioni avverse.

1. Introduzione

La ristrutturazione di un'impresa in difficoltà è un'operazione complessa, che di solito richiede l'accordo di molte parti (il debitore e, a seconda dello specifica procedura prescelta, tutti o alcuni dei suoi creditori). In alcuni casi, una ristrutturazione richiede anche la valutazione di un esperto esterno o di un consulente, nonché l'omologazione da parte dell'autorità giudiziaria.[64]

Il debitore e il creditore dovranno raggiungere un'intesa su due punti fondamentali:

a) le attività e le passività del debitore, nonché la situazione economica e finanziaria di quest'ultimo;
b) come affrontare la situazione di crisi nel miglior interesse delle parti interessate.

Il debitore e i creditori consenzienti devono, di regola, concordare una serie di azioni da attuare in un arco di tempo prestabilito. Ad esempio, dovranno concordare la cessione di determinati assets o dell'azienda (nella sua interezza o un suo ramo), la riduzione e la rinegoziazione di determinati debiti e/o la concessione di nuovi finanziamenti. Tutte queste azioni devono essere coordinate e finalizzate al raggiungimento di una futura situazione di sostenibilità dell'attività d'impresa.

---

* *Sebbene discussi approfonditamente e condivisi da tutti i membri del team di ricerca di Co.Di.Re., i paragrafi 1, 2 e 3 sono stati scritti da Andrea Zorzi, i paragrafi 4 e 5 sono stati scritti da Iacopo Donati.*

[64] Un'eccezione di rilievo è rappresentata dall'"administration" del Regno Unito, utilizzata per i cosiddetti piani preconfezionati, la quale costituisce un mezzo di ristrutturazione che coinvolge un esperto esterno e che richiede l'approvazione del tribunale, senza, tuttavia, il consenso del creditore. Per quanto riguarda i vari aspetti di questo tipo di ristrutturazione, si veda il Report nazionale sul Regno Unito, disponibile all'indirizzo www.codire.eu.

A tal fine, la predisposizione di un piano di ristrutturazione di elevata qualità costituisce un elemento chiave. Un piano ben formulato dovrebbe essere:

- basato su una corretta valutazione della situazione attuale (e, quindi, su un esame accurato);

- realistico: ciò con riferimento al futuro (tale piano deve quindi essere basato su ipotesi corrette, nonché su previsioni e proiezioni adeguate, qualora queste risultino necessarie).[65]

Inoltre, nel processo di elaborazione di un piano, dovrebbe essere tenuto in considerazione il fatto che tale piano di ristrutturazione non è un piano aziendale "ordinario":

(a) in una situazione di crisi, l'impresa e le azioni dei suoi manager sono soggette a vincoli legali significativi. Il piano deve quindi tener conto di tali vincoli;

(b) il piano di ristrutturazione contiene la descrizione di una serie di azioni che hanno un preciso significato e contenuto giuridico (ad esempio, la riduzione o la rinegoziazione del debito);

(c) l'attuazione del piano dovrebbe interessare non solo i partecipanti al capitale di rischio, ma anche i creditori e gli altri terzi, sia direttamente (ad esempio, in caso di sospensione di singole azioni esecutive o di cram-down di creditori dissenzienti) sia indirettamente (ad esempio, in caso di vendita autorizzata di assets che comporti la mancata soddisfazione dei creditori, ovvero di esenzione da azioni revocatorie o di responsabilità).

Il piano sarà letto ed esaminato da un elevato numero di persone con esperienza e competenze diverse, non tutte esperte in materia economica e finanziaria (creditori non finanziari, avvocati, giudici). Pertanto, oltre ad essere accurato, il piano di ristrutturazione deve essere anche chiaro, scorrevole e privo di ambiguità. Il piano ha come obiettivo quello di convincere ogni lettore che esso è idoneo a ristrutturare con successo l'impresa e che il debitore, dunque, non sta semplicemente cercando di rinviare l'adozione di altre misure ben più drastiche, come, in genere, un procedura d'insolvenza liquidatoria. Ciò rappresenta senza dubbio un compito delicato.

Il piano di ristrutturazione è importante a vari livelli:

- nell'ottenere il consenso dei creditori;

- nell'ottenere, se necessario, il parere favorevole dell'esperto nominato e/o l'omologazione da parte dell'autorità giurisdizionale;

- nel guidare la corretta attuazione delle azioni e delle misure volte a ripristinare la redditività dell'impresa, consentendo un adeguato monitoraggio e, se necessario, l'adozione di misure correttive;

- nel resistere alle opposizioni, non solo durante l'eventuale procedura di omologazione, ma anche in caso di controllo giurisdizionale ex post (ad esempio in caso di fallimento in corso di attuazione e di successiva apertura di una procedura d'insolvenza liquidatoria).

[65] Per "previsione" si intende l'informazione finanziaria prospettica predisposta sulla base di ipotesi aventi ad oggetto eventi futuri che il management prevede accadranno, nonché sulla base delle azioni che il management prevede di intraprendere alla data della preparazione della relazione (ipotesi ottimistiche), mentre per "proiezione" si intende l'informazione finanziaria prospettica preparata sulla base di: a) ipotesi di eventi futuri ed azioni del management che non necessariamente è previsto si verifichino, come nell'ipotesi in cui un'entità sta considerando un cambiamento importante nella natura delle proprie operazioni; o b) una combinazione di ipotesi ottimistiche ed ipotetiche (cfr. l'International Standard on Assurance Engagements (ISAE) 3400, "The Examination of Prospective Financial Information", "L'esame delle informazioni finanziarie prospettiche"). In conseguenza delle azioni del management che si prevede saranno adottate nel corso del piano, i piani di ristrutturazione possono contenere entrambi i tipi di informazioni finanziarie relative al futuro dell'attività.

In questo capitolo saranno affrontate le questioni metodologiche relative all'elaborazione e alla redazione dei piani di ristrutturazione. Altre questioni altrettanto (e forse più) importanti (ad esempio il trattamento delle categorie dei creditori, l'equità, l'abuso, la negoziazione e l'omologazione dei piani) saranno oggetto di altri Capitoli.

Inoltre, coerentemente con l'ambito della ricerca, in questo Capitolo sarà prestata particolare attenzione ai piani di ristrutturazione. I piani di liquidazione, in base ai quali il debitore e ed i creditori rinunciano alla liquidazione ordinaria al fine di massimizzare il valore degli assets (ad esempio mediante la previsione di vendite effettuate sul mercato, anziché di aste), svolgono un ruolo importante nella gestione della crisi delle imprese.[66] Tuttavia, tali piani sollevano questioni e problemi di varia natura che non rientrano nella nostra analisi, la quale si concentra sugli strumenti semi-formali volti a salvare imprese in difficoltà, ma economicamente redditizie.

2. Il ruolo fondamentale dei consulenti

2.1. Qualifiche ed esperienza professionale

I debitori in difficoltà devono ricercare un'adeguata consulenza industriale, finanziaria e legale. La ristrutturazione di un'impresa in difficoltà richiede una valutazione solida e approfondita della situazione del debitore, nonché la proposta di misure appropriate da adottare al fine di garantire il successo del processo di ristrutturazione; tutto ciò, tenendo al contempo in debita considerazione tutti i fattori di rischio rilevanti e, in una certa misura, gli interessi delle parti coinvolte. Sono pertanto necessarie qualifiche professionali ed un esperienza significativa. I dati qualitativi della ricerca empirica mostrano che la mancanza di qualifiche ed esperienza professionale adeguate può rappresentare un aspetto critico della ristrutturazione e, tale aspetto, può portare il debitore ad adottare azioni inadeguate o inappropriate.[67] Pur non riguardando direttamente i consulenti, deve essere rilevato che la ricerca empirica quantitativa mostra un impressionante effetto positivo derivante dal fatto che il ruolo di amministratore di una procedura d'insolvenza sia ricoperto da una delle principali società di revisione contabile. Appare plausibile che un effetto analogo valga anche per altri tipi di consulenti.

Imprese diverse richiedono una consulenza professionale diversa. Il profilo e l'esperienza dei consulenti dovrebbero essere proporzionati al tipo di ristrutturazione prevista (si pensi, all'ipotesi di continuazione dell'attività rispetto alla cessione dell'azienda), alla diversa struttura finanziaria, al numero e all'eterogeneità dei creditori, all'esistenza di questioni transfrontaliere - in altre parole, alla complessità del caso, anche al fine di garantire un'assistenza professionale efficiente sotto il profilo dei costi. In alcuni casi può essere sufficiente un solo advisor finanziario. In altri casi può essere necessario assumere un distinto consulente industriale e, in altri casi, può essere opportuno assumere

[66] Ad esempio, la ricerca empirica mostra che in Italia il concordato preventivo è finalizzato a conseguire una liquidazione atomistica nella stragrande maggioranza dei casi (69% dei casi): si veda l'analisi dei dati di tale ricerca in A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA, G. RODANO, "Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo", in Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, di prossima pubblicazione, n. 430, marzo 2018. In Germania, invece, i piani di liquidazione (con riferimento ad una liquidazione atomistica) sono praticamente inesistenti.

[67] Ciò vale in particolare per le MPMI, come dimostrano i dati e le informazioni raccolte nel contesto della ricerca empirica condotta in Spagna (cfr. i risultati nazionali per la Spagna, disponibili all'indirizzo www.codire.eu). L'attuale legge tedesca prevede che gli amministratori di procedure formali siano persone fisiche, il che esclude i principali studi contabili (che, a differenza di alcuni studi legali, non tentano nemmeno di ottenere la nomina di propri soci o dipendenti). Pur prestando consulenza ai debitori e agli stakeholder, non sono disponibili dati che consentano di confrontare i loro risultati con quelli di altri consulenti.

un manager incaricato della ristrutturazione.[68] I consulenti legali sono quasi sempre necessari, data la natura intrinsecamente giuridica di qualsiasi piano di ristrutturazione.

Prima di accettare una pratica, i consulenti dovrebbero valutare se la propria competenza ed esperienza sono adeguate. È opportuno che i debitori richiedano che i consulenti presentino una dichiarazione scritta in cui dichiarino di aver effettuato tale autovalutazione.

I consulenti dovrebbero, inoltre, disporre di una struttura e di personale adeguati e dovrebbero accettare tali pratiche solamente nella misura in cui saranno in grado di svolgere tutti i compiti necessari in modo competente, tempestivo ed efficiente (l'impatto positivo della presenza di un'esperienza ed organizzazione adeguate sembra confermato anche dai risultati sopra riportati con riferimento alla nomina delle principali società di revisione come amministratori di procedure di insolvenza).

<u>Raccomandazione #4.1</u> (*Qualificazione professionale ed esperienza dei consulenti*). È consigliabile che il debitore acquisisca rapidamente una conoscenza più completa possibile della situazione dell'impresa in crisi e del contesto generale in cui si prevede avverrà la ristrutturazione. Tale conoscenza dovrebbe orientare quest'ultimo nella scelta dei consulenti ed essere condivisa con questi il prima possibile, richiedendo ai consulenti incaricati di dichiarare per iscritto di disporre delle competenze e delle risorse necessarie.

<u>Indicazione di policy #4.1</u> (*Qualificazione professionale ed esperienza dei consulenti*). Il quadro giuridico dovrebbe garantire che i consulenti dispongano di competenze adeguate con riferimento ai casi in cui sono chiamati a fornire una consulenza.

2.2. Ruolo ed indipendenza dei consulenti

I consulenti dovrebbero essere sufficientemente indipendenti. Anche se la legge prevede generalmente dei requisiti di indipendenza per gli amministratori di procedure di insolvenza, nominati dal debitore, da un terzo o da un'autorità amministrativa o giudiziaria (cfr. anche l'Art. 25 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni), di solito tali requisiti non trovano applicazione anche per i consulenti, i quali sono incaricati dal debitore e, dunque, da un punto di vista formale, semplici consulenti di quest'ultimo.

Tuttavia, quando il debitore entra in una situazione di crisi e, conseguentemente, cerca di elaborare un piano di ristrutturazione, il contesto in cui quest'ultimo dovrà adottare le proprie decisioni è diverso da quello che normalmente caratterizza la gestione ordinaria della propria attività. Come già anticipato, il piano può avere, direttamente o indirettamente, effetti nei confronti dei creditori e di altri terzi e può implicare l'adozione di misure che possono dar luogo a responsabilità civili e penali, nonché ad altri effetti negativi (azioni revocatorie, ecc.). Pertanto, i consulenti – nello svolgimento del proprio incarico - dovrebbero adottare una prospettiva distaccata ed imparziale e non dovrebbero prestare la propria reputazione e competenza alla redazione di un piano che non appare essere nell'interesse di tutte le parti coinvolte.[69] D'altronde, in considerazione del fatto che i debitori

[68] Si veda il Capitolo 7, par. 2.3.

[69] In questa prospettiva, il piano è nell'interesse di una parte se per questa non è prevista una situazione peggiore, nell'ambito del piano di ristrutturazione, rispetto a quella che si sarebbe verificata in caso di liquidazione, sia che preveda una vendita atomistica che una vendita aggregata (cfr. anche l'Art. 2, par. 9, del progetto di Direttiva sulle Ristrutturazioni). La questione è trattata nel Capitolo 2 del presente Report.

(e, in particolare, gli amministratori della società debitrice) dovrebbero esercitare la propria attività in modo tale da tutelare gli interessi dei creditori (o, almeno, da non arrecar loro pregiudizio, si veda il punto 36 e l'Art. 18 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni), i consulenti non dovrebbero aiutare gli amministratori ad adottare misure che non siano in linea con i loro doveri nei confronti dei terzi o dell'interesse pubblico. Infine, occorre rilevare che il costo dei consulenti è in ultima analisi a carico dei creditori (fatta eccezione per i rari casi in questi sono pagati da una persona diversa dal debitore): ciò nella misura in cui i crediti di questi ultimi non sono soddisfatti interamente.

Una regola empirica generalmente valida è che i consulenti dovrebbero avere la capacità di "dire no" a una richiesta del debitore e mantenere tale capacità durante l'intera procedura. Questa capacità potrebbe essere compromessa per vari motivi.

In primo luogo, quando i consulenti selezionati per il processo di ristrutturazione sono gli stessi consulenti incaricati dal debitore nel normale svolgimento dell'attività, la prospettiva distaccata e imparziale di questi ultimi può risultare compromessa. In tale caso, oltre all'esistenza di inevitabili ostacoli cognitivi, tali consulenti potrebbero non possedere la necessaria indipendenza in ragione del fatto che saranno chiamati a compiere un'auto-valutazione, ovvero potrebbero essere vincolati dal possibile coinvolgimento in azioni compiute in passato che potrebbero comportare responsabilità o vincoli finanziari (ad esempio per compensi non pagati). E tuttavia, i consulenti precedentemente in carica possono avere una conoscenza preziosa del business che potrebbe andare persa, o essere ricostruita nuovamente solo ad un costo elevato, qualora avvenga un ricambio totale di questi ultimi: deve quindi essere ricercato un punto di equilibrio.

In secondo luogo, l'indipendenza di giudizio potrebbe essere compromessa da legami personali o professionali con persone diverse dal debitore. In alcuni casi ciò è evidente e, dunque, può essere impedito dalle norme giuridiche o professionali in materia di conflitti di interesse, ad esempio quando vi sono legami tra i consulenti ed uno o più creditori. Tuttavia, possono esistere legami più sottili che non possono essere vietati dalla legge, ma che possono comunque minacciare la capacità del consulente di consigliare il miglior piano di ristrutturazione, ad esempio legami con i creditori, i cui effetti negativi potrebbero non essere neutralizzati dal consenso sia di questi ultimi che del debitore (infatti, tale consenso non elimina il rischio per gli altri creditori); possono peraltro sussistere anche legami con gli amministratori, i dirigenti o gli azionisti di controllo (che comportano invece un rischio per tutti gli azionisti o per gli azionisti di minoranza o, più frequentemente, il rischio che vengano compiute azioni che potrebbero essere pregiudizievoli per i creditori).

Il grado di "indipendenza" è una questione che dovrebbe essere discussa e valutata in relazione alla tipologia di processo di ristrutturazione. Quando è previsto un controllo *ex ante* indipendente, come avviene nei procedimenti giudiziali formali, la questione riguardante l'indipendenza dei consulenti risulta di minor rilievo. In caso contrario, l'indipendenza può risultare di notevole importanza al fine di evitare che il processo di ristrutturazione sia utilizzato per favorire gli interessi di parti che, in base alla legge, non hanno diritto a un trattamento preferenziale (ad esempio, il pagamento integrale di un credito garantito personalmente da un amministratore a danno di altri creditori). In ogni caso, tuttavia, il requisito minimo di un piano ben elaborato è che i consulenti siano in grado di effettuare una valutazione indipendente della situazione e delle misure necessarie.

I consulenti, tuttavia, non sono "controllori". Se il debitore – a seguito della valutazione dei consulenti e nonostante il loro parere contrario - intende perseguire un tentativo di ristrutturazione, i consulenti dovrebbero considerare seriamente la possibilità di rifiutare l'incarico.

Deve essere inoltre osservato che, a seconda della legge applicabile, i consulenti rischiano di incorrere in responsabilità (come il debitore, i suoi amministratori e dirigenti) e possono vedersi negare o ripetere i loro onorari in caso di apertura di una procedura concorsuale a seguito del fallimento del tentativo di ristrutturazione.

<u>Raccomandazione #4.2.</u> (*Indipendenza dei consulenti*). La qualità e l'efficacia di un piano di ristrutturazione, sia in base ad una prospettiva ex ante che ex post, sono condizionate positivamente dalla capacità dei consulenti di mantenere una prospettiva distaccata ed imparziale, così da poter elaborare un piano di ristrutturazione equo, basato su valutazioni accurate e previsioni realistiche. In generale, è opportuno incaricare consulenti che non hanno prestato servizi di consulenza al debitore nel corso del normale svolgimento dell'attività d'impresa, eventualmente in aggiunta ai consulenti precedenti.

2.3. L'approccio dei consulenti

Il compito dei consulenti è quello di *(i)* valutare lo stato del debitore; *(ii)* suggerire le azioni da intraprendere e la proposta da presentare ai creditori.

Le due attività sono collegate ma distinte.

Nel valutare la situazione del debitore, i consulenti dovrebbero procedere a un esame delle sue attività e passività e analizzare attentamente le cause della crisi. I consulenti dovrebbero potersi basare sulle relazioni e sulle verifiche esistenti, ma non dovrebbero in nessun caso affidarsi senza riserve a queste ultime e verificare con accuratezza tutte le informazioni fornite dal debitore. La portata e la profondità della verifica, al pari del ricorso a dati esistenti o a relazioni di terzi, possono dipendere da molti fattori, ad esempio le dimensioni del debitore, la completezza, l'accuratezza e l'affidabilità dei sistemi interni di segnalazione e controllo, indipendentemente dall'esistenza o meno di segnali di pericolo. Con riferimento ad alcune voci, tipicamente più delicate e che tendono ad essere sopravvalutate in bilancio (come i crediti verso clienti o l'inventario), l'esame dovrebbe essere più approfondito. Qualora si basino su dati interni e su relazioni preesistenti (e non collegate alla ristrutturazione), i consulenti devono dichiarare di essere certi dell'accuratezza dei dati. Se non lo sono, o se non hanno il tempo o le risorse per effettuare tale valutazione, dovrebbero dichiararlo espressamente. Tuttavia, la possibilità di evitare una valutazione dovrebbe essere limitata a circostanze eccezionali e normalmente transitorie.

In effetti, un piano non può essere elaborato correttamente se si basa su dati inesatti o insufficienti e, invero, qualsiasi consulente dovrebbe avere l'obbligo di elaborare un piano che non sia solo teoricamente adeguato, ma che sia anche ragionevolmente idoneo a portare a buon fine la ristrutturazione. Per tale motivo, esclusioni di responsabilità con riferimento all'accuratezza dei dati su cui si basa il piano non dovrebbero verificarsi regolarmente. I consulenti dovrebbero assumersi la piena responsabilità del piano e in particolare dei dati su cui si basa.

Per quanto riguarda la visione prospettica del piano (ipotesi, previsioni e proiezioni), i consulenti devono essere cauti, se non prudenti. In particolare, nel formulare un'ipotesi basata sulle informazioni fornite dal debitore, i consulenti dovrebbero essere particolarmente attenti a verificarne la plausibilità.

È importante chiarire che i consulenti dovrebbero poter fare pieno affidamento sulle relazioni redatte da esperti specializzati nominati dal debitore, in vista della ristrutturazione, quando la loro

competenza è necessaria per integrare quella dei consulenti nel corso del processo di ristrutturazione (ad esempio, valutazione di beni immobili, macchinari, beni o materiali, strumenti finanziari; pareri giuridici su questioni di particolare complessità). Tale fiducia è comunque subordinata al fatto che l'esperto sia indipendente (nel senso sopra precisato) e adeguatamente qualificato.

<u>Raccomandazione #4.3</u> (*Verifica dei dati economici e finanziari*). I consulenti devono elaborare il piano di ristrutturazione sulla base di dati che sono stati sottoposti ad un esame approfondito da parte degli stessi consulenti o di altri professionisti appositamente assunti al fine di ristrutturare l'impresa in crisi. I dati interni, ovvero quelli risultanti da relazioni non collegate alla ristrutturazione dovrebbero essere utilizzati solo in via eccezionale, a condizione che siano ritenuti accurati e che i consulenti dichiarino espressamente di essersi basati su dati non verificati.

2.4. La questione dei costi

Una questione generale e molto ricorrente è il costo dei consulenti (nonché degli amministratori di procedure di insolvenza), costo che tende ad essere elevato in considerazione delle competenze e dei tempi necessari, nonché delle responsabilità assunte dai consulenti. In ragione dell'evidente effetto di scala di tale fenomeno, tali costi - in particolare per le MPMI - possono risultare eccessivi.[70] Tuttavia, la consulenza da parte di soggetti esperti deve essere tempestivamente prestata quando la situazione del debitore ha subito un deterioramento (ma prima che la situazione sia irrimediabilmente compromessa).

Il progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni considera i costi riguardanti i soli amministratori di procedure d'insolvenza (Art. 27, par. 2) e stabilisce un principio estremamente generico, in base al quale i compensi dovrebbero essere "disciplinati da norme che incentivino una risoluzione tempestiva ed efficace delle procedure".

Un principio analogo dovrebbe applicarsi anche agli accordi sui compensi dei consulenti. Gli accordi dovrebbero essere redatti in modo tale da vincolare, almeno in parte, i compensi al successo del piano.[71] Vi sono tuttavia vari elementi di distinzione che dovrebbero essere evidenziati. Occorre inoltre rilevare che le prove empiriche provenienti da diverse giurisdizioni dimostrano che la retribuzione dei consulenti è, in media, inferiore e non sproporzionata rispetto a quella degli amministratori di procedure di insolvenza designati dal tribunale (ad esempio in Italia).

In primo luogo, vi è il rischio di una selezione avversa dei consulenti se la parte di compenso basata sul successo risulta eccessivamente ampliata. I consulenti qualificati non accetteranno un compenso sbilanciatamene basato sul successo del piano poiché, per diversi motivi, le incognite sull'effettiva possibilità di adozione un piano di ristrutturazione sono spesso non trascurabili e i consulenti si rifiuteranno, comprensibilmente, di assumere (una parte di) rischio che non sono in grado di controllare. Di conseguenza, i consulenti qualificati potrebbero essere disincentivati dal

[70] In Italia, i costi di ristrutturazione per i professionisti e i consulenti sono generalmente considerati elevati e possono essere particolarmente onerosi per le MPMI. Due potrebbero essere le principali spiegazioni possibili: a) la complessità del diritto fallimentare, unitamente alle ripetute riforme legislative, richiede specializzazione, formazione e pratica continue; b) solo pochi professionisti sono specializzati in ristrutturazioni, nonostante la crescente domanda di questo tipo di servizi professionali

[71] In Italia, le prove raccolte dalla ricerca qualitativa (soprattutto interviste con i giudici) hanno evidenziato il fatto che i professionisti non esercitano una verifica sufficiente al fine di filtrare i casi in cui non è possibile effettuare una ristrutturazione. La spiegazione fornita è che la retribuzione dei professionisti è basata sul tempo (e non sul successo).

contribuire al salvataggio di imprese economicamente sane qualora venissero loro offerte tali tipologie di compensi.

In secondo luogo, quando si opta per tariffe basate sul successo occorre fare in modo che incentivi troppo forti a portare avanti un piano non favoriscano gli interessi di parti che non meritano un trattamento preferenziale a danno di altri creditori o stakeholder. Il problema in questo caso è quello di definire correttamente che cosa si debba intendere per "successo", nonché come valutarlo. Idealmente, la compensazione dovrebbe essere legata al successo nel senso che, al termine del percorso previsto, il piano è stato correttamente attuato. Naturalmente, non è possibile rinviare il pagamento fino alla completa attuazione del piano (cfr. *infra*, punto 5.2, con riferimento alla durata del piano). Sarà quindi necessario trovare un giusto equilibrio tra le esigenze, contrastanti, di una tempestività nel pagamento dei consulenti e quelle di fissazione di incentivi positivi.

In terzo luogo, in alcuni casi può essere necessario ricorrere a consulenti al fine di valutare se l'impresa è ancora redditizia e, più in generale, se è possibile elaborare un piano realizzabile. In questo caso, una compensazione basata sul successo non è appropriata.

Indicazione di policy #4.2 (*Costi dei consulenti*). La legge dovrebbe garantire la ragionevolezza degli onorari dei consulenti, nonché che questi siano elaborati in modo tale che la remunerazione sia collegata al successo del piano. Dovrebbero essere previste eccezioni alla previsione di compensi basati sul successo per le consulenze relative all'analisi preliminare della pratica.

3. Le particolarità dei piani di ristrutturazione

3.1. Le particolarità dei piani di ristrutturazione rispetto ai business plan ordinari

È possibile ipotizzare che il soggetto incaricato di predisporre il piano, nella valutazione dell'attività del debitore e delle prospettive di ripresa, si avvalga della best practice in materia di due diligence e di piani industriali e finanziari, con particolare attenzione ai piani relativi ad imprese in crisi (cfr. anche par. 4.1). Tali best practice non saranno esaminate in questa sede.[72] L'attenzione sarà invece rivolta a:

(a) le particolarità legate al fatto che il piano ha ad oggetto un'impresa in crisi;

(b) la particolarità costituita dal fatto che il piano deve essere concepito in modo tale da essere soggetto al controllo giurisdizionale, sia ex ante (qualora sia necessaria un'approvazione da parte dell'autorità giurisdizionale) sia ex post.

Per quanto riguarda il primo punto, il piano deve prestare adeguata attenzione ad una serie di elementi essenziali che dovrebbero essere sempre presenti, ma che, secondo i risultati della ricerca empirica, sono talvolta trascurati o non adeguatamente affrontati. Particolare attenzione, ad esempio, dovrebbe essere prestata alle previsioni dei flussi di cassa, alle potenziali passività e all'impatto di eventi futuri e incerti (cfr. infra, par. 6).[73]

[72] Si veda ad esempio per un'ottima serie di indicazioni il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, Principi per la redazione dei piani di risanamento, settembre 2017.

[73] Ai sensi del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni (Art. 8), un piano di ristrutturazione sottoposto all'approvazione di un'autorità giudiziaria (o amministrativa) deve contenere informazioni sul "valore attuale del debitore o dell'attività del debitore nonché una dichiarazione motivata sulle cause e sulla portata delle difficoltà finanziarie del

Riguardo al secondo punto, a differenza dei business plan "ordinari", i quali se si rivelano irrealistici possono dar luogo a una perdita di reputazione manageriale (e, solo raramente, ad una responsabilità degli amministratori), i piani di ristrutturazione producono un forte impatto sui creditori e gli altri stakeholder. In caso di mancata esecuzione, è molto probabile che sorgano controversie e si apra una procedura di insolvenza liquidatoria in cui, quanto precedentemente attuato, sarà sottoposto a verifica (spesso per mezzo di una lente retrospettiva). Ancor prima della sua attuazione, i creditori che non hanno fiducia nel piano di ristrutturazione cercheranno di opporvisi, votando contro di esso, ovvero impugnandolo in tribunale in occasione del processo di omologazione.

Al fine di eliminare ogni incertezza, il presente Capitolo prende in considerazione i piani di ristrutturazione elaborati quando l'impresa, pur non essendo insolvente, ha raggiunto un livello di crisi relativamente avanzata. I piani di ristrutturazione "interni", ossia quelli che mirano semplicemente al recupero (o all'aumento) della redditività di un'impresa senza incidere sui diritti dei creditori, rientrano – ai fini del presente Capitolo - nella categoria dei piani aziendali "ordinari".

3.2. Elaborazione dei piani di ristrutturazione in funzione del controllo giurisdizionale

Per le ragioni sopra esposte, il piano deve essere redatto in modo tale che il giudice possa comprenderlo, non nell'ottica di mettere in dubbio le conclusioni degli esperti economici, ma piuttosto per verificarne la completezza, l'accuratezza e la coerenza interna. In particolare, ai sensi della legge applicabile, il tribunale ha, solitamente, tutti o alcuni dei seguenti poteri:

(a) a seguito di un esame sommario, negare l'omologa di un piano di ristrutturazione se tale piano non ha una ragionevole prospettiva di prevenire l'insolvenza del debitore e di garantire la redditività a lungo termine dell'impresa (si veda, nella stessa ottica, l'Art. 8(3), del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni, che conferisce tale potere);

b) controllare la corretta esecuzione del piano di ristrutturazione, autorizzando deroghe, qualora ciò sia opportuno, e adottando, se necessario, misure correttive;

c) su istanza di parte, valutare gli effetti degli atti posti in essere in attuazione di un piano di ristrutturazione fallito, sulla base delle informazioni di cui dispongono le parti interessate. Invero, gli atti volti all'attuazione di un piano di ristrutturazione sono di norma esenti da azioni di revocatoria (cfr. anche l'Art. 16 e 17, par. 4, del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni),[74] ma, da un lato, possono esservi eccezioni per gli atti compiuti "fraudolentemente o in malafede" o con negligenza grave e, dall'altro lato, tali atti possono dar luogo a responsabilità personali (civili, amministrative e penali).

---

debitore", sull'identità dei creditori coinvolti e dei creditori non coinvolti, sulla durata proposta del piano, su qualsiasi proposta di rinegoziazione, rinuncia o conversione dei debiti in altre forme di obbligazioni e su qualsiasi nuovo finanziamento previsto come parte del piano di ristrutturazione.
Inoltre, il piano deve contenere "un parere o una dichiarazione motivata della persona responsabile della proposta del piano di ristrutturazione, che illustri i motivi per cui l'impresa è redditizia, in che modo l'attuazione del piano proposto può permettere al debitore di evitare l'insolvenza e di ripristinare la sua redditività a lungo termine ed indichi tutte le condizioni necessarie per il suo successo".

[74] Una disposizione analoga è presente nella legislazione italiana (artt. 67 par. 3(d) ed (e), e negli articoli della legge spagnola 71 bis e la quarta norma supplementare IA). In Germania, solo le operazioni in contanti ("Bargeschäfte", sec. 142 InsO, che richiedono un equo corrispettivo in un breve lasso di tempo) sono relativamente affidabili e protette da tutte le azioni di revocatoria; promettenti tentativi di ristrutturazione compiuti in buona fede possono, tuttavia, almeno fornire una difesa contro la revocatoria nei casi che richiedono il dolo di una delle parti ("vorsätzliche Benachteiligung", sec. 133).

L'ultimo profilo indicato risulta particolarmente critico, in quanto la prospettiva di poter essere perseguiti ex post ha forti effetti ex ante, scoraggiando persone oneste dal partecipare a salvataggi aziendali. A tal fine, è opportuno che la legge preveda chiare esenzioni anche dalla responsabilità civile, amministrativa e penale nei confronti di chiunque sia coinvolto in un tentativo di ristrutturazione ed agisca in buona fede.[75]

Potrebbe sostenersi che, poiché l'esenzione di un atto dal regime della revocatoria trova la propria giustificazione nel fatto che tale atto è posto a vantaggio dei creditori, lo stesso atto non può dar luogo ad azioni di responsabilità. Ciò è ragionevole, ma non può essere considerato automaticamente valido per tutti gli Stati membri. Da ciò deriva l'importanza di un piano ben elaborato, che svolga una funzione protettiva avverso tali contestazioni.

Per facilitare il controllo giurisdizionale, il piano dovrebbe essere *chiaro*, anche traendo conclusioni sintetiche da analisi economiche e finanziarie necessariamente complesse, *inequivocabile*, utilizzando una terminologia giuridica appropriata e, se possibile, *conciso*, se necessario facendo ampio riferimento agli allegati.

La ricerca empirica qualitativa ha dimostrato che, in alcuni casi, i giudici, valutano i piani redatti in modo inadeguato, supportati da affermazioni ambigue o accompagnati da ampie eccezioni.[76] Piani poco chiari o ambigui rendono più difficile per il giudice esercitare il proprio controllo e suscitano sospetti tra i lettori: tale circostanza può porre l'intero tentativo di ristrutturazione sotto una luce negativa.

<u>Raccomandazione #4.4</u> (*Focus sul controllo giurisdizionale*). Il piano di ristrutturazione dovrebbe essere elaborato in modo tale da facilitare il controllo giurisdizionale ex ante ed ex post. Pertanto, il piano deve essere chiaro, inequivocabile e, per quanto possibile, conciso.

4. Il piano di ristrutturazione

4.1. Il piano di ristrutturazione: il passato, il presente ed il futuro dell'impresa

Pur essendo un documento unico, un piano di ristrutturazione adeguatamente elaborato consiste in una parte economica e in una parte finanziaria. La prima, riguardante in particolare l'attività d'impresa, illustra come verranno eliminate le cause della crisi e come verrà ripristinata la redditività. Il secondo riguarda la situazione finanziaria dell'impresa ed illustra le modalità prescelte per ridurre il debito ad un livello sostenibile, ossia a un livello che il debitore possa sostenere nel

[75] A tal fine, il progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni prevede espressa eccezione dalla "responsabilità civile, amministrativa e penale" per coloro che concedono nuovi finanziamenti e finanziamenti ponte (Art. 16, par. 3), ma non prevede la stessa eccezione:

(a) per il debitore che *riceve* nuovi finanziamenti e finanziamenti ponte;

(b) per la persona o le persone che effettuano "qualsiasi operazione, pagamento, swap di debito/capitale, prestazione di garanzia per favorire l'attuazione di un piano di ristrutturazione omologato da un'autorità giudiziaria o amministrativa o strettamente connesso con tale attuazione": tali atti sono solamente protetti da azioni revocatorie (Art. 17, par. 4).

[76] Si veda ad esempio la ricerca empirica italiana, disponibile su www.codire.eu.

corso della sua normale attività (ossia quando il flusso di cassa derivante dalla gestione, al netto degli investimenti di mantenimento e delle imposte, consentirà di ripagare il debito).[77]

Il piano di ristrutturazione deve contenere una descrizione sommaria e sintetica delle principali azioni che devono essere attuate per perseguire la strategia individuata all'interno del piano. Il suo obiettivo è quello di tradurre gli obiettivi strategici in azioni specifiche, azione che ha l'effetto di facilitare la valutazione della coerenza tra gli obiettivi, le strategie e le azioni da intraprendere. Questa sintesi, spesso denominata "Piano d'azione", dovrebbe descrivere le azioni previste ed il loro impatto sull'organizzazione, le persone/unità responsabili dell'attuazione di ciascuna azione, le risorse necessarie ed il calendario del piano.

Il piano, nel suo insieme, deve affrontare tre diverse categorie di questioni:

- il motivo per cui l'impresa è attualmente in difficoltà ed il motivo per cui questa può essere ristrutturata;

- la situazione attuale delle attività e passività dell'impresa;

- come sarà gestita l'attività in futuro e come (e in quale misura) saranno soddisfatti i creditori.

Ciascuna serie di questioni pone sfide specifiche, che saranno analizzate nei paragrafi seguenti. Particolare attenzione sarà prestata - in un paragrafo a ciò dedicato - al terzo punto, ovvero al problema riguardante l'incertezza.

<u>Raccomandazione #4.5</u> (*Sintesi e descrizione delle principali azioni*). Il piano di ristrutturazione deve contenere una sintesi ed una breve descrizione delle azioni principali che devono essere adottate in base alla strategia indicata nel piano.

4.2. Il passato: illustrazione delle cause della crisi e del motivo per cui possono essere superate

Il piano di ristrutturazione ha come obiettivo quello di convincere i terzi che l'attività d'impresa, nonostante le difficoltà attuali, dovrebbe essere continuata.

Pertanto, un piano di ristrutturazione adeguatamente elaborato deve affrontare le cause della crisi (in quest'ottica, si veda l'Art. 8 del Progetto di Direttiva sulle Ristrutturazioni, il quale prevede che un piano di ristrutturazione deve contenere "una dichiarazione motivata sulle cause e sull'entità delle difficoltà finanziarie del debitore"). Perché l'impresa si trova nell'attuale situazione? Siamo in presenza di una normale, sebbene negativa, situazione economica (ad esempio, che può interessare tutte le attività di un determinato settore), ovvero di sfortuna (fattori negativi specifici hanno avuto un impatto sull'attività), di incompetenza manageriale (evidenti errori aziendali) o, peggio ancora, di frode?

La trasparenza in merito alle cause di tali difficoltà è un requisito che, con riferimento al piano di ristrutturazione, ha conseguenze ulteriori rispetto a quelle immediatamente percepibili.[78] Invero, i

[77] Si veda ad esempio CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI, "Principi per la redazione dei piani di risanamento", settembre 2017, sez. 8. Un Diagramma di Gantt può rivelarsi uno strumento utile.

[78] Riteniamo che la legislazione degli Stati membri non impedisca alle società danneggiate da incompetenza manageriale o frode di accedere agli strumenti di ristrutturazione applicabili. Il destino dei dirigenti e quello dell'impresa possono essere ben distinti. In Italia, nelle procedure formali di insolvenza deve essere data piena pubblicità alle possibili cause di responsabilità degli amministratori, in modo che il test del miglior interesse dei creditori possa tener conto anche

creditori possono essere perfettamente razionali nell'accettare un piano di ristrutturazione di un'impresa i cui manager sono stati chiaramente incompetenti o addirittura disonesti, ma dovranno essere a conoscenza di tale circostanza al fine di poter adottare una decisione consapevole. Questi, infatti, potranno decidere che l'approvazione del piano è l'opzione migliore per recuperare i propri crediti, ma con ogni probabilità vorranno sapere se i manager sono stati licenziati e, quando ciò sia possibile, se sono stati chiamati a risarcire i danni.

Mettere in luce le cause della crisi permette al debitore di spiegare perché il futuro, anche se probabilmente ancora difficile, appare più luminoso del passato. Il piano di ristrutturazione, al fine di convincere i creditori e, se necessario, il giudice, dovrà illustrare le azioni in grado di segnare una chiara discontinuità con il passato: ciò rappresenta una condizione preliminare per il suo successo.

<u>Raccomandazione #4.6</u> (*Trasparenza sulle cause della crisi*). Il piano di ristrutturazione deve individuare le cause specifiche che hanno determinato la crisi dell'impresa, al fine di (i) facilitare la valutazione da parte dei creditori circa l'adeguatezza del piano nell'affrontare tali cause e nell'impedirne la ricomparsa e (ii) consentire ai creditori di adottare una decisione informata sulla proposta.

4.3. Il presente: valutazione delle attività e delle passività

Nessun piano può progettare il futuro in modo credibile senza una valutazione delle proprie basi. Una valutazione completa dei dati economici rappresenta una condizione preliminare di qualsiasi valutazione sull'efficacia del piano per la soluzione della crisi.

Il piano di ristrutturazione deve pertanto prestare particolare attenzione all'attendibilità dei dati iniziali su cui si basa, sia con riferimento alle attività quanto alle passività. Ciò rappresenta uno dei settori in cui i consulenti possono contribuire in modo significativo alla qualità complessiva del piano di ristrutturazione.

Sono necessarie alcune osservazioni:

(a) gli assets devono essere valutati conformemente alla struttura specifica del piano. In questo caso il valore contabile (specialmente se basato sul costo storico) non rappresenta più, di per sé, un'indicazione del valore di un asset. Il valore di un asset dipende dalla sua destinazione nell'ambito del piano: se è destinato ad essere liquidato (ad esempio, un'attività non strategica), il suo valore sarà quello di liquidazione; se, invece, l'asset è destinato a rimanere parte dell'attività, il suo valore sarà rappresentato da una parte del valore complessivo dell'attività;

di eventuali risarcimenti per i danni subiti. In Spagna, un parere sulle cause dell'insolvenza deve essere incluso nella relazione generale dell'amministratore della procedura d'insolvenza. D'altro canto, quando il *concurso de acreedores* avvia una fase di liquidazione o concordano un piano oneroso per i creditori, il tribunale e la IP esamineranno l'eventuale responsabilità e decadenza degli amministratori. Tuttavia, non esiste un calcolo preventivo degli importi che gli amministratori possono essere tenuti a risarcire. Va ricordato che la procedura formale d'insolvenza prevista in Spagna non prevede il criterio del "miglior interesse dei creditori". In Germania, ai sensi dell'articolo 156 capoverso 1 InsO, la relazione dell'amministratore della procedura d'insolvenza al creditore deve contenere una dichiarazione sulle cause dell'insolvenza. L'amministratore della procedura d'insolvenza deve valutare ed azionare i crediti nei confronti degli amministratori.

(b) le passività devono essere valutate secondo il loro valore nominale, anche se sono state scambiate sul mercato ad un valore inferiore, a causa della crisi del debitore;[79]

(c) gli interessi destinati a maturare in futuro e l'importo del capitale devono essere valutati in base alla legge applicabile (ad esempio, la legge può o meno interrompere la maturazione degli interessi e, la legge o un contratto specifico, possono o meno prevedere la scadenza immediata dei pagamenti dilazionati);

(d) le passività potenziali devono essere adeguatamente prese in considerazione, prevedendo risorse adeguate nel caso in cui si trasformino in passività effettive (si veda anche il par. 6).

La situazione ideale sarebbe rappresentata da una verifica completa durante il processo di redazione del piano, effettuata secondo i principi e le pratiche di revisione generalmente accettati. Soprattutto nelle grandi imprese, tuttavia, è impossibile valutare tutti i dati aziendali in un tempo ragionevole e senza costi eccessivi. Pertanto, in tali casi, come sopra indicato, il piano può essere elaborato sulla base dei dati forniti dal sistema di report interno, fintanto che:

(a) non vi sono "segnali d'allarme" che possano sollevare dubbi sulla correttezza e l'affidabilità del sistema di report;

(b) sono state verificate le principali voci, con particolare riguardo alle voci del capitale d'esercizio (in base all'entità dei flussi finanziari attesi).

Il piano può essere integrato con relazioni esterne, perizie e pareri da parte di soggetti qualificati che dovessero rendersi necessari in relazione alle specifiche circostanze.

4.4. Il futuro: il business plan e la soddisfazione dei crediti

Come già evidenziato, il piano di ristrutturazione è un progetto per il futuro, che si articola in due direzioni:

(1) prevede un insieme di azioni coordinate volte a risolvere la crisi ed effettua proiezioni sui risultanti flussi di cassa;

(2) alloca tali flussi finanziari a favore dei creditori, per ciascuno dei quali (o per ciascuna classe dei quali) deve prevedere un trattamento specifico (schema di pagamento del capitale e degli interessi, rinuncia di crediti, conversione di questi in altre forme di obbligazione o in capitale di rischio). Il piano può prevedere una certa flessibilità con riferimento alla soddisfazione dei creditori (in termini di tempo e/o di importo), ciò per far fronte ad eventuali imprevisti.

Una parte fondamentale del piano di ristrutturazione riguarda il valore attribuito all'impresa in crisi. Se il valore degli assets risulta maggiore in caso di vendita atomistica di questi ultimi (ossia di vendita separata, anziché congiunta), l'impresa è in una situazione di crisi non solo finanziaria, ma

[79] Un valore commerciale inferiore delle passività dell'impresa, anche se generalmente non rilevante nella prospettiva della ristrutturazione, può rappresentare un'opportunità per l'impresa di rafforzare la sua situazione economica acquistando (se consentito dalla legge applicabile) le proprie passività sul mercato a un prezzo inferiore al relativo valore nominale (di solito definito "gestione delle passività"), generando in ultima analisi un guadagno imprevisto. A parte questa situazione, in cui le passività sono effettivamente estinte, l'impresa non può beneficiare del minor valore commerciale delle sue passività, che devono essere contabilizzate (e trattate nel piano) al valore nominale.

anche *economica*. In tale caso, quanto più rapida sarà la cessazione dell'attività e la vendita degli assets, tanto maggiore sarà il beneficio per i creditori.[80]

Se, tuttavia, il valore degli assets è maggiore qualora tutti o alcuni di essi siano tenuti insieme e utilizzati nella gestione dell'impresa, anziché essere venduti in modo atomistico, allora l'impresa è *finanziariamente in difficoltà ma economicamente redditizia* e, dunque, mantiene un valore aggiunto quale impresa in attività.[81] In questo caso, è nell'interesse dei creditori preservare il valore dell'impresa consentendole di continuare ad operare. Tale valore può essere trasferito ai creditori sia attraverso una cessione d'azienda (che produrrà un valore superiore ad una liquidazione atomistica) sia fornendo ai creditori una parte dei flussi di cassa futuri, generati dalla continuazione diretta dell'attività, sia pagando (in tutto o in parte, nonché in varie forme) il debito preesistente una volta ripristinata la redditività dell'impresa, ovvero fornendo ai creditori capitale di rischio nell'impresa ristrutturata.[82]

Il piano di ristrutturazione deve, pertanto, indicare in modo chiaro e credibile il motivo per cui gli assets presentano un valore maggiore qualora questi siano tenuti insieme anziché venduti atomisticamente. In altre parole, deve illustrare i motivi in base ai quali una ristrutturazione è una soluzione migliore per i creditori rispetto ad una procedura d'insolvenza liquidatoria. L'analisi delle ragioni per cui l'impresa può essere considerata economicamente redditizia è importante sia al fine di fornire elementi per la valutazione del piano da parte dei creditori, sia al fine di consentire un controllo da parte dell'autorità giurisdizionale.

<u>Raccomandazione #4.7</u> (*Valutazione e dichiarazione della redditività dell'impresa in difficoltà*). La redditività dell'impresa in crisi deve essere accuratamente accertata dai consulenti che elaborano il piano. È opportuno che il piano contenga una valutazione positiva espressa della redditività dell'impresa, in modo tale da consentire ai creditori e, se necessario, al giudice di valutare quest'ultimo adeguatamente.

4.5. Il focus sulle previsioni dei flussi di cassa

La fattibilità della ristrutturazione e, ancor prima, la percorribilità del processo negoziale dipendono dalla capacità del debitore di pagare i debiti alla loro scadenza. In caso contrario, probabilmente, i creditori avvieranno azioni esecutive, invocheranno la decadenza dal beneficio del termine e/o presenteranno domanda di fallimento. In alcune giurisdizioni, inoltre, il debitore è tenuto a presentare domanda di fallimento in caso di insolvenza.

Per definizione, le difficoltà finanziarie implicano che il debitore non è in grado di pagare le proprie obbligazioni alla scadenza prevista. Esistono diversi strumenti per affrontare questo problema (principalmente, la sospensione delle azioni esecutive dei creditori e la concessione di nuovi finanziamenti: cfr. anche il par. 5.2). Un piano di ristrutturazione di elevata qualità deve dedicare

[80] In questa sede i creditori sono considerati come un gruppo uniforme, i cui interessi sono allineati. Siamo consci, infatti, che i creditori i cui crediti sono interamente scoperti hanno sempre un interesse a prolungare il periodo di valutazione, al fine di mantenere in essere l'opzione riguardante i propri crediti.

[81] M. CRYSTAL, R. MOKAL, "The Valuation of Distressed Companies — A Conceptual Framework", (2006) 3 in International Corporate Rescue, questioni 2 and 3.

[82] Si veda anche par. 5.2. il quale critica il progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni con riferimento alla scelta di limitare il campo di applicazione dello strumento di ristrutturazione ivi previsto alla "vendita di assets o alla cessione di un ramo d'azienda", escludendo quindi la cessione dell'intera azienda.

particolare attenzione ai flussi finanziari e al modo in cui l'impresa intende mantenere l'equilibrio finanziario durante l'intero processo (di omologazione, se prevista, e di attuazione).

Il piano di ristrutturazione deve contenere previsioni dettagliate sui flussi di cassa. L'intervallo scelto (una settimana, un mese, un trimestre) dipende dalla natura e dalle dimensioni dell'impresa, idealmente deve essere più breve all'inizio (quando l'impresa è maggiormente fragile) e può diventare più esteso nel corso del piano. Tali intervalli devono essere sufficientemente brevi da dimostrare la fattibilità del processo e consentire un monitoraggio quasi istantaneo dell'evoluzione della situazione finanziaria dell'impresa.

Deve essere osservato che, in base a prove empiriche qualitative raccolte, la carenza di liquidità è il principale fattore scatenante della ristrutturazione: tale circostanza indica la mancanza di una pianificazione dei flussi di cassa nel corso di una situazione "ordinaria". Le proiezioni dei flussi di cassa nelle ristrutturazioni sono ancora più importanti se si considera la frequente incapacità delle imprese, in particolare delle MPMI, di pianificare adeguatamente tale aspetto.

<u>Raccomandazione #4.8</u> (*Elaborazione di previsioni accurate sui flussi di cassa*). Il successo di un piano di ristrutturazione può essere messo in pericolo da previsioni imprecise sui flussi di cassa che, ponendo l'impresa oggetto di salvataggio nella situazione di non essere in grado di soddisfare i crediti alla loro scadenza, spesso conducono all'apertura di una procedura d'insolvenza liquidatoria dell'impresa. Pertanto, il piano dovrebbe includere previsioni accurate sui flussi di cassa, le quali dovrebbero essere analizzate in modo esauriente nel piano di ristrutturazione, in modo da consentire una valutazione informata del piano da parte dei creditori e, se necessario, del tribunale.

5. Gestione dell'incertezza

5.1. L'incertezza quale componente inevitabile delle procedure

Un piano di ristrutturazione è, essenzialmente, un insieme articolato di azioni e misure la cui attuazione è prevista in futuro e che si prevede risolverà la crisi dell'impresa. Come per qualsiasi attività di pianificazione, l'ampiezza del periodo di tempo preso in considerazione incide sulla qualità e sull'affidabilità del piano: più lungo è il piano, maggiori sono le probabilità che sorgano ostacoli alla sua attuazione e/o che gli effetti della sua attuazione siano diversi da quelli previsti. Tuttavia, come si avrà modo di chiarire nel proseguo, l'incertezza è un elemento intrinseco ai piani di ristrutturazione e deve essere affrontata adeguatamente.

La natura di tale incertezza è legata alla circostanza che, qualsiasi piano, richiede che una o più azioni siano realizzate in un futuro (prossimo o remoto). Pertanto, anche il piano di ristrutturazione più accurato e completo non può stabilire con certezza:

i) che tutte le azioni o misure previste dal piano saranno effettivamente attuate come previsto; e

ii) che il piano, se attuato, consentirà effettivamente il completo risanamento dell'impresa.

Esistono infiniti fattori che possono entrare in gioco ed interferire con le previsioni del piano. Alcuni fattori sono imprevedibili ed indipendenti dal controllo di coloro che sono coinvolti nella crisi dell'impresa (ad esempio l'evoluzione del segmento di mercato in cui opera l'impresa, i cambiamenti del contesto giuridico). Molto spesso, le deviazioni dalle previsioni e dalle proiezioni contenute nel

piano dipendono da una percezione imperfetta o incompleta della situazione dell'impresa e/o del contesto in cui questa deve operare. In effetti, molte deviazioni sono dovute ai limiti della capacità umana di prevedere il futuro o di comprendere appieno il presente (ad esempio, un crollo improvviso del mercato immobiliare quando il piano di ristrutturazione si basa su un'ipotesi ragionevole, ex ante, che la vendita di alcune proprietà genererà una determinata quantità di proventi).

Al fine di elaborare un piano efficace e di elevata qualità, tale incertezza fisiologica associata alla ristrutturazione delle imprese dovrebbe essere ridotta il più possibile e, soprattutto, adeguatamente regolata.

Naturalmente non dovrebbe essere consentito un piano di ristrutturazione che abbia scarse possibilità di successo (piuttosto, non dovrebbe esserne consentita l'attuazione con modalità che incidano direttamente o indirettamente su coloro che non hanno accettato il piano). Al contrario, un piano che presenti alcuni elementi di incertezza ben definiti, anche se significativi, può comunque essere considerato un piano ben elaborato qualora affronti adeguatamente ed efficacemente tali elementi.

In particolare, in tale prospettiva, il piano dovrebbe riconoscere la presenza di un elemento di incertezza, il quale è sempre associato alla ristrutturazione di un'impresa e, pertanto, dovrebbe:

1) definire con chiarezza le ipotesi di base su cui si fonda il piano, individuando per ciascuna di esse i fattori che possono interferire con il loro verificarsi e quantificando il relativo rischio che tali ipotesi non si concretizzino, anche attraverso accurati stress test (cfr. infra, par. 5.5.2);

2) individuare una struttura che faciliti il monitoraggio da parte degli stakeholder rilevanti (es. creditori, azionisti) e/o del giudice (es. fissando dei traguardi che aiutino a valutare l'andamento del piano durante la sua attuazione);

3) prevedere meccanismi di aggiustamento, automatici o subordinati al consenso del creditore, che consentano al piano di raggiungere il suo obiettivo ultimo (il salvataggio dell'impresa), anche se una o più ipotesi non si concretizzano.

I paragrafi che seguono procederanno all'analisi della struttura e del contenuto che appaiono ottimali al fine di governare in modo adeguato ed efficace l'incertezza. Tuttavia, prima di analizzare gli strumenti più diffusi al fine di ridurre al minimo e regolare l'incertezza associata ai piani di ristrutturazione, è opportuno concentrarsi sul calendario adottato dagli stessi piani di ristrutturazione e, a tale riguardo, distinguere tre diverse fasi.

5.2. Il calendario del piano di ristrutturazione

Il processo di ristrutturazione di un'impresa può essere idealmente suddiviso in tre parti, il cui obiettivo e la cui durata possono variare in modo significativo.

In primo luogo, durante la fase di negoziazione (e, se prevista, di omologazione), deve essere preservato l'equilibrio finanziario dell'impresa. In caso contrario, il valore degli assets può diminuire rapidamente a causa dell'incapacità di gestire l'impresa e/o di preservarla dalle azioni dei creditori. Tale equilibrio deve essere raggiunto per mezzo di una sospensione delle azioni dei creditori (automatica o disposta dal giudice, secondo la legge applicabile) o per mezzo di un finanziamento

ponte volto a mantenere in vita l'impresa durante la negoziazione della soluzione migliore.[83] Il progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni facilita tale compito, consentendo una breve sospensione delle singole azioni esecutive (Art. 6) e garantendo una protezione ai finanziamenti ponte (Art. 16). Dovrebbe essere dedicata particolare attenzione a tale aspetto, in quanto il verificarsi dell'insolvenza durante i negoziati potrebbe rendere vano l'intero tentativo di ristrutturazione.[84] Pertanto, le obbligazioni che vengono in rilievo durante la fase di negoziazione devono essere soddisfatte alla loro scadenza.[85]

In secondo luogo, un piano di ristrutturazione approvato (e, se previsto, omologato) deve ripristinare rapidamente l'equilibrio finanziario dell'impresa. Il piano deve prevedere azioni e misure volte a garantire che, anche se le passività preesistenti saranno rinegoziate o ridotte, i crediti che sorgeranno dopo la conclusione del piano saranno prontamente soddisfatti alla scadenza. A tal fine, il piano deve indicare espressamente come saranno realizzati i flussi finanziari attesi (ad esempio, per mezzo dell'ottenimento di nuovi finanziamenti che consentano all'impresa di guadagnare tempo sufficiente per l'attuazione del piano aziendale, per mezzo del quale è previsto che saranno aumentati i ricavi e/o ridotti i costi).[86]

In terzo luogo, un piano di ristrutturazione deve generalmente prevedere una serie di azioni e misure volte a porre rimedio ai fattori che hanno prodotto la crisi (in particolare i fattori interni all'impresa, ad esempio la conduzione di attività non redditizie). Tale parte del piano di ristrutturazione può essere attuata in un periodo di tempo più lungo rispetto a quello sopra menzionato ed è destinata, in ultima analisi, a ripristinare il valore economico e finanziario in un'ottica di lungo termine (ad esempio, consentendo all'impresa di generare entrate sufficienti per far fronte alle passività esistenti prima di quanto programmato nel piano).

Le azioni e le misure che rientrano in quella che abbiamo definito la "terza fase" di un piano di ristrutturazione sono più distanti nel tempo e, quindi, esposte ad un maggior rischio di interferenza da parte di fattori imprevisti. Tale interferenza potrebbe rendere le azioni e le misure previste dal piano non attuabili o inidonee a produrre gli effetti attesi.

---

[83] I finanziamenti ponte sono definiti come "i fondi a breve termine necessari al debitore per coprire le spese amministrative dopo l'avvio della procedura di ristrutturazione o di insolvenza fino all'attuazione del piano di ristrutturazione o alla cessione dell'azienda del debitore": B. WESSELS, S. MADAUS, "Instrument of the European Law Institute - Rescue of Business" in Insolvency Law, (2017), pag. 58.

[84] Ad esempio, la legge applicabile può prevedere un obbligo di fare ricorso ad una procedura di insolvenza: si veda l'Art. 7 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni: "1. Se l'obbligo del debitore di presentare la domanda di accesso ai sensi del diritto nazionale sorge durante il periodo di sospensione delle singole azioni esecutive, tale obbligo rimarrà sospeso per l'intera durata della sospensione... 3. Gli Stati membri possono derogare al paragrafo 1 quando il debitore non ha più liquidità a disposizione ed è quindi incapace di pagare i suoi debiti alla scadenza durante il periodo di sospensione...

[85] Una questione delicata è costituita dai "fornitori fondamentali", cioè i fornitori e le controparti del debitore che non adempiranno alle loro obbligazioni se non saranno soddisfatti anche i loro crediti preesistenti. Il progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni non tratta direttamente tale aspetto, ma lascia una certa flessibilità agli Stati membri: si veda l'Art. 7, par. 4, il quale prevede: "Gli Stati membri provvedono affinché, durante il periodo di sospensione, i creditori a cui si applica la sospensione non possano negare l'esecuzione, risolvere o modificare in qualsiasi altro modo i contratti a danno del debitore per i debiti contratti prima della sospensione. Gli Stati membri possono limitare l'applicazione della presente disposizione ai contratti essenziali, necessari per la continuazione dell'attività dell'impresa".

[86] La strutturazione di un piano idoneo o (quasi) a ripristinare immediatamente l'equilibrio finanziario dovrebbe essere possibile per qualsiasi impresa redditizia, se si presume che (i) i finanziatori sono completamente razionali, sono liberi di negoziare il tasso d'interesse e non vi è asimmetria informativa e (ii) i fornitori sono disposti ad accettare una dilazione dei pagamenti. Le ricerche empiriche condotte dimostrano infatti che tale situazione non si verifica nella realtà. Inoltre, l'ordinamento italiano non consente la libera negoziazione dei tassi di interesse sui finanziamenti oltre una certa soglia, non consentendo quindi al debitore in difficoltà di ottenere finanziamenti ad un prezzo che rifletta il rischio reale.

In considerazione di quanto precedentemente esposto, i piani che prevedono un periodo di attuazione più breve sono quelli che hanno maggiori possibilità di essere pienamente attuati e di condurre ai risultati attesi (ad esempio con riferimento al tasso di recupero dei creditori). Tuttavia, deve essere considerato che una maggiore durata di un piano di ristrutturazione è implicitamente associata a maggiori possibilità di salvare l'impresa. Un piano che ha un orizzonte temporale breve può non essere sempre attuabile (ad esempio, un acquirente dell'impresa può non essere sempre disponibile) o, comunque, può risultare inadatto ad offrire una probabilità sufficiente di salvare l'impresa in difficoltà (ad esempio poiché basato su investimenti altamente speculativi che, in caso di probabile fallimento, aggraverebbero l'insolvenza dell'impresa).

Il compromesso esistente tra, da un lato, un lungo orizzonte temporale che offre maggiori possibilità di salvare l'impresa e, dall'altro, gli ovvi limiti alla possibilità di prevedere con precisione le tendenze a lungo termine, richiede che sia raggiunto un equilibrio adeguato. Le indicazioni che provengono da prassi professionali consolidate suggeriscono che un piano di ristrutturazione non dovrebbe prevedere tempi di attuazione superiori a 3-5 anni.[87] Tale lasso di tempo rappresenta, generalmente, il periodo necessario per ristrutturare un'attività, come comunemente riconosciuto dalla prassi consolidata dell'industria, e consente di mantenere un ragionevole grado di affidabilità con riferimento alle previsioni e alle proiezioni contenute nel piano.

Un piano di ristrutturazione con un termine di durata più lungo dovrebbe comunque essere possibile, anche se la sua qualità ne risentirebbe negativamente. Tuttavia, vi sono alcune misure che possono essere attuate per attenuare il deterioramento della qualità del piano, derivante da una lunga fase di attuazione. Si rimanda in particolare ai meccanismi di regolazione descritti di seguito al par. 6.2.

Al contrario, per le stesse ragioni sopra esposte, un piano di ristrutturazione basato sulla cessione dell'intera azienda a terzi può, spesso, costituire una soluzione efficace. In tal caso, quando l'acquirente è identificato nel piano, il piano viene attuato quasi istantaneamente, limitando significativamente l'incertezza (che comunque permane in quanto, ad esempio, la vendita potrebbe non essere valida e/o essere soggetta a revocatoria in caso di insolvenza e successiva liquidazione dell'acquirente).

In ragione di quanto sopra, il progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni solleva critiche con riferimento alla scelta di limitare il proprio campo di applicazione alle "*cessioni di assets o di rami d'azienda*". L'analisi empirica condotta ha evidenziato che la ristrutturazione basata sulla cessione dell'intera azienda è comune in diverse giurisdizioni (Italia, Regno Unito, Spagna e, con alcune eccezioni, Germania[88]) e in alcuni casi si è dimostrata una risposta efficace alla crisi delle imprese.[89]

---

[87] Si vedano ad esempio i risultati della parte qualitativa della ricerca empirica italiana, pubblicati sul sito www.codire.eu. Il calendario dell'attuazione del piano di ristrutturazione non va confuso con i tempi di pagamento dei creditori: in Spagna, ad esempio, i piani prevedono di norma una rinegoziazione dei debiti, sia in sede giudiziaria che extragiudiziale, che può arrivare fino a 10 anni. Questo non è risultato un problema degli stakeholder intervistati: al contrario, i creditori abituali, come i creditori finanziari, sembrano fortemente favorevoli a piani più lunghi se sono associati a una riduzione della svalutazione del debito. La situazione potrebbe cambiare a seguito delle nuove regole sulla previsione e classificazione delle esposizioni deteriorate, ampiamente discusse nel Capitolo 5, par. 3-

[88] Nel diritto tedesco, i contratti e le licenze non possono essere trasferiti senza il consenso della controparte, nemmeno nell'ipotesi di un procedimento informale di insolvenza.

[89] Con riferimento all'Italia vedi A. DANOVI, S. GIACOMELLI, P. RIVA, G. RODANO, "Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo, in Banca d'Italia", Questioni di Economia e Finanza, No. 430, marzo 2018. La Spagna offre uno scenario diverso e un po' più complesso. Le cessioni d'azienda funzionano bene nell'ambito delle procedure formali di insolvenza, che prevedono norme speciali per facilitare questo tipo di operazioni (ad esempio il trasferimento automatico di contratti o licenze). La cessione di rami d'azienda è possibile nell'ambito di

Inoltre, la ricerca non ha evidenziato ragioni valide che suggeriscano di vietare la ristrutturazione di un'impresa in difficoltà attraverso la cessione dell'intera azienda.

<u>Raccomandazione #4.9</u> (*Calendario del piano*). Il piano di ristrutturazione deve perseguire l'obiettivo di salvare l'impresa in crisi attraverso una serie di azioni e misure da attuare entro un periodo di tempo non superiore a 3-5 anni. A meno che ciò non sia giustificato da motivi specifici, un'attuazione più lunga non è consigliabile a causa della crescente probabilità di eventi imprevisti.

5.3. Il calendario della ristrutturazione vs. quello avente ad oggetto il pagamento dei creditori

A tal riguardo, occorre evidenziare che il termine massimo raccomandato per l'attuazione di un piano di ristrutturazione non comprende il soddisfacimento di tutte le passività esistenti al momento dell'elaborazione del piano, come anticipato nel precedente par. 5.2. Risultano quindi necessarie due considerazioni.

In primo luogo, occorre ricordare che le ristrutturazioni non mirano ad estinguere tutti i debiti, ma a ridurli ad un livello sostenibile (cfr. *supra*, punto 4.1). Nessuna impresa è priva di debiti ed un certo livello di indebitamento è fisiologico ed efficiente. Ciò detto, va osservato che l'esperienza empirica dimostra che, per ottenere il consenso dei creditori all'adozione del piano di ristrutturazione, le imprese in difficoltà riducono quasi sempre troppo poco la leva finanziaria e, una volta completata la ristrutturazione (almeno formalmente), rimangono gravate da un debito eccessivo.[90]

In secondo luogo, anche l'estinzione del debito non sostenibile può verificarsi ben oltre il periodo di 3-5 anni proposto, essendo piuttosto necessario che tutte le misure "straordinarie" (quali la cessione di assets, il trasferimento o la razionalizzazione di determinati settori, il licenziamento di lavoratori, ecc.) siano state attuate e che i relativi effetti correttivi si siano avverati. In altri termini, i debiti dell'impresa possono essere estinti come inizialmente previsto o come riprogrammati dal piano di ristrutturazione, oltre il termine di 3-5 anni, senza alcun effetto negativo sulla qualità del piano di ristrutturazione.

---

procedimenti stragiudiziali, ma non dell'intera attività. Un risultato simile può essere ottenuto mediante uno swap debito/capitale, e ciò avviene con relativa frequenza.

[90] Con riferimento all'Italia, la ricerca empirica sulla risoluzione contrattuale della crisi (accordi di ristrutturazione dei debiti) mostra che entro [2] anni dal completamento un'alta percentuale di imprese o subisce una nuova ristrutturazione o accede ad una procedura giudiziale (concordato preventivo). La situazione è simile in Spagna, dove un terzo degli accordi di rifinanziamento fa seguito ad un precedente accordo di rifinanziamento (è il caso, ad esempio, della ristrutturazione di Abengoa). In caso di ristrutturazioni consecutive, l'intervallo di tempo tra un rifinanziamento e quello successivo è di circa due anni. Va notato che i numeri possono in realtà essere più elevati: non è stato possibile raccogliere tutti i dati relativi agli accordi di rifinanziamento (meramente contrattuali, collettivi od omologati) che hanno avuto luogo prima dell'omologazione di un altro accordo. Poiché, per definizione, questi accordi non richiedono l'intervento del tribunale, la raccolta dei dati in questione si è rivelata estremamente difficile. Per quanto riguarda il contenuto degli accordi di rifinanziamento consecutivi, essi consistono per lo più in revisioni delle condizioni finanziarie (al fine di facilitare il loro adempimento da parte dei debitori) e in una revisione delle condizioni di pagamento (ad esempio, per mezzo della concessione periodi di grazia, nuovi tassi di interesse, ecc.).

Anche prendendo in considerazione la mancanza di strumenti di pre-insolvenza, la situazione appare leggermente diversa in Germania. Le ricerche empiriche dimostrano che, alcuni anni dopo che un *Insolvenzplan* ha avuto luogo, si ha una seconda procedura di insolvenza (che di solito si conclude con la liquidazione); non esistono statistiche affidabili sulla frequenza di tale fenomeno, ma ciò non dovrebbe riguardare (neanche lontanamente) la maggior parte dei casi. Per quanto riguarda la sostenibilità degli accordi extragiudiziali, gli esperti ammettono che le rinegoziazioni sono frequenti (anche se forse meno frequenti di quanto non sembri in Italia); in ogni caso, questi ultimi continuano a ritenere che la maggior parte degli accordi sia, in misura variabile, sostenibile.

A tale riguardo, tuttavia, occorre considerare attentamente il caso in cui l'impresa sia tenuta a pagare un debito di una certa entità in un'unica soluzione ("bullet payment"): ciò in data successiva al periodo di attuazione proposto (tale debito può derivare da un nuovo finanziamento concesso nel contesto della ristrutturazione, ovvero da crediti esistenti al momento della ristrutturazione). Tale circostanza deve essere adeguatamente affrontata nel piano di ristrutturazione al fine di garantire che il debitore abbia recuperato la capacità di pagare (o rifinanziare) il debito alla scadenza e che il piano non si limiti a dissimulare il fatto che, il debito esistente, non è stato adeguatamente ridotto a un importo sostenibile.[91]

I dati empirici dimostrano che, frequentemente, le imprese subiscono più ristrutturazioni consecutive, spesso utilizzando uno strumento maggiormente "invasivo" durante la seconda o la terza ristrutturazione. Una possibile spiegazione di tale fenomeno è che le misure adottate in occasione del primo tentativo erano insufficienti, sia sul piano dell'attivo che su quello del passivo (ad esempio, in ragione di una dilazione non sufficiente, ovvero di una dilazione invece di riduzione del debito, o ancora una riduzione del debito inadeguata, ecc.). Particolare attenzione dovrebbe essere prestata nel valutare quale è un livello di debito "sostenibile".

<u>Raccomandazione #4.10</u> (*Riduzione dell'indebitamento ad un livello sostenibile*). Il piano di ristrutturazione deve illustrare il livello di indebitamento che il debitore può tollerare durante il normale svolgimento dell'attività e le modalità tramite cui raggiungerà tale livello. Particolare attenzione dovrebbe essere dedicata ai piani in cui una parte significativa del debito è semplicemente rinegoziata e rinviata ad una data futura.

5.4. L'Indicazione di ipotesi, previsioni e proiezioni chiare

5.4.1 La necessità di chiarezza

Come già evidenziato, tutti i piani di ristrutturazione sono destinati ad essere letti, esaminati e valutati da molte persone: dai creditori, da altri terzi, dall'amministratore della procedura d'insolvenza e dal giudice. Pertanto, dovrebbe essere prestata particolare attenzione al fine di rendere il piano comprensibile a persone con un background e competenze diversi, nonché a rendere le affermazioni ivi contenute (sia riguardanti fatti che ipotesi) facilmente verificabili.

Un lettore dotato degli strumenti necessari dovrebbe essere in grado di comprendere e verificare le affermazioni con relativa facilità e dovrebbe essere in grado di chiedere ai consulenti (o

[91] Infatti, sebbene una lunga dilazione delle passività più significative migliori la capacità del piano di ripristinare un equilibrio finanziario adeguato all'impresa (che beneficia di un flusso finanziario ridotto nel breve termine), essa rappresenta anche una minaccia significativa per l'efficacia a lungo termine del piano. L'impresa è tenuta a trovare una quantità adeguata di risorse per soddisfare adeguatamente il credito alla scadenza e ciò può risultare impegnativo. In particolare, l'impresa deve ottenere nuovi finanziamenti da una banca o essere in grado di accumulare risorse sufficienti per soddisfare il credito durante la durata del piano. Se l'impresa non è in grado di raggiungere nessuno di questi risultati, il piano di ristrutturazione finirà solo per nascondere la crisi per un certo numero di anni, crisi che in realtà non è stata risolta, ma solamente rinviata. Pertanto, al fine di ridurre l'elemento di incertezza sopra descritto, il piano di ristrutturazione dovrebbe descrivere chiaramente come il debitore intenda ottenere le risorse necessarie per onorare i crediti a lunga scadenza (ad esempio, la cessione di uno o più assets importanti, accantonamento dei proventi della continuazione dell'attività). Se il piano prevede il soddisfacimento dei crediti rinviati a lunga scadenza rifinanziandoli in tutto o in parte alla scadenza, il piano di ristrutturazione deve contenere un'analisi sulla probabilità effettiva di ottenere tale rifinanziamento alla luce del merito creditizio previsto per l'impresa alla data di scadenza.

a qualsiasi esperto incaricato di verificare gli aspetti tecnici del piano) di valutare l'impatto sugli scenari ipotizzati, in caso di variazione di uno o più elementi del piano.

Come già accennato, i consulenti dovrebbero assumersi una responsabilità con riferimento al piano e ciò non solo in via teorica. Le esclusioni di responsabilità riguardanti gli aspetti fattuali dovrebbero essere limitate e non dovrebbero mai essere così generali da consentire ai consulenti di evitare tale responsabilità.

5.4.2. Condizioni del piano

La fattibilità del piano di ristrutturazione è spesso determinata da eventi futuri specifici ed incerti, che potrebbero rendere il piano in questione fattibile o, al contrario, comprometterne la fattibilità. Se sussistono i presupposti necessari per il successo del piano (ad esempio, il consenso dei creditori x, y, z o il consenso di una certa percentuale di creditori), ciò deve essere chiaramente indicato. Il verificarsi di tali condizioni preliminari deve essere facilmente verificabile, in modo che i lettori del piano possano comprendere se il piano è valido e pronto per essere attuato.

Va notato che quando si individua una condizione preliminare per il successo del piano si presentano due opzioni, le cui strutture e conseguenze sono completamente diverse.

La prima situazione si manifesta quando il verificarsi di un evento di rilievo, pur soggetto ad incertezza, è considerato più probabile che non e, pertanto, è parte integrante del piano (ad esempio, la cessione di un'attività non strategica ad un prezzo non inferiore a X nei prossimi 12 mesi).[92] In tale caso, il piano può essere attuato immediatamente, ma deve indicare chiaramente che il mancato verificarsi dell'evento comprometterà (in termini da descrivere) l'ulteriore attuazione del piano, in modo tale che, coloro che sono chiamati a valutarlo, possano prendere una decisione economica informata in merito all'accettazione/conferma del piano.

La seconda situazione si verifica, invece, quando il piano *non* prevede che il verificarsi di un evento chiave per il piano sia altamente probabile (si pensi, ad esempio, alla condizione rappresentata dal fatto che, un accordo con le banche, nei termini descritti all'interno del piano, sia concluso entro le prossime quattro settimane). In questo caso, il piano non può essere attuato fino a quando non si è verificato l'evento condizionante, e diventerà fattibile solo se e quando l'evento si verificherà.

Se il consulente ha optato per la seconda opzione e il piano è soggetto alla valutazione di un perito o all'omologazione del tribunale, la condizione deve verificarsi prima (o nel momento in cui) l'esperto o il tribunale dovranno esprimere la propria opinione, poiché, fino a quando la condizione

---

[92] Il livello di probabilità dell'evento rilevante è una questione molto importante ed è oggetto di dibattito. Un esempio chiarirà il problema.
Il successo del piano di ristrutturazione di Richard Ginori, noto e antico produttore di porcellane in crisi, si è basato (anche) sulle sopravvenienze attive derivanti dalla possibilità di estinguere i propri debiti tributari attraverso il trasferimento allo Stato italiano di un museo societario di riconosciuto valore storico, possibilità espressamente prevista dalla legge. L'esperto che ha attestato la fattibilità del piano ha dichiarato che, fino a quel momento, non era stato raggiunto alcun accordo, ma che sebbene *"il rifiuto da parte del ministero delle Finanze riguardo alla possibilità del trasferimento non [poteva] essere escluso, in ragione degli elementi di serietà e concretezza che [erano] emersi fino a quel momento, la possibilità di un rifiuto [poteva] considerarsi remota*". Il Tribunale di Firenze, rifiutando di aprire la procedura di concordato, ha stabilito che "*il tribunale e i creditori devono fare affidamento su fatti certi e sui quali possono fondatamente valutare la soddisfazione dei crediti.*" (Tribunale di Firenze, 7 gennaio 2013). Richiedere la certezza, o quasi certezza, di eventi futuri che determinano il successo del piano, tuttavia, priverebbe il debitore e i creditori della possibilità di avvalersi di una ristrutturazione valida, che vale la pena perseguire se il piano, sebbene soggetto ad una possibilità di fallimento, è sufficientemente serio, ossia se è più probabile che non che l'evento determinante si verifichi. Per tale motivo è sostenuta la posizione espressa nel testo.

non si avvererà, non può ritenersi esistente alcun piano valido ed adeguato. Invero, il piano può essere considerato valido solo quando tale condizione si sia verificata (ad esempio, ai fini della protezione da possibili azioni revocatorie di cui all'Art. 17, par. 4, del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni).

<u>Raccomandazione #4.11</u> (*Distinzione tra le condizioni necessarie per il successo del piano e i prerequisiti per la sua attuazione*). Il piano di ristrutturazione deve distinguere chiaramente tra eventi che, pur non essendo certi, sono considerati più probabili che non e, pertanto, non impediscono l'attuazione del piano ed eventi che sono precondizioni del piano a tutti gli effetti e, dunque, devono verificarsi affinché il piano possa essere attuato.

5.5. Gestione degli eventi incerti

Il piano è proiettato nel futuro ed è soggetto ad inevitabili incertezze. Tuttavia, alcune misure possono contribuire a ridurre al minimo l'impatto di tale incertezza sul piano: stress test, dispositivi di monitoraggio, meccanismi di adeguamento e riserve. In primo luogo, occorre tener conto della necessità di descrivere le azioni da realizzare nell'ambito del piano.

5.5.1. Descrizione delle azioni da realizzare in base al piano

In alcune giurisdizioni e, presto, in linea di principio in tutta l'UE (cfr. l'Art. 16 e, in particolare, l'Art. 17 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni), i piani di ristrutturazione possono avere l'effetto di esentare da azioni revocatorie o di responsabilità (nonché da un'eventuale responsabilità penale).

È quindi importante descrivere i principali atti ed operazioni da realizzare con i terzi nel quadro del piano (ad esempio, la vendita di uno o più assets, la concessione di nuovi finanziamenti, nuove garanzie, ecc.). Il requisito è più stringente della semplice best practice avente ad oggetto la sintesi delle azioni principali (il "Piano di Azione" di cui *supra*, par. 4.1), in quanto i terzi dovrebbero poter contrattare con il debitore basandosi sulla consapevolezza che l'operazione che stanno intraprendendo è esente da revocatoria e non può dar luogo a responsabilità.

In caso di fallimento del piano (e di apertura di una procedura d'insolvenza liquidatoria del debitore), una descrizione dettagliata degli atti e delle operazioni che lo compongono faciliterà per le parti interessate una difesa del piano o dei suoi effetti, consentendo di dimostrare la stretta connessione tra il piano e l'atto, il pagamento, la garanzia o l'operazione realizzati nell'ambito della sua attuazione: ciò nel caso di una verifica ex post in cui un'analisi retrospettiva è la regola.

Risulta peraltro intuitivo che, il livello di dettaglio nella descrizione della singola operazione, dovrebbe essere proporzionale alla rilevanza dell'atto da compiere per il successo del piano.

<u>Raccomandazione #4.12</u> (*Descrizione degli atti da attuare nell'ambito del piano*). Il piano deve descrivere dettagliatamente gli atti da compiere. Il livello di dettaglio dovrebbe essere proporzionale all'importanza dell'atto da compiere.

5.5.2. Test aventi ad oggetto la variazione delle ipotesi

Come accennato precedentemente, sia a livello di metodo sia stilistico, il piano dovrebbe essere redatto in modo tale da consentire al lettore di verificare la validità delle ipotesi in esso contenute e di misurare l'impatto di eventuali variazioni.

Tale aspetto è molto importante anche con riferimento al contenuto del piano. Per ridurre al minimo l'impatto dell'inevitabile incertezza che caratterizza il futuro, il piano dovrebbe prendere in considerazione diversi scenari. I consulenti dovrebbero effettuare stress test almeno sulle principali ipotesi e previsioni del piano, al fine di valutare se e in quale misura i risultati indicati nel piano rimangono stabili in caso di mutamento delle variabili. L'espressa previsione di stress test all'interno del piano dimostrerà in quale misura le ipotesi siano sensibili alle variazioni e, ex ante, potrà aumentare la solidità del piano incoraggiando l'introduzione di meccanismi di aggiustamento.

I piani sui quali sono stati effettuati stress test tendono ad essere più solidi; anche se l'evento di stress ipotizzato non si verifica effettivamente, l'esperienza dimostra che possono sempre verificarsi altri eventi imprevisti e che, un piano solido, può resistere meglio a tali eventi rispetto ai piani che non tengono conto di possibili eventi negativi.

La solidità aumenta per mezzo dei dispositivi di aggiustamento e, in particolare, per mezzo di riserve adeguate (cfr. *infra*).

<u>Raccomandazione #4.13</u> (*Le ipotesi e l'effetto delle loro variazioni*). Affinché i terzi possano verificare e valutare la solidità del piano, quest'ultimo deve indicare chiaramente le ipotesi e includere test che illustrino gli effetti della loro variazione.

5.6. Deviazioni dal piano e meccanismi di aggiustamento

Il piano costituisce il punto di partenza del processo di ristrutturazione e richiede, pertanto, un'attuazione ed un controllo continui (cfr. Capitolo 7). L'attuazione di un piano di ristrutturazione può incontrare problemi imprevisti e, in tutte le ipotesi, le previsioni possono non avverarsi.

Quando vi è uno scostamento significativo tra le previsioni e la realtà, il piano non può essere ulteriormente attuato come originariamente previsto e il debitore dovrebbe adottare misure adeguate ad affrontare le problematiche insorte. La deviazione è da considerarsi significativa quando la previsione, inclusa nel piano quale tappa di quest'ultimo, non può più essere realizzata o può esserlo solo a condizioni che, dal punto di vista finanziario o delle tempistiche, sono diverse da quelle ipotizzate nel piano.

Il raggiungimento di tappe intermedie attraverso mezzi diversi da quelli previsti dal piano (per esempio la cessione di un asset diverso da quello previsto) non deve essere considerato un'attuazione del piano. Piuttosto, l'intero piano sarebbe da considerarsi non più attuabile, o comunque non lo è più come previsto in precedenza. Gli eventuali effetti protettivi del piano (cfr. ad esempio l'Art. 17 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni) non potrebbero trovare applicazione. Il debitore dovrà quindi modificare il piano alla luce delle nuove circostanze. Come indicato in precedenza, il debitore dovrebbe tenere in considerazione gli eventi che si sono effettivamente verificati, piuttosto che quelli antecedentemente previsti, ed il nuovo piano non dovrebbe basarsi sugli stessi presupposti che ne hanno impedito l'attuazione.

Per evitare che il piano diventi irrealizzabile, questo potrebbe prevedere meccanismi di adeguamento interno o soluzioni alternative. Ad esempio, il piano rimane fattibile qualora stabilisca

che se l'operazione A (ad esempio, la vendita di un'attività a un prezzo superiore a X) non può avere luogo, dovrà essere attuata l'opzione B (ad esempio, un'ulteriore riduzione dei debiti, già accettata dai creditori nel caso in cui si verifichi un determinato evento). Il piano è pertanto autoregolante.

I covenants, normalmente concordati con i creditori finanziari, possono essere considerati degli esempi di traguardi inseriti nel piano. Il rispetto di tali covenants, soprattutto quando includono coefficienti o indici, può quindi essere utilizzato come strumento indiretto per valutare l'attuazione del piano: il mancato rispetto di alcuni covenants può essere considerato come una deviazione dal piano, mentre la rinuncia dei creditori può effettivamente fungere da meccanismo di aggiustamento.

Raccomandazione #4.14 (*Discostamento delle previsioni dalla realtà*). In presenza di un significativo scostamento tra previsioni e realtà, il piano non può essere ulteriormente attuato come originariamente previsto ed i suoi effetti protettivi non possono più trovare applicazione con riferimento agli atti compiuti successivamente. Tutti gli atti posti in essere prima dello scostamento dalle previsioni del piano non sono pregiudicati.

5.7. Riserve per far fronte a situazioni avverse

Le riserve possono essere considerate come un particolare tipo di meccanismo di auto-regolazione: se l'evento A non si verifica, la mancanza di copertura finanziaria derivante da tale evento può essere controbilanciata da un'adeguata riserva, senza la necessità di modificare il piano.

Laddove possibile, piani ben elaborati dovrebbero includere accantonamenti per far fronte a tali rischi. Tali riserve devono essere ragionevoli: se troppo limitate, non garantiscono un livello apprezzabile di protezione del piano. Se eccessive, sottraggono risorse agli attuali creditori senza essere (interamente) giustificati dalla necessità di tener conto di potenziali effetti negativi.

Occorre inoltre prevedere riserve per i creditori non consenzienti che si oppongono al piano, per i creditori potenziali, per i creditori noti ma non rintracciabili e, se necessario, per i creditori non noti ma prevedibili (cfr. Capitolo 3, par. 5.10). I piani dovrebbero prevedere meccanismi mediante i quali le risorse vincolate a riserva saranno adeguatamente distribuite una volta che l'evento potenziale non si sia verificato, al fine di evitare una riserva opportunisticamente eccessiva da parte del debitore. In presenza di casi complessi e in alcuni settori può essere necessario ricorrere ad analisi attuariali per valutare i rischi di future pretese derivanti dall'esercizio dell'attività d'impresa.

Raccomandazione #4.15 (*Riserve necessarie per far fronte a situazioni avverse*). Il piano deve includere riserve per far fronte a situazioni avverse, incluse strategie alternative al fine di raggiungere l'obiettivo della ristrutturazione.

Capitolo V

Negoziazione dei piani*[93]

SOMMARIO: 1. I negoziati e la sospensione delle azioni dei creditori. - 1.1. Negoziazione dei piani di ristrutturazione: la necessità di buone pratiche - 1.2. Negoziati e sospensione delle azioni dei creditori. - 1.2. Negoziati e mantenimento dei creditori - 1.3. Negoziati e tutela delle transazioni connesse alle negoziazioni - 1.4. Negoziati e finanziamenti ponte - 2. Informazione e cooperazione. - 2.1. La necessità di un "pacchetto di informazioni" completo - 2.2. *Disclosure* e buona fede. - 2.3. Cooperazione da parte dei creditori? - 3. Rapporti con le banche e istituti di credito. - 3.1. Il ruolo speciale delle banche nelle ristrutturazioni aziendali. - 3.2. Vincoli legali riguardo le misure di tolleranza e requisiti prudenziali per le riserve relative agli NPL. - 3.2.1. Un quadro prudenziale in parte incompatibile con la "cultura del salvataggio". - 3.2.2. Un approccio cooperativo tra debitori e banche. - 3.2.3. Il lungo percorso necessario per l'abbandono dello status di esposizione deteriorata (NPE). - 3.2.4. Un possibile percorso abbreviato. - 3.2.5. Il lungo percorso per l'abbandono dello status di credito oggetto di misure di tolleranza. - 3.2.6. Gli effetti scoraggianti delle regole di accantonamento sulla partecipazione delle banche alle ristrutturazioni. - 3.2.7. Conclusione: la necessità di avviare tempestivamente i negoziati. - 3.2.8. Le banche come partner importanti nella ristrutturazione e il discutibile incentivo a cedere gli NPL che possono essere ristrutturati con successo. Raccomandazioni di policy. - 3.3. Gestione dei problemi di coordinamento e di hold-out nei negoziati con le banche - 3.4. Rapporti con i servizi creditizi. - 4. Rapporti con altre tipologie di creditori. - 4.1. Diversificazione degli incentivi e delle preferenze dei creditori. - 4.2. Gestione dei rapporti con i lavoratori. - 4.3. Gestione dei rapporti con le autorità fiscali. – 5. Il ruolo degli attori esterni: mediatori e professionisti indipendenti. - 5.1. L'agevolazione dei negoziati per mezzo di attori esterni. - 5.2. Il mediatore. - 6. Il consenso. - 6.1. Passività nelle trattative. - 6.2. Conseguenze dell'apatia razionale dei creditori nelle negoziazioni. - 6.3. Misure per contrastare la passività nelle negoziazioni. - 6.4. Misure specifiche per gli strumenti di ristrutturazione che hanno lo scopo (o permettono) di vincolare i creditori dissenzienti.

1. I negoziati e la sospensione delle azioni dei creditori

1.1. Negoziazione dei piani di ristrutturazione: la necessità di buone pratiche

I piani di ristrutturazione mirano ad ottenere concessioni da parte dei creditori o da parte di alcuni di essi, al fine di migliorare la situazione di questi ultimi rispetto alle alternative disponibili (generalmente la liquidazione dell'impresa). Il debitore, pertanto, ha il compito di convincere i creditori che l'accettazione del piano è nel loro miglior interesse in quanto gruppo, nonché nel miglior interesse di ciascun creditore individuale. Ciò rappresenta un compito difficile, poiché implica la verifica e la condivisione di informazioni complesse sulla situazione attuale del debitore, nonché la condivisione di una visione comune sulle probabilità riguardanti il verificarsi degli scenari futuri.

[93] *Sebbene discussi approfonditamente e condivisi da tutti i membri del team di ricerca di Co.Di.Re., il paragrafo 1 è stato scritto da Lorenzo Stanghellini, il paragrafo 2 da Andrea Zorzi, il paragrafo 3 da Monica Marcucci e Cristiano Martinez, il paragrafo 4 da Alessandro Danovi e Patrizia Riva, il paragrafo 5 da Paola Lucarelli e Ilaria Forestieri, il paragrafo 6 da Iacopo Donati.*

Le trattative sono necessarie ogni qualvolta il piano debba essere concordato mediante una manifestazione di consenso. Nessun creditore ragionevole accetterebbe un piano senza essere stato adeguatamente informato, nonché senza aver negoziato, eventualmente, una controproposta o una o più proposte modificative che, a parere del creditore, produrrebbero un risultato migliore.

Tuttavia, le trattative con alcuni creditori (generalmente i creditori principali) sono comuni anche nelle procedure in cui l'accettazione o il rifiuto di un piano di ristrutturazione avviene tramite un voto, che vincola anche i creditori dissenzienti. In tali procedure, è il debitore solitamente che presenta la propria proposta, la quale deve rispettare le norme applicabili in materia di pubblicità (stabilite dalla legge ed applicate dal tribunale) e, conseguentemente, gli stakeholder esprimono il proprio voto su tale proposta.[94] Anche se, in tale contesto, non è necessario prevedere che abbia luogo una negoziazione prima del voto, molto spesso il piano messo ai voti è il risultato di un processo attraverso il quale una proposta iniziale è stata modificata al fine di ottenere la necessaria approvazione con la maggioranza richiesta.

In alcuni casi, una fase di negoziazione è necessaria perché il debitore scelga lo strumento adeguato a ristrutturare il proprio debito. Ad esempio, il debitore può rivolgersi ai propri creditori principali al fine di ottenere una ristrutturazione meramente extragiudiziale solo per rendersi conto che, tale percorso, non è praticabile a causa dell'opposizione e/o della passività di alcuni di questi creditori, con la conseguente impossibilità di una soluzione meramente extragiudiziale.

Ciò rende estremamente importante la fase negoziale. Va notato, tuttavia, che raramente esiste una norma scritta - al di là del diritto contrattuale generale - che stabilisca come il debitore e gli stakeholder devono confrontarsi durante la negoziazione di un piano di ristrutturazione. Esiste un obbligo di condividere con le altre parti *tutte* le informazioni disponibili (ad esempio, quanto un creditore ha accantonato con riferimento al credito che il debitore chiede di ristrutturare) o solo le informazioni che, se mancanti o fuorvianti, renderebbero nullo il consenso di una parte? I creditori hanno l'obbligo di cooperare con il debitore in buona fede? La risposta ad entrambe le domande è probabilmente che, salvo diversa disposizione di legge, ciascuna parte ha il diritto di agire egoisticamente (cfr. *infra*, par. 2.3). Ciò rende ancora più urgente la necessità di prevedere buone pratiche applicabili alle negoziazioni, relative a ristrutturazioni preventive contrattuali e quasi-contrattuali.

1.2. Negoziati e sospensione delle azioni dei creditori

La negoziazione con i creditori non richiede di per sé una sospensione delle loro azioni. Le difficoltà finanziarie, che sono la causa stessa per cui il debitore avvia le trattative con i suoi creditori, possono avere gradi diversi di gravità. Infatti:

1) le difficoltà finanziarie possono non essere ancora così gravi da impedire al debitore di onorare i propri debiti alla loro scadenza. In tali casi il debitore si attiva al fine di affrontare tempestivamente le future tensioni sui flussi di cassa. Deve essere osservato, tuttavia, che il periodo che precede l'insorgere di tali tensioni potrebbe essere ridotto dalla reazione dei creditori all'avvio dei negoziati (le banche, ad esempio, potrebbero cessare di rinnovare le linee di credito). In tale scenario, e fino a quando la situazione non si sarà deteriorata, la

[94] La legge applicabile stabilisce la maggioranza richiesta e le modalità di conteggio dei voti (solamente in base al valore del credito, o in base al valore *e* al numero dei crediti) e come considerare coloro che non hanno votato (dissenzienti, consenzienti o semplicemente non votanti). Alcune di queste questioni sono affrontate di seguito nel presente Capitolo.

sospensione delle azioni esecutive dei creditori non è necessaria se non per evitare il comportamento opportunistico di uno o più creditori specifici;

2) in altri casi, le difficoltà finanziarie possono essere tali da impedire al debitore di onorare tutti i propri debiti pendenti, ma alcuni creditori (di solito i creditori finanziari) hanno concordato uno "standstill" e/o un finanziamento ponte al fine di consentire al debitore di rimanere solvente durante le trattative, ad esempio pagando fornitori e lavoratori al fine di mantenere l'impresa in attività, con conseguenti vantaggi per tutti i creditori. In tale scenario, un numero sufficiente di creditori ritiene che sia nel proprio interesse sostenere gli sforzi di ristrutturazione del debitore e, pertanto, non è necessaria una sospensione delle azioni esecutive dei creditori;
3) infine, le difficoltà finanziarie possono essere così gravi da impedire al debitore di pagare i suoi debiti correnti, un numero insufficiente di creditori (o nessun creditore) ha convenuto una moratoria e non è disponibile alcun finanziamento ponte a condizioni meramente contrattuali. In questo caso, può essere necessaria una sospensione delle azioni esecutive dei creditori per preservare il valore commerciale nell'interesse dei creditori nel loro insieme e sostenere così gli sforzi di ristrutturazione del debitore.[95]

La differenza tra le ultime due situazioni illustrate è che, mentre nel caso 2) i creditori sono giunti alla conclusione provvisoria che gli sforzi di ristrutturazione del debitore hanno un fondamento e, conseguentemente, si fanno carico del relativo rischio, nel caso 3) i creditori *non* sono giunti a tale conclusione. Pertanto, la concessione di una sospensione delle azioni dei creditori si basa sull'ipotesi (non irrealistica, ma nemmeno scontata) che i creditori non siano giunti alla conclusione che gli sforzi di ristrutturazione del debitore sono validi a causa di problemi di azione collettiva e/o ai costi di transazione e di coordinamento, nonché che lo avrebbero fatto qualora avessero potuto agire come gruppo coeso e informato.

La richiesta (o l'esercizio dello strumento giuridico) della sospensione delle azioni dei creditori richiede un esercizio di responsabilità da parte del debitore, il quale deve essere ragionevolmente convinto che in tal modo sarà preservato il valore a favore dei creditori e che ciò non condurrà solamente ad un peggioramento della situazione. Il debitore deve, inoltre, essere chiaramente consapevole dei costi che comporta la sospensione, sia in termini di limitazione dei diritti dei creditori sia in termini di potenziali perdite per tutti gli stakeholder, derivanti dalla prosecuzione di un'attività in perdita. Ciò è dovuto al fatto che la sospensione incide direttamente sui diritti legali e contrattuali dei creditori, limitandoli. Il livello di fiducia necessario nell'effetto benefico della sospensione è direttamente proporzionale alla durata della stessa: più lunga è la sospensione, maggiore dovrebbe essere la fiducia nel fatto che la sospensione massimizzi il valore per i creditori.

Come già anticipato, la questione rappresentata dalla sospensione delle azioni dei creditori è strettamente legata a quella riguardante il finanziamento ponte. Un debitore può non avere bisogno di una sospensione delle azioni qualora riceva finanziamenti specificamente destinati a mantenere la solvibilità dell'impresa. Le condizioni e gli effetti di tale finanziamento saranno esaminati nel paragrafo successivo.

[95] In questo tipo di casi, il conflitto esistente tra l'interesse individuale di ciascun creditore e l'interesse dei creditori nel loro insieme è un ben noto problema collettivo, spesso definito come "tragedia dei beni comuni". È opinione consolidata che, dal punto di vista di ogni singolo creditore di un debitore insolvente, la soluzione più razionale sarebbe quella di agire il più rapidamente possibile per appropriarsi degli assets dell'impresa (o dell'equivalente valore di liquidazione) e soddisfare il suo credito, anche se ciò interromperebbe la continuazione dell'attività a scapito di tutti gli altri creditori.

Si rendono quindi necessarie due osservazioni:

1) un grado significativo di incertezza è inevitabile e, mentre la continuazione dell'attività è reversibile, l'interruzione di quest'ultima può non esserlo. Pertanto, in una prima fase, una sospensione delle azioni dei creditori può essere utile solo al fine di preservare la *possibilità* di mantenere del valore a favore dei creditori, una possibilità che deve essere verificata il prima possibile per evitare un'inutile distruzione di valore. Tale verifica dovrebbe essere effettuata da una persona indipendente, dotata di adeguata esperienza in materia economica, generalmente un consulente esterno (nominato dall'autorità giudiziaria, dai creditori o dal debitore, a condizione che il consulente sia indipendente);
2) possono verificarsi casi in cui, sebbene l'impresa presenti un valore superiore qualora mantenuta in attività anziché liquidata, il ricorso alla sospensione delle azioni dei creditori può non risultare adeguato, in quanto i flussi finanziari in uscita a breve termine relativi a spese che devono essere sostenute dopo la data in cui la sospensione avrebbe effetto sono superiori ai flussi in entrata e, in aggiunta, non è ragionevolmente disponibile alcun finanziamento ponte. In tale situazione, la liquidazione è inevitabile. Tali casi rendono particolarmente urgente la necessità di affrontare tempestivamente la crisi.

Raccomandazione #5.1 (*Domanda di sospensione delle azioni dei creditori*). Il debitore dovrebbe richiedere una sospensione solamente in presenza di un valore da preservare, connesso alla continuazione dell'attività d'impresa. Il grado di certezza riguardo all'esistenza del presupposto di un valore insito nella continuità aziendale dovrebbe essere più elevato quando la sospensione richiesta abbia una lunga durata, qualora questa sia stata prorogata a seguito di una precedente domanda, ovvero qualora la procedura di revoca della sospensione può risultare onerosa per i creditori.

Raccomandazione #5.2 (*Proiezione dei flussi di cassa durante la sospensione*). Prima di domandare la sospensione, il debitore deve elaborare una proiezione dei flussi di cassa che indichi in dettaglio quali saranno i flussi di cassa in entrata e in uscita durante il periodo di sospensione delle azioni dei creditori. Tale proiezione deve tener conto della probabilità che i fornitori applichino condizioni commerciali più rigide (eventualmente, richiedendo al debitore di essere pagati in contanti) e, se disponibili, di finanziamenti ponte.

Raccomandazione #5.3 (*Neutralizzazione di una dannosa sospensione delle azioni dei creditori*). Se i flussi finanziari in uscita, previsti nel breve termine, sono superiori ai flussi in entrata e non sono ragionevolmente disponibili finanziamenti ponte, il debitore deve astenersi dal richiedere una sospensione e deve ricorrere rapidamente alla migliore opzione disponibile per preservare il valore dell'impresa, sia mediante la continuazione che la liquidazione dell'impresa.

Indicazione di policy #5.1 (*Sospensione delle azioni dei creditori*). La legge dovrebbe attribuire ad un tribunale il potere, su istanza del debitore, di concedere una sospensione delle azioni dei creditori per facilitare i tentativi di ristrutturazione e le trattative. L'ordinanza iniziale di sospensione, la decisione del tribunale di non porre fine alla sospensione nonostante le istanze dei creditori e qualsiasi proroga della sospensione dovrebbero dipendere dalla valutazione riguardo la vantaggiosità della sospensione per i creditori nel loro insieme.

1.3. Negoziati e tutela delle transazioni connesse alle negoziazioni

Indipendentemente dalla concessione di una sospensione, la continuazione dell'attività mentre le negoziazioni sono in corso richiede che il debitore sia in grado di effettuare le proprie operazioni ordinarie (ad esempio pagare lavoratori e fornitori), nonché le operazioni specificamente finalizzate a favorire le trattative (ad esempio pagare i compensi e le spese ragionevoli dei consulenti). A tal fine, le controparti del debitore dovrebbero poter contare sulla protezione di tali operazioni, se ciò risulti equo, nel caso di una successiva procedura di insolvenza, che si apra a seguito del fallimento del tentativo di ristrutturazione. In alcuni ordinamenti, ciò deriva dai requisiti previsti per le azioni revocatorie, come il divieto di azioni revocatorie di pagamenti effettuati dal debitore a seguito del ricevimento di un corrispettivo equo (ad esempio, un determinato servizio o un asset).[96] Mentre in altre giurisdizioni, in cui tali transazioni potrebbero essere revocate in caso di fallimento della ristrutturazione,[97] è importante che la legge preveda un'esenzione espressa anche per tali casi.

Ciò è importante al fine di evitare che i terzi si astengano dal trattare con l'impresa non appena la crisi venga alla luce, una volta che l'impresa ha avviato i negoziati. Nessuno si assumerebbe razionalmente il rischio del successo del tentativo di ristrutturazione a meno che non sia già esposta nei confronti dell'impresa e/o non ottenga condizioni contrattuali che remunerino tale rischio. Di conseguenza, l'avvio delle trattative escluderebbe dal mercato la maggior parte delle imprese, anche se ancora solventi in termini di flusso di cassa, impedendo così la continuazione dell'attività d'impresa durante le trattative, rendendo impossibile l'ottenimento di una consulenza professionale richiesta e determinando, in ultima analisi, la non fattibilità del tentativo di ristrutturazione.

Alla luce di quanto sopra, la legge dovrebbe prevedere eccezioni e/o meccanismi che consentano ai terzi di fare affidamento sugli effetti delle operazioni compiute durante le trattative di ristrutturazione. È consigliabile che la legge stabilisca direttamente esenzioni per alcuni tipologie di transazioni chiaramente finalizzate a rendere possibili le trattative di ristrutturazione (ad esempio, pagamenti di lavoratori e fornitori strategici, compensi e spese ragionevoli nella ricerca di una consulenza professionale). La legge dovrebbe anche includere una disposizione che preveda una eccezione più ampia (quale risultato della configurazione dei requisiti generali per l'esperimento delle azioni revocatorie o nella forma di un'esenzione dalla revocatoria) per tutte le altre operazioni che, pur non essendo specificamente esentate, sono effettuate per consentire la prosecuzione delle negoziazioni con riferimento ad un tentativo di ristrutturazione che non appaia, *prima facie*, non fattibile.[98]

Non è consigliabile che la legge subordini l'esenzione e/o l'inopponibilità delle azioni revocatorie all'omologa dell'accordo di ristrutturazione da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa competente. Tale soluzione, adottata da alcune giurisdizioni e, potenzialmente, quella

[96] Questa è la scelta operata dal legislatore tedesco. Si veda s. 142 InsO.

[97] È il caso dell'art. 67, comma 2, della legge fallimentare italiana, che prevede la revocabilità delle operazioni che abbiano avuto luogo sei mesi prima dell'inizio della liquidazione giudiziaria se il curatore fallimentare fornisce la prova che la controparte era (o avrebbe dovuto essere) a conoscenza dell'insolvenza del debitore.

[98] Un'alternativa potrebbe essere quella di prevedere che l'autorità giudiziaria o amministrativa, su istanza del debitore, possa concedere un'esenzione per le operazioni non espressamente esentate dalla legge, se il debitore fornisce la prova che l'operazione è utile per ulteriori trattative riguardanti un tentativo di ristrutturazione che non appaia, *prima facie*, non fattibile. Tuttavia, tale soluzione non appare ottimale, in quanto potrebbe oberare ulteriormente i tribunali o (data anche l'urgenza di tali decisioni) diventare una procedura di autorizzazione in serie senza un adeguato controllo, ciò che inviterebbe a commettere abusi.

scelta dal legislatore europeo,[99] neutralizza solo in parte il rischio sostenuto dai terzi per il successo del tentativo di ristrutturazione. Infatti, coloro che trattano con l'impresa durante le negoziazioni continuano a condividere il rischio, al di là del loro controllo, che le trattative di ristrutturazione siano interrotte o, in ogni caso, non portino ad un accordo omologato, mentre saranno esonerati dal rischio di non attuazione dell'accordo di ristrutturazione solamente una volta che questo sia omologato.[100]

L'obiettivo, legittimo, di invocare la revocatoria e/o l'invalidità di operazioni effettuate quando non vi era alcuna ragionevole prospettiva di raggiungere un accordo di ristrutturazione e di ottenerne l'omologa dovrebbe essere perseguito in altro modo. Invalidare la protezione di tutte le operazioni ragionevolmente effettuate per promuovere un accordo di ristrutturazione, il quale alla fine non è stato raggiunto od omologato, risulterebbe "eccessivo". L'esenzione dalla revocatoria e/o dall'invalidità dovrebbe essere revocata solo in relazione alle transazioni ritenute fraudolente o comunque compiute in mala fede.[101]

<u>Indicazione di policy #5.2</u> (*Protezione contro la revocatoria e l'invalidità*). La legge dovrebbe fornire una protezione contro il rischio di un'azione revocatoria e/o invalidità di transazioni ragionevoli, effettuate durante le negoziazioni e finalizzate a rendere possibili le negoziazioni aventi ad oggetto la ristrutturazione, prevedendo esenzioni o definendo, conseguentemente, i requisiti per la revocabilità e/o invalidità.

1.4. Negoziati e finanziamenti ponte

I finanziamenti ponte contribuiscono a mantenere la solvibilità dell'impresa mentre il debitore negozia con i creditori. Come già evidenziato, i finanziamenti ponte perseguono lo stesso obiettivo della sospensione, ossia la conservazione del valore per i creditori e possono essere ottenuti dal debitore indipendentemente da una sospensione, ovvero unitamente a quest'ultima.

Tuttavia, il finanziamento di un debitore in difficoltà comporta gravi rischi:

---

[99] Ai sensi dell'art. 17, par 1 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni preventive "*le operazioni effettuate per favorire la negoziazione di un piano di ristrutturazione omologato da un'autorità giudiziaria o amministrativa o strettamente connesse a tali negoziazioni non possono essere nulle, revocabili o dichiarate inopponibili in quanto atti pregiudizievoli per la massa dei creditori nel contesto di procedure concorsuali successive* ". Dal linguaggio di tale disposizione non risulta chiaro se le operazioni "*strettamente connesse a tali negoziazioni*" non possano, in ogni caso, essere *"dichiarate nulle, revocate o inopponibili*", indipendentemente dalla omologa da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa.

La disposizione del progetto di Direttiva, che sembra subordinare la protezione delle "*operazioni connesse alla ristrutturazione*" alla (successiva) omologazione giudiziaria o amministrativa del piano di ristrutturazione (Art. 17), sembra incoerente con la disposizione sul "*finanziamento ponte*" (Art. 16), che non qualifica l'omologa giudiziaria o amministrativa come condizione per la concessione della protezione, anche se il finanziamento ponte è solo un tipo particolare di operazione connessa alla ristrutturazione.

[100] La concessione di una protezione ai terzi, indipendentemente dall'adozione e dalla omologa del piano, potrebbe, a prima vista, essere percepita come iniqua nei confronti dei creditori che hanno subito una riduzione di valore a seguito dell'operazione (ossia quei creditori il cui recupero sarebbe stato più elevato se l'operazione connessa alla ristrutturazione fosse stata evitata). Tuttavia, se la legge consente di revocare tali operazioni, i terzi che si fanno carico di un rischio aggiuntivo potrebbero o (i) non negoziare con il debitore, in quanto sarebbe irrazionale che essi non siano remunerati per tale rischio aggiuntivo, o (ii) fingere che tale rischio aggiuntivo sia remunerato, con la conseguenza di portare a termine operazioni che saranno poi considerate inique e, quindi, più probabilmente revocate.

[101] Il progetto di Direttiva sulla Ristrutturazione Preventiva prevede già che l'esenzione debba riguardare soltanto le operazioni che non sono state "*effettuate in modo fraudolento o in mala fede*" (Art.17, par. 1), giustificando in tal modo la rimozione della disposizione che prevedere l'omologa giudiziaria o amministrativa dell'accordo di ristrutturazione come condizione per la protezione delle operazioni effettuate durante le trattative.

1) il finanziamento può distruggere valore, fornendo ad un debitore senza speranza nuovo "combustibile da bruciare". La liquidazione potrebbe quindi realizzarsi con un minor numero di assets rimasti per i creditori e/o con un maggior numero di debiti da soddisfare per mezzo del patrimonio del debitore;
2) il finanziatore potrebbe dover farsi carico dei rischi di recupero del credito, in quanto il debitore potrebbe non essere in grado di rimborsare il finanziamento ricevuto e la garanzia, qualora fosse presente, potrebbe essere soggetta a revocatoria.

Pertanto, dal punto di vista del debitore, il finanziamento ponte dovrebbe essere richiesto solo quando quest'ultimo è convinto che sia nell'interesse dei creditori. Tale convinzione deve essere forte e fondata su dati e analisi indipendenti quando l'importo del finanziamento è suscettibile di influire sul risultato della liquidazione.

Dal punto di vista del creditore, la concessione di finanziamenti ponte comporta di norma un rischio di recupero. Salvo il caso in cui la legge riduca o neutralizzi il rischio di recupero del finanziatore (cfr. *infra*), nessun creditore ragionevole, sia esso un creditore già esposto o un operatore esterno del mercato, concederebbe un nuovo finanziamento a meno che non abbia la ragionevole certezza che il debitore lo restituirà (certamente i creditori già esposti hanno una posizione che li induce ad essere più propensi a concedere finanziamenti rispetto ai creditori esterni). Il finanziatore è un operatore di mercato che non valuta solo il patrimonio del debitore in una prospettiva statica, ma valuta anche le prospettive future dell'attività una volta ristrutturata. Pertanto, quando un finanziatore concede un finanziamento ponte, ciò segnala chiaramente che il tentativo di ristrutturazione merita di essere sostenuto.

Poiché la finanza ponte può contribuire a preservare il valore dell'impresa, la legge può aiutare il debitore ad ottenerla riducendo il rischio sostenuto dal finanziatore. A tal fine, la legge può concedere al finanziatore in questione un'esenzione dalle azioni revocatorie e di responsabilità e/o prevedere una priorità di soddisfacimento del suo credito (cfr., ad esempio, l'Articolo 16 del progetto di Direttiva).

Tuttavia, la protezione dei finanziamenti ponte dal rischio di recupero può produrre alcuni risultati indesiderati, in particolare la perdita della capacità di segnalazione sopra descritta, laddove ciò consente di continuare un'attività che dovrebbe invece essere cessata, in quanto il tentativo di ristrutturazione non è redditizio/credibile. Questi effetti indesiderati sono parzialmente attenuati dalla circostanza che, secondo alcuni principi giuridici generali comuni alla maggior parte delle giurisdizioni, la misura di protezione del finanziatore di cui sopra non opererebbe qualora vi siano prove che il finanziamento ponte è stato concesso fraudolentemente o in mala fede.[102]

<u>Raccomandazione #5.4</u> (*Sussistenza delle condizioni per il finanziamento ponte*). I finanziamenti ponte dovrebbero essere ricercati solo quando il debitore valuta, sulla base di dati affidabili e, se possibile, della consulenza di esperti, che ciò è nell'interesse dei creditori, in particolare al fine di preservare il valore dell'impresa.

[102] Il progetto di Direttiva stabilisce espressamente che "*i nuovi finanziamenti e i finanziamenti ponte non possono essere dichiarati nulli, revocabili o invalidi quali atti pregiudizievoli per la massa dei creditori nell'ambito di successive procedure concorsuali, a meno che tali operazioni non siano state effettuate in modo fraudolento o in mala fede... Coloro che concedono nuovi finanziamenti e finanziamenti ponte in un processo di ristrutturazione sono esonerati dalla responsabilità civile, amministrativa e penale in caso di successiva insolvenza del debitore, a meno che tali finanziamenti non siano stati concessi in modo fraudolento o in malafede*" (Art. 16, par. 1 e 3).

2. Informazione e cooperazione

2.1. La necessità di un "pacchetto informativo" completo

Una questione emersa costantemente nello studio empirico qualitativo è la necessità che il debitore fornisca ai creditori informazioni adeguate, al fine di consentire loro di decidere in modo informato e tempestivo.

In generale, sono necessarie informazioni affidabili e aggiornate per redigere un piano adeguato. Le imprese devono disporre di adeguati sistemi di segnalazione (si veda il Capitolo 1) che consentano di individuare tempestivamente le situazioni di emergenza e di fornire dati aggiornati, con un livello di dettaglio sufficiente per progettare il piano in modo sufficientemente sofisticato.

Tuttavia, *disporre* dei dati non è sufficiente. Nell'elaborare un piano di ristrutturazione, i debitori devono sempre essere consapevoli che si rivolgono a creditori e ad altri terzi (a seconda dei casi: consulenti, amministratori di procedure d'insolvenza, tribunali) che potrebbero non essere immediatamente a conoscenza di tutti i dettagli dell'impresa e degli aspetti e delle implicazioni del piano. Le informazioni relative all'impresa e al piano devono, pertanto, non solo essere affidabili, aggiornate e complete, ma anche essere presentate in modo tale da essere facilmente comprensibili e trattare tutti gli aspetti di interesse per i creditori e per i terzi.

La completezza del "pacchetto informativo" presuppone un altro aspetto fondamentale, ossia la tempestività delle risposte da parte dei creditori. I piani di ristrutturazione richiedono quasi sempre l'approvazione di almeno una parte dei creditori, quale condizione preliminare del piano stesso. Tuttavia, la completezza dell'insieme delle informazioni, pur risultando in ogni occasione di grande importanza, diventa fondamentale quando i negoziati avvengono al di fuori di procedimenti formali. In presenza di un procedimento formale, con scadenze fisse ed una sede in cui i creditori possono esprimere il proprio voto o, in ogni caso, esprimere la propria posizione, è il procedimento stesso a risolvere la questione avente ad oggetto la tempestività. Al contrario, al di fuori dei procedimenti formali, è ancora più importante che il debitore adotti spontaneamente un approccio tempestivo e trasparente fin dall'inizio, soprattutto per quanto riguarda le informazioni che sono fornite ai creditori.

Un'altra questione che viene generalmente sollevata è rappresentata dalla difficoltà per le imprese di ricevere risposte complete e definitive in tempi ragionevoli, in particolare da parte delle banche e di altri creditori finanziari. Naturalmente, quasi ogni ristrutturazione implica il coinvolgimento e la partecipazione di creditori istituzionali, in particolare di banche. Tali difficoltà aumentano (i) quando vi sono più creditori o, in ogni caso, il valore medio di ciascun credito non è elevato, come spesso accade in alcune giurisdizioni (tipicamente, in Italia ed in Spagna, dove solitamente le imprese ricorrono a diverse banche, poste su un piano di parità, anche per l'ottenimento di linee di credito nel normale svolgimento dell'attività e non vi è una banca leader, come accade invece altrove, ad esempio in Germania, e vi è la presenza di un maggior numero di micro e piccole imprese), e (ii) in tempi di crisi, quando le banche ricevono un numero elevato di richieste. A tale riguardo, le norme regolamentari che stabiliscono i requisiti per le banche in materia di riserve per far fronte ai crediti deteriorati possono esercitare un'influenza significativa con riferimento agli incentivi per le banche finanziatrici ed il debitore durante le negoziazioni.[103]

[103] Cfr. *infra* par. 3 per una valutazione degli effetti degli incentivi posti dalle norme regolamentari sulle riserve relative ai crediti deteriorati. Vale la pena ricordare che tali incentivi potrebbero produrre un effetto positivo favorendo

Si noti che la tempestività è essenziale non solo per il debitore, ma per l'intero processo di ristrutturazione. Il tempo gioca un ruolo cruciale nell'affidabilità ed efficacia del piano: non è raro che, a causa di difetti e ritardi nel processo di negoziazione, i piani redatti tenendo conto di un determinato orizzonte temporale non corrispondano più alla situazione attuale quando i creditori approvano il piano, in quanto il contesto in cui questo doveva trovare applicazione è mutato. Anche l'attuazione del piano è, ovviamente, immediatamente influenzata.

La disponibilità di informazioni accurate, complete e comprensibili (a) è un prerequisito per l'elaborazione di un buon piano e (b) può facilitare il ricevimento di risposte positive, o almeno tempestive, da parte dei creditori, in particolare da parte dei creditori finanziari.

Risposte tempestive da parte dei creditori producono un effetto positivo nella misura in cui rendono possibile:

(1) l'abbandono, fin dall'inizio, di piani che appaiono lacunosi o comunque irrealizzabili, evitando ulteriori costi e danni per i creditori e facilitando l'accesso ad una procedura concorsuale formale;

(2) la correzione ed il miglioramento del piano, quando ciò è fattibile o, almeno, così appare (ovviamente, per poter risultare utili tali modifiche dovrebbero essere effettuate tempestivamente);

(3) l'aumento delle probabilità di successo di un piano fattibile ed equilibrato.

L'esatto contenuto delle informazioni da fornire ai creditori e ai terzi varia da un caso all'altro. Tuttavia, non dovrebbero mancare alcune informazioni di base, quali:

- le cause della crisi, con la precisazione, se ciò è possibile, dell'origine della crisi: ossia se questa ha origini principalmente finanziarie o meno;

- la situazione iniziale: tutte le informazioni e i dati relativi al debitore devono essere illustrati in modo chiaro e oggettivo. Tali dati dovrebbero basarsi su una qualche forma di verifica di un professionista;

- una descrizione sintetica del piano proposto;

- una descrizione più dettagliata degli aspetti fondamentali del piano, con particolare attenzione agli elementi chiave (quali l'importo minimo del debito che dovrà essere ridotto o rinegoziato, l'importo minimo richiesto per l'accettazione da parte dei creditori, se il piano prevede la continuazione diretta dell'attività, ecc.) ed i rischi (inclusi i rischi legali):

- le informazioni finanziarie

- le informazioni finanziarie prospettiche, incluse le proiezioni dei flussi finanziari ipotizzati;

- gli elementi fondamentali del piano.

Una descrizione maggiormente dettagliata di alcuni elementi del piano sopra descritto è contenuta nell'Art. 8 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni.

Durante la fase negoziale, il piano non deve essere necessariamente completo e, quindi, sarà sufficiente una bozza di piano. Tuttavia, è importante che le informazioni di base siano fornite fin

una reazione rapida da parte della banca ma, allo stesso tempo, creando un incentivo per il debitore a rallentare i negoziati, poiché più il tempo passa, più aumenta il suo potere nei negoziati con le banche.

dall'inizio, in modo che i creditori possano formulare immediatamente un parere sul piano. Qualsiasi ritardo in tal senso può comportare il rinvio della ristrutturazione e, conseguentemente, l'avvio di negoziati quando non è più possibile una "inversione di rotta" o, comunque, quando le condizioni del debitore si sono già deteriorate.

Una volta che i negoziati sono iniziati, non appena sia possibile, il debitore dovrebbe:

(a) preparare le informazioni da comunicare ai creditori, in particolare ai creditori finanziari, e la relativa documentazione a supporto di tali informazioni;

(b) condurre le trattative in buona fede; in cambio, i creditori dovrebbero valutare prontamente e criticamente le informazioni ricevute e richiedere ulteriori informazioni e documenti, se ciò risulti necessario;

(c) definire il piano in tutti i suoi dettagli, calibrarlo e definire le proposte da presentare ai creditori;

(d) se il piano include la continuazione dell'attività, evidenziare se sono necessari accordi di moratoria o finanziamenti aggiuntivi per l'avanzamento del piano. Occorre prestare particolare attenzione ai motivi per cui è necessario un nuovo finanziamento (con riferimento al miglior interesse dei creditori);

(e) evidenziare gli eventuali contributi da parte degli azionisti o di terzi investitori (sotto forma di capitale di rischio o di linee di credito), ovvero indicare le ragioni per cui non è possibile richiederli.

Più in generale, il debitore dovrebbe essere in grado di fornire ai creditori o alle altre parti interessate che ne facciano richiesta tutti i documenti giustificativi necessari.

2.2. Disclosure e buona fede

Quando è necessario un piano di ristrutturazione, il debitore è in difficoltà. Ciò comporta la modifica dei normali rapporti tra il debitore e i suoi creditori o controparti contrattuali. La misura in cui ciò avviene, tuttavia, dipende in primo luogo dalla gravità della crisi.

In generale, gli amministratori hanno il dovere di ridurre al minimo le perdite per i creditori (e, precisa l'Art. 18 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni, per i lavoratori, gli azionisti e gli altri stakeholder).[104] In che modo ciò si traduce in un obbligo di divulgazione di tutte le informazioni rilevanti? In altre parole, gli amministratori, i quali agiscono nell'interesse degli azionisti (che li hanno nominati), possono impegnarsi strategicamente con i creditori e violare un obbligo di informazione che non sono tenuti a rispettare per legge? La negoziazione con i creditori si basa sullo stesso modello quando l'impresa non è in difficoltà?

La risposta è probabilmente no. I creditori sono controparti vincolate al debitore e viene loro richiesto di rinunciare a qualcosa che avevano contrattato. Il debitore, frequentemente, starà già violando il relativo contratto o starà per farlo; l'unica questione che si pone in una ristrutturazione è l'entità di tale violazione. I creditori non hanno alternative adeguate alla negoziazione, poiché il recupero del credito non è un'opzione legale (in caso di sospensione delle azioni dei creditori e di

[104] Si noti che l'obiettivo di minimizzare le perdite, riferito agli stakeholder con interessi molto diversi, è solo apparentemente unitario. In effetti, in virtù dell'Art. 18, gli amministratori possono spesso essere soggetti a doveri contrastanti la cui importanza non è classificata dal progetto di Direttiva. A tale riguardo, si vedano le modifiche suggerite al progetto di Direttiva.

apertura di un procedimento collettivo) o di fatto (il patrimonio del debitore risulta già insufficiente). Dato che tale negoziazione non avviene tra parti libere di scegliere la propria controparte ed è, quindi, in qualche misura coercitiva e considerato che vi è anche un problema di azione collettiva in presenza di più creditori, è possibile affermare che, una procedura ed una *disclosure* adeguate, sono strumenti adatti a mitigare tali problemi.

Tuttavia, vi sono alcune sfumature di cui deve essere tenuto conto. Non vi è dubbio che il debitore debba negoziare in buona fede, ancor più che nell'ambito di trattative ordinarie. Molte legislazioni nazionali prevedono un obbligo analogo sia con specifico riferimento alla ristrutturazione sia, più comunemente, come principio generale (è il caso, ad esempio, dell'art. 1375 del Codice civile italiano, dell'art. 7 del Codice civile spagnolo, o dell'art. 242 del Codice civile tedesco.). Non è, tuttavia, ovvio se i debitori abbiano un dovere di totale lealtà nei confronti dei creditori, che certamente non avrebbero qualora non fossero in una situazione di crisi. Se il patrimonio netto non è stato completamente azzerato, gli amministratori continuano ad avere un obbligo di massimizzazione del valore per gli azionisti, senza causare ulteriori perdite ai creditori. Pertanto, è possibile sostenere che gli amministratori non debbano rivelare il proprio "prezzo finale" quando negoziano con i creditori. Tuttavia, anche supponendo che il capitale *sia stato* completamente eroso, gli amministratori possono ancora mantenere un dovere di non rivelare *tutte* le circostanze a tutti i creditori, perché ciò potrebbe vanificare il risultato ottimale complessivo del piano di ristrutturazione, soprattutto quando questi negoziano senza la protezione di una sospensione delle azioni dei creditori: ma non solo. Rivelare troppe informazioni ai creditori potrebbe far fallire le trattative a causa del comportamento opportunistico di alcuni creditori o, semplicemente, per mancanza di coordinamento tra di loro.

Tali situazioni, tuttavia, non ricorrono frequentemente. In generale, pertanto, è possibile affermare che i debitori hanno l'obbligo di comunicare tutte le informazioni rilevanti ai creditori e alle altre parti interessate, in modo chiaro e completo.

2.3 Cooperazione da parte dei creditori?

I creditori dovrebbero negoziare in buona fede con il debitore. È tuttavia discutibile che i creditori abbiano l'obbligo di cooperare anche quando la legge non prevede strumenti coercitivi. Ad esempio, un creditore può comportarsi in modo opportunistico in assenza di un meccanismo coercitivo? Un creditore può rifiutarsi di accettare (ed affondare) un piano di ristrutturazione che potrebbe migliorare la sua condizione solo perché vuole mantenere la sua reputazione di "controparte inflessibile"?

Con ogni probabilità, buona fede non significa che i creditori debbano effettivamente *cooperare* con il debitore. Fintanto che questi ultimi non si approfittano di una posizione che possono aver acquisito durante le trattative, nonché delle informazioni ottenute dal debitore durante le trattative e questi non sono in una situazione di conflitto di interessi, i creditori dovrebbero essere liberi di perseguire il proprio interesse personale, il quale può differire da una definizione standard di ciò che dovrebbe costituire il loro interesse (ossia, l'interesse di un creditore medio nella stessa posizione). L'adozione di un comportamento opportunistico, probabilmente, dovrebbe essere scongiurata solo mediante una decisione a maggioranza unitamente, se previsto, al criterio del miglior interesse del creditore, nonché con interventi specifici volti a garantire che il voto del creditore (o la

sua partecipazione al processo decisionale) sia "leale", ossia che il creditore non abbia interessi "esterni", ma agisca nel proprio interesse *quale creditore di quel debitore*.[105]

A parte tali limiti, vi è il rischio che, ampliando l'ambito di applicazione del principio di buona fede e facendo derivare da essa un obbligo di cooperare con il debitore, limitando ogni forma di dissenso che differisca dal (presunto) miglior interesse di un creditore medio, si conferisca eccessiva discrezionalità ai tribunali o alle autorità preposte al controllo dei piani. Al contrario, i tribunali dovrebbero sempre rimettersi alla decisione libera e non in conflitto di coloro i cui interessi sono in gioco, anche se ciò comporta un esito non ottimale nel caso specifico.

<u>Raccomandazione #5.5</u> (*Rapporti con i creditori durante le trattative*). Specialmente qualora il piano di ristrutturazione che il debitore intende presentare ai creditori richieda il consenso individuale di questi ultimi, il debitore dovrebbe fornire ai creditori interessati, fin dall'inizio delle trattative, informazioni adeguate e aggiornate sulla crisi e sulle sue possibili soluzioni. Dovrebbero essere fornite informazioni sulle cause della crisi, una descrizione del piano e dei suoi elementi e presupposti fondamentali, nonché informazioni finanziarie riguardanti il passato ed il futuro.

3. Rapporti con banche e istituti di credito

3.1. Il ruolo speciale delle banche nelle ristrutturazioni aziendali

Le banche sono una categoria speciale di creditori. Forse ad eccezione delle microimprese in alcune giurisdizioni, esse detengono spesso una quota considerevole del debito dell'impresa, ciò che le rende una controparte fondamentale nella negoziazione dei piani di ristrutturazione. Possono anche agire come nuovi finanziatori, la cui decisione di sostenere finanziariamente un tentativo di ristrutturazione attraverso finanziamenti ponte o "nuovi" (successivi all'omologa) può risultare cruciale per il suo successo e, in ultima analisi, per la sopravvivenza del debitore in crisi.

L'approccio delle banche alla ristrutturazione può pertanto influenzare profondamente l'esito di una strategia di gestione delle crisi. Tuttavia, le decisioni dei creditori finanziari in questo campo non sono pienamente discrezionali e i debitori devono essere consapevoli dei vari elementi (fattuali e normativi) che - dato l'attuale contesto normativo - possono influenzare la disponibilità delle banche ad avviare trattative costruttive in occasione della presentazione di un piano di ristrutturazione.[106]

Il contesto bancario è notevolmente cambiato a seguito delle crisi finanziarie e sovrane nell'Unione europea. Sono emerse preoccupazioni in merito alle politiche di tolleranza e alla gestione delle esposizioni deteriorate (NPE, non-performing exposures) in tutta l'UE, in quanto le norme allora vigenti in materia sono state considerate quali fattori che hanno impedito alle banche di riconoscere

[105] È molto difficile distinguere con precisione tra interessi esterni legittimi (ad esempio, per gli operatori professionali, come le banche, nel trasmettere un messaggio al mercato che massimizzi il recupero dell'intero portafoglio, pur impedendo l'adozione di un piano di ristrutturazione realizzabile e incidendo quindi negativamente sul tasso di recupero nel caso specifico) e interessi esterni che possono non essere legittimamente perseguiti a scapito di altri creditori (ad esempio, conducendo volontariamente l'impresa verso l'insolvenza allo scopo di attivare un *credit default swap*).

[106] La "specialità" delle banche è dovuta principalmente al fatto che la concessione di finanziamenti è l'attività principale di tali enti ed è un'attività soggetta a vincoli normativi a causa del suo legame con l'interesse pubblico. Poiché le esposizioni creditizie incorporano elementi di rischio, le normative applicabili impongono ai finanziatori di riflettere tali rischi a livello patrimoniale (ad esempio, mediante coefficienti patrimoniali ed accantonamenti) e di adattare la propria organizzazione interna al fine di monitorare e contenere efficacemente i rischi del credito. Ciò a sua volta influisce sul modo in cui le banche possono reagire quando trattano con controparti in crisi.

tempestivamente la riduzione di valore del debito pendente e che hanno, pertanto, contribuito all'enorme aumento delle esposizioni rischiose nei bilanci delle banche.

In particolare, l'UE ha adottato una serie di nuove norme e regole volte a garantire che le banche perseguano strategie tempestive nella gestione dei crediti deteriorati (NPLs, non-performing loans)[107] e cancellino i crediti inesigibili dai propri bilanci, principalmente allo scopo di far fronte al carico di crediti deteriorati in una prospettiva di "emergenza" - amplificata in numero e dimensioni dalla stagnazione del mercato del credito alle imprese - e di prevenire un ulteriore aumento dell'importo dei crediti deteriorati applicando lo stesso approccio di emergenza. A tal riguardo, le modifiche più rilevanti, apportate di recente, riguardano i seguenti aspetti:

i) l'introduzione di nuove norme contabili per aumentare la trasparenza dei bilanci delle banche,[108]

ii) una convergenza a livello europeo, in parte ancora da realizzare, sulle nozioni di "tolleranza" e di "esposizioni deteriorate",[109]

iii) fissazione di nuovi requisiti legislativi per garantire il rispetto delle disposizioni comuni riguardanti le soglie degli NPL (ossia l'importo di capitale di rischio che deve sussistere a copertura dei prestiti - a seconda della categoria di rischio).[110]

Al contempo, le autorità di vigilanza dell'UE hanno emanato orientamenti basati sulle best practice in materia di gestione degli NPL, al fine di sollecitare le banche a monitorare la propria esposizione creditizia durante l'intero corso del rapporto con i debitori, nonché ad adottare misure tempestive qualora emergano segnali di sofferenza.[111]

---

[107] Nel linguaggio della BCE (NPL Guida ed Addendum), "NPL" e "NPE" sono utilizzati in modo intercambiabile.

[108] Nel 2014 l'International Accounting Standards Board (IASB) ha pubblicato l'IFRS 9 *Financial Instruments*, che include un nuovo principio per la copertura delle perdite sui prestiti basato sulle "perdite attese sui crediti" (ECL, expected credit losses).

[109] La convergenza riguardo alla definizione è stata finora raggiunta ai fini delle segnalazioni alle autorità di vigilanza, conformemente al regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione, del 16 aprile 2014, che stabilisce gli standard tecnici di esecuzione per quanto riguarda le segnalazioni alle autorità di vigilanza degli enti conformemente al regolamento (UE) n. 575/2013, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali degli enti (CRR). La convergenza dovrebbe tuttavia essere presto estesa al quadro prudenziale nell'ambito di un pacchetto di misure da adottare per affrontare il problema delle sofferenze nazionali in Europa (cfr. la comunicazione della Commissione dell'11 ottobre 2017 sul completamento dell'Unione bancaria). In particolare, una proposta di regolamento della Commissione che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 con riferimento alla copertura minima delle perdite per le esposizioni deteriorate - COM(2018) 134 definitivo; d'ora in poi, il Regolamento di Modifica del CRR - prevede l'introduzione nel CRR di una nuova definizione di NPE, basata in larga misura sull'attuale quadro stabilito nel regolamento di esecuzione (UE) n. 680/2014 della Commissione. Nel CRR saranno aggiunte disposizioni per definire il concetto di "misure di tolleranza" nonché in relazione ai casi in cui gli NPE soggetti a misure di tolleranza cessino di essere classificati come NPE. Merita rilevare che, in contrasto con gli orientamenti della BCE, il regolamento di modifica del CRR non tratta gli NPL "ereditati" dal passato, ma include ancora discutibilmente l'"approccio di emergenza" ai sensi della Guida per la gestione "ordinaria" del credito.

[110] Il proposto Regolamento di Modifica del CRR imporrà un "primo pilastro" riguardante il minimo regolamentare per la copertura degli NPE da parte delle banche dell'UE - che dovrebbe applicarsi a tutte le esposizioni originate dopo il 14 marzo 2018. Il mancato rispetto di tale soglia di dotazione comporterà detrazioni dalle voci del capitale di base di classe 1 ("CET1").

[111] Il 20 marzo 2017 la BCE ha pubblicato la *Guidance to banks on non performing loans* destinata agli enti creditizi soggetti alla sua vigilanza diretta nell'ambito del meccanismo di vigilanza unico ("istituzioni significative"). Tale guida presenta le aspettative della BCE e le migliori raccomandazioni sul trattamento degli NPL. Nel contesto dei requisiti pubblicati, le banche dovrebbero ridurre il loro portafoglio di NPL applicando standard uniformi, migliorando in tal modo la gestione e la qualità dei loro assets. Nel marzo 2018 è stato pubblicato un addendum alla Guida che riguarda le

Infine, la Commissione ha recentemente proposto una Direttiva sui servizi di credito, sugli acquirenti dei crediti e sull'escussione delle garanzie, allo scopo di sviluppare un mercato secondario dell'UE per gli NPL e, dunque, garantire un processo di recupero più efficiente del valore per i creditori garantiti attraverso procedure di esecuzione extragiudiziale accelerate (d'ora in poi, la *Direttiva sui Servizi di Credito*).[112]

In tale scenario mutevole, la disponibilità delle banche a partecipare ai programmi di formazione delle imprese e, più in generale, il loro atteggiamento nei confronti dei tentativi di ristrutturazione sono stati profondamente influenzati e dovrebbero cambiare ulteriormente. Questa tendenza è confermata dai risultati nazionali. Essi dimostrano che le norme prudenziali in materia di NPL sono diventate il principale criterio delle banche nella valutazione dei piani di ristrutturazione, in quanto mantenere gli NPL nel proprio bilancio risulta sempre più costoso per le banche.

3.2. Vincoli legali riguardo le misure di tolleranza e requisiti prudenziali per le riserve relative agli NPL

3.2.1. Un quadro prudenziale in parte incompatibile con la "cultura del salvataggio"

L'intensificazione della regolamentazione riguardante la gestione degli NPL (in particolare, mediante l'adozione di orientamenti maggiormente rigorosi in materia di vigilanza e con riferimento ai requisiti patrimoniali) ridurrà probabilmente il margine delle banche in relazione alle concessioni senza un corrispettivo immediato (ossia senza effetti tangibili sul proprio bilancio). Alla luce dell'attuale contesto normativo è possibile attendersi che le banche siano indotte, in primo luogo, a valutare come liberare rapidamente il proprio bilancio dal peso delle esposizioni a rischio, anche laddove tali soluzioni non comportino la massimizzazione del valore attuale dell'esposizione.

Il rischio rappresentato dal raggiungimento di un risultato non ottimale è aggravato da un elevato grado di incertezza riguardante l'importo delle riserve prudenziali previste. Le norme proposte dalla Commissione nel progetto di Regolamento di Modifica del CRR sono parzialmente incoerenti con le aspettative della BCE espresse nell'Addendum del 2018. In particolare, gli indirizzi della BCE si applicano ai crediti esistenti, ossia a quelli classificati come NPE dopo l'1 aprile 2018, mentre le parallele disposizioni del proposto regolamento si applicheranno soltanto alle esposizioni sorte dopo il 14 marzo 2018.

Inoltre, merita rilevare che il quadro normativo avente ad oggetto gli NPL è profondamente influenzato dal fatto che quest'ultimo è stato concepito come una disciplina di emergenza (creata in risposta a una situazione straordinaria), la cui severità "draconiana" non risulta più giustificata in uno scenario ordinario post-recessione. Resta il fatto che allo stato - e a prescindere da eventuali riserve sul contenuto delle norme in questione - questo è il contesto normativo che gli operatori devono affrontare e le cui implicazioni, per quanto riguarda la ristrutturazione preventiva, devono essere valutate.

L'atteggiamento adottato dalle banche nel contesto della ristrutturazione può essere influenzato da una serie di fattori che sfuggono, in larga misura, al controllo e persino alla percezione del debitore. In particolare, il comportamento tenuto dalla banca nel corso delle trattative aventi ad

aspettative di copertura delle perdite. Per le "istituzioni meno significative" alcune autorità di vigilanza nazionali (ad esempio la Banca d'Italia) hanno adottato o stanno adottando indirizzi coerenti con gli orientamenti della BCE.

[112] Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di credito, all'acquisto di crediti e all'escussione delle garanzie - COM(2018)135, pubblicata il 14 marzo 2018.

oggetto la ristrutturazione è influenzato, non solo dall'importo o dalla natura del credito (garantito o meno), ma anche dalla situazione finanziaria generale della banca, dalla composizione e dalla solidità del suo portafoglio dei crediti, nonché dalla strategia interna riguardante gli NPL.

Conformemente ai recenti orientamenti di vigilanza, le banche sono inoltre invitate ad adottare numerose modifiche organizzative ed operative al fine di gestire in modo più efficace le esposizioni "problematiche" (ossia non solo quelle per le quali sono già state avviate procedure di insolvenza o esecutive, ma anche quelle a cui potrebbe essere ancora posto rimedio, in tutto o in parte, attraverso una ristrutturazione extragiudiziale, ovvero per mezzo di altre misure). Tali modifiche organizzative ed operative esercitano un impatto notevole sull'approccio delle banche alle negoziazioni volte alla ristrutturazione.

Ad esempio, le autorità di vigilanza raccomandano fermamente di:

- adottare strategie aventi ad oggetto gli NPL, nonché piani operativi che definiscano le opzioni per la loro gestione;[113]
- istituire unità dedicate alla gestione degli NPL, le quali devono essere separate dalle unità di erogazione del credito e che si interfacceranno con il debitore durante l'intero ciclo di vita degli NPL e assumeranno, in base alle linee guida, un approccio diverso durante ogni fase di tale ciclo. Tale misura eliminerebbe potenziali conflitti di interesse e il rischio di distorsioni nella valutazione della migliore strategia per affrontare un'esposizione problematica, garantirebbe la presenza di personale con competenze ed esperienza specifiche e standardizzerebbe l'approccio nella gestione del credito in situazioni di crisi dei debitori. Le altre conseguenze, meno dirette, di tale misura saranno una relazione tra banca e impresa più impersonale in caso di crisi sostituendo, in larga misura, le informazioni "soft" con punteggi ed altre tecniche di valutazione del rischio nella valutazione e gestione della crisi dell'impresa;[114]
- adottare, a livello interno, alcuni strumenti di monitoraggio del credito, procedure ed indicatori di allarme tempestivo (sia a livello di portafoglio che del singolo debitore), al fine di individuare tempestivamente segnali di deterioramento nella clientela. Viene altresì raccomandato alle banche di sviluppare specifici sistemi di allarme automatici a livello del soggetto finanziato, che dovrebbero attivarsi in caso di violazione di specifici indicatori di allarme tempestivo. Qualora si verifichino tali violazioni, le banche dovrebbero coinvolgere le unità dedicate alla gestione degli NPL al fine di valutare la situazione finanziaria del debitore e sviluppare soluzioni di recupero personalizzate in una fase molto precoce.[115]

---

[113] A titolo di esempio, approcci di "mantenimento e tolleranza" potrebbero dover essere combinati con riduzioni del portafoglio e modifiche nel tipo di esposizioni (ad esempio, scambio di titoli di debito con azioni, sostituzione di garanzie reali, azioni esecutive); inoltre, il piano operativo potrebbe consentire di svolgere solo determinate attività in un portafoglio segmentato.

[114] Tale approccio potrebbe essere percepito come un ostacolo al successo di una ristrutturazione del debito rispetto all'ipotesi in cui sono coinvolte le unità incaricate di concedere i finanziamenti ed in cui prevalgono le attività di banca relazionale. L'esperienza internazionale (come nel caso di Royal Bank of Scotland, cfr. R. MOKAL, A. DARR, "Internal Contractual Mechanisms for Address Insolvency: a case study of RBS", disponibile all'indirizzo www.codire.eu) e le analisi economiche sugli effetti di decisioni separate sulla ristrutturazione del debito e sull'uso sistematico di tecniche di *scoring* dimostrano che tali pratiche, al contrario, possono migliorare sostanzialmente la ristrutturazione finanziaria delle imprese redditizie (cfr. G. MICUCCI, P. ROSSI, "Debt Restructuring and the Role of Banks' Organizational Structure and Lending Technologies", (2017) 3 J in Financ Serv Res (51).

[115] È opportuno ricordare che tali aspettative degli organi di vigilanza sono volte a promuovere una condotta efficiente e prudente degli intermediari nella gestione dei rischi del credito; l'azione delle banche o la mancanza di iniziative appropriate al riguardo saranno valutate dalle autorità di vigilanza e potrebbero comportare azioni da parte di quest'ultima. Queste non possono, tuttavia, essere interpretate nel senso di imporre alle banche un obbligo specifico di

Ovviamente, l'esistenza di un sofisticato sistema interno alle banche di gestione delle esposizioni problematiche non impedisce al debitore di assumere autonomamente, prima del verificarsi di eventi indicatori della crisi (quali, ad esempio, arretrati iniziali), iniziative che possano attivare l'unità di gestione degli NPL della banca ed indurla a prendere contatti preliminari. Infatti, un debitore può sempre essere a conoscenza di alcuni eventi sensibili, sconosciuti ai creditori, che potrebbero incidere sulla solidità del rapporto di credito (cfr. Capitolo 1) e, in tal caso, dovrebbe immediatamente iniziare a pianificare una strategia di risposta, possibilmente con l'assistenza di consulenti finanziari.

Tuttavia, in tale contesto, un debitore potrebbe perdere tempo e risorse nell'elaborazione di un piano basato su concessioni che il suo creditore finanziario potrebbe non accettare, a causa di vincoli normativi/operativi generali, di fattori idiosincratici (quali la propria strategia sugli NPL), di risultati di valutazioni interne sulle prospettive di recupero di quel segmento di esposizioni ovvero, in alcuni casi, riguardanti l'esposizione specifica.

3.2.2. Un approccio cooperativo tra debitori e banche

Come abbiamo evidenziato all'interno del Capitolo 1, è importante promuovere un approccio cooperativo tra debitori e banche, che possa portare all'individuazione tempestiva della crisi e, quindi, a soluzioni che consentano la massimizzazione del valore. Pertanto, è importante che il debitore prenda contatto tempestivamente (ossia all'insorgere dei primi segni di sofferenza) con i suoi creditori finanziari al fine di verificare con loro i limiti esistenti (normativi od operativi) entro i quali si dovrebbero svolgere le trattative qualora la situazione dovesse peggiorare. I debitori dovrebbero essere pronti a fornire - fatti salvi gli opportuni accordi di riservatezza - tutte le informazioni che potrebbero incidere sulla propria solidità e che potrebbero essere utili per una rapida valutazione, da parte dei soggetti finanziatori, della situazione finanziaria del debitore, nonché per l'eventuale attivazione di meccanismi di allarme tempestivo.

A loro volta, le banche dovrebbero essere disponibili a fornire qualsiasi informazione rilevante a tale riguardo. In tale ottica, le banche dovrebbero condividere con i debitori i risultati delle proprie valutazioni finanziarie, comprese le analisi settoriali, condotte internamente nel contesto della proprie unità di gestione degli NPL, ogniqualvolta tali risultati possano anticipare l'evoluzione della crisi ed aiutare il debitore a individuare i rimedi più efficaci e percorribili. Ciò, ogniqualvolta sia fattibile nella pratica, potrebbe risultare particolarmente vantaggioso per le MPMI le quali potrebbero non disporre di adeguati meccanismi di monitoraggio del rischio o non avvalersi dell'assistenza di servizi di consulenza finanziaria qualificati.

Quanto sopra esposto non significa che i creditori finanziari debbano rendere nota la propria strategia negoziale in anticipo, prima di sedersi al tavolo delle trattative. Tuttavia, rappresenterebbe una buona prassi per i finanziatori condividere tempestivamente con il debitore (già durante i contatti preliminari, ove possibile) qualsiasi elemento di preoccupazione (derivante da specifiche misure di vigilanza, ovvero da politiche interne di gestione degli NPL, nonché dai piani operativi) che potrebbe

informare i debitori o di avviare una qualsiasi iniziativa in sostituzione dei debitori inattivi. Le banche possono offrire la propria assistenza o chiedere ai soggetti finanziati di impegnarsi nella ricerca di soluzioni e viene loro raccomandato di fare ciò per motivi prudenziali, ma solo i debitori sono responsabili della gestione della crisi, quale parte della propria attività imprenditoriale e possono, quindi, essere ritenuti responsabili nei confronti degli stakeholder in ragione della mancanza di una loro azione tempestiva. Da parte loro, le banche dovrebbero evitare qualsiasi forma di interferenza nella gestione dell'attività dei propri clienti, sia nei periodi di congiuntura favorevole che in quelli di congiuntura sfavorevole.

influire sulla propria disponibilità verso l'adozione di determinate misure per il risanamento dell'impresa.

Certamente, un approccio cooperativo richiede un mutamento nell'atteggiamento delle banche e delle imprese. La ricerca empirica mostra che covenants di "ampio respiro", che garantiscono alle banche ampia discrezionalità (soprattutto con riferimento alle grandi imprese), nonché il timore di pressioni per la riduzione dell'esposizione in conseguenza del rilevamento delle prime indicazioni di un imminente stato di crisi (ciò con riferimento a tutte le imprese), determinano una diffusa tendenza dei debitori a procrastinare la comunicazione con le banche.[116] Deve essere rilevato che, in ragione dei (sebbene rari) casi di abuso della posizione di forza da parte delle banche, tale comportamento è comprensibile.[117] Parallelamente al raggiungimento di una maggiore trasparenza da parte dei debitori, le banche dovrebbero essere tenute, in buona fede, a non sfruttare le informazioni ricevute al fine di migliorare la propria posizione a danno di altri creditori, rendendo così più difficile o impossibile la ristrutturazione.

<u>Raccomandazione #5.6</u> (*Consapevolezza dei vincoli normativi specificamente riguardanti le banche coinvolte nella ristrutturazione. Approccio cooperativo tra banche e debitori*). I debitori devono essere tempestivamente informarti sui rilievi che i loro istituti di credito potrebbero muovere da un punto di vista normativo, anche con riferimento alla propria strategia riguardante gli NPL ed al piano operativo che, in determinate circostanze, possono influenzare sensibilmente l'approccio di questi ultimi nella gestione della situazione.

Al fine di ottenere tale consapevolezza, il debitore dovrebbe tempestivamente rivolgersi ai propri finanziatori e condividere con questi ultimi, sulla base ad accordi di riservatezza adeguati, qualsiasi informazione rilevante in grado di influire negativamente sulla solidità della propria attività o sul valore delle garanzie e richiedere, a sua volta, di essere prontamente informato, all'inizio di qualsiasi negoziazione, in quanto possibile, sulla strategia del soggetto finanziatore riguardante gli NPL e su altri vincoli generali che potrebbero influenzare la disponibilità di quest'ultimo ad effettuare concessioni, o alcuni tipi di concessioni, in un determinato scenario di crisi.

Le banche non dovrebbero sfruttare le informazioni che ricevono dai debitori al fine di migliorare la propria posizione a danno di altri creditori, rendendo così più difficile o impossibile la ristrutturazione.

<u>Raccomandazione #5.7</u> (*Valutazioni finanziarie interne compiute dalla banca aventi ad oggetto il debitore*). Le banche dovrebbero condividere con i debitori interessati (su richiesta motivata del debitore ed in quanto possibile) i risultati delle proprie valutazioni finanziarie interne, comprese analisi di settore, condotte sulla situazione del debitore o sullo status di uno specifico segmento di credito, che potrebbero favorire una migliore comprensione da parte del debitore della gravità della crisi, nonché un'identificazione ponderata dei possibili rimedi.

[116] I risultati qualitativi della nostra ricerca empirica pubblicati su www.codire.eu vanno in tale direzione, soprattutto per quanto riguarda la Spagna.

[117] Ancora una volta, si veda la nostra ricerca qualitativa. Gli abusi sono raramente portati alla luce, sebbene vi siano alcune eccezioni degne di nota (cfr. A. DARR, "Internal Contractual Mechanisms for addressing Insolvency: a case study of RBS", disponibile all'indirizzo www.codire.eu).

3.2.3. Il lungo percorso necessario per l'abbandono dello status di esposizione deteriorata (NPE)

Come descritto in precedenza, gli NPL sono inoltre soggetti a rigide regole di reporting e di vigilanza, volte a facilitare il riconoscimento tempestivo di perdite effettive e potenziali sui crediti e a garantire una struttura patrimoniale che fornisca loro un'adeguata copertura.[118]

In termini generali, i crediti sono classificati come deteriorati (NPL) quando:

(a) la banca ritiene improbabile che venga recuperato l'intero importo senza che sia necessario il realizzo delle garanzie, indipendentemente dall'esistenza di una rata scaduta o dal numero di giorni da cui è scaduta;

(b) è presente una rata scaduta, rilevante, da più di 90 giorni, laddove la rilevanza è definita dalle autorità competenti in modo da riflettere un ragionevole livello di rischio (attualmente in Italia il 5% dell'esposizione complessiva).[119] - [120]

Indipendentemente dallo stato di esposizioni deteriorate, le esposizioni possono essere classificate come oggetto di misure di tolleranza se il debitore, quando sta per affrontare (o è sul punto di affrontare) difficoltà nell'adempimento dei propri impegni finanziari, beneficia di concessioni (tipicamente sotto forma di modifiche dei termini del finanziamento e/o rifinanziamento).[121]

Le banche, infatti, godono in alcuni casi di un margine di discrezionalità con riferimento alla classificazione delle esposizioni che hanno beneficiato di concessioni quali, alternativamente, crediti deteriorati, ovvero crediti *in bonis* che hanno beneficiato di concessioni.[122]

---

[118] Le esposizioni sono attività di bilancio che le banche devono valutare con riferimento al rischio sottostante (tipicamente un rischio di credito e di controparte) in base al quadro normativo applicabile. Le attività valutate in base al rischio rientrano nei coefficienti patrimoniali come riferimento quantitativo per il calcolo dei fondi propri che le banche devono presentare, ad un livello minimo, per assorbire le perdite potenziali. A tal fine, le banche devono classificare le esposizioni in base alla loro rischiosità, ossia alla loro (im)probabilità di essere integralmente rimborsate alla scadenza. Questa è la prospettiva micro-prudenziale propria di ciascuna banca. Le esposizioni a rischio sono inoltre segnalate periodicamente alle autorità di vigilanza ai fini della vigilanza macro-prudenziale, ossia del monitoraggio degli eventuali rischi sistemici per il settore finanziario nel suo complesso o per l'economia reale.

[119] Ai sensi dell'Art. 178(2)(d), del regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR), la rilevanza di un'esposizione scaduta è valutata in base a una soglia predefinita dalle autorità competenti. Le condizioni in base alle quali l'autorità competente fissa la soglia di cui al paragrafo 2, lettera d), sono state ulteriormente specificate nel regolamento delegato alla Commissione (UE) n. 2018/171, che sarà applicabile entro il 31 dicembre 2020. Detto regolamento stabilisce una soglia assoluta ed una relativa: l'importo scaduto dell'esposizione è considerato rilevante quando entrambe le soglie sono superate. La soglia assoluta non dovrebbe essere superiore a 100 euro per le esposizioni retail e a 500 euro per le esposizioni non retail e la soglia relativa può essere fissata a un livello pari o inferiore al 2,5%.

[120] In alcune giurisdizioni, gli NPL possono essere soggetti a classificazioni supplementari ai fini della vigilanza nazionale, ad esempio in funzione della loro rischiosità, calcolata in funzione sia della gravità della situazione del debitore (difficoltà, crisi, non redditività o insolvenza) sia delle iniziative delle banche, o della loro mancanza, per superare tale situazione. In Italia, ad esempio, i crediti deteriorati sono suddivisi nelle seguenti sottocategorie: sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni scadute. Tutte queste sottocategorie soddisfano i criteri dell'ABE di cui alle lettere a) e b).

[121] A titolo di esempio, le banche devono utilizzare la categoria "forbearance" quantomeno per le modifiche ai contratti di finanziamento o per le riduzioni del debito. Vi è un *aspettativa* che facciano ciò, ma non sono *tenute* a farlo quando le attuali clausole di modifica sono attivate per rimediare a, o agire preventivamente in relazione a, esposizioni scadute da oltre 30 giorni o quando le modifiche sono apportate a causa di pagamenti effettivi o potenziali su esposizioni *in bonis* scadute da oltre 30 giorni. In Italia, le disposizioni regolamentari nazionali prevedono che quando un pool di banche "congela" temporaneamente le linee di credito in previsione di una ristrutturazione, ciò non rappresenta di per sé di una misura di tolleranza. Il periodo "di congelamento", tuttavia, deve essere conteggiato ai fini della scadenza del debito.

[122] Alcuni esempi possono aiutare a comprendere le situazioni pratiche che le banche possono trovarsi ad affrontare. In particolare, poiché la classificazione creditizia applicabile rappresenta uno standard basato su principi, essa lascia un certo margine di giudizio. Ciò accade in genere quando è incerto che certe esposizioni abbiano le caratteristiche per essere classificate come probabili sofferenze. In questi casi, le banche che scelgono di utilizzare la categoria

Tuttavia, con riferimento alle esposizioni deteriorate oggetto di concessioni, in linea con tale quadro regolamentare, sarebbe essenziale individuare le condizioni in base alle quali le esposizioni ristrutturate hanno la possibilità di uscire dalla categoria dei crediti deteriorati ed entrare nella categoria dei crediti *in bonis* che hanno beneficiato di concessioni. Solamente quando saranno soddisfatte le condizioni per l'uscita dalla categoria dei crediti deteriorati, la banca potrà liberare le relative risorse e riflettere le modifiche della nuova classificazione nel proprio bilancio. Lo spostamento di un'esposizione, oggetto di concessioni, dalla categoria dei crediti deteriorati a quella dei crediti *in bonis* non è né immediato né automatico, in quanto si basa sulla capacità di rimborso del debitore, ossia sul ripristino di una situazione in cui il rimborso è sostenibile per quest'ultimo. Tale effetto dipende dal fatto che i) la banca ritenga che non sussistano più inadempienze/problemi trascorso un anno dalla concessione e che ii) non vi siano, a seguito delle concessioni, importi scaduti o elementi di preoccupazione in merito al rimborso integrale dell'esposizione in base alle condizioni della concessione, ciò trascorso un anno (il cosiddetto "periodo di rimedio").[123]

L'abbandono dello status di NPL è quindi un percorso lungo e difficile che può influire negativamente sulla disponibilità delle banche ad assumere un ruolo attivo nei processi di ristrutturazione. I finanziatori potrebbero, infatti, astenersi dall'approvare meccanismi di risoluzione delle crisi anche proficui (ovvero che sono in grado di massimizzare il valore), in quanto la concessione di una misura di tolleranza nell'ambito di un piano di salvataggio non comporterebbe - a causa del periodo di rimedio di un anno - un beneficio immediato in termini di riduzione degli NPL, il quale costituisce l'obiettivo base delle strategie di tutte le banche in materia di NPL.[124] Ciò rappresenta un risultato particolarmente negativo nei casi in cui elementi oggettivi dimostrino che il debitore, nonostante le difficoltà temporanee, è ancora redditizio e che, in caso di ristrutturazione, il rimborso completo e tempestivo del prestito a breve termine sarebbe altamente probabile. Poiché in tali circostanze il rischio tornerebbe a livelli normali, una mitigazione del regime di classificazione è essenziale al fine di prevenire il fallimento di tentativi di salvataggio realizzabili a favore di un debitore in difficoltà.[125]

"*performing forbearance*" devono assicurarsi che la loro scelta non ritardi, invece, il necessario riconoscimento delle perdite, né nasconda l'effettivo deterioramento della qualità degli assets.

In altri casi di ristrutturazione per mezzo di concessioni, le esposizioni devono essere identificate come "*forborne non-performin*g". Alcuni modelli di ristrutturazione, tuttavia, possono avere conseguenze diverse. Ad esempio, ai sensi delle regole prudenziali italiane, in caso di cessione giudiziale ad un terzo non correlato in prospettiva di una continuazione dell'attività, l'esposizione assunta dal cessionario deve essere segnalata come *in bonis*.

[123] Ciò significa che la semplice scadenza del periodo di un anno non è sufficiente, in quanto devono essere soddisfatte altre condizioni. Di conseguenza, il periodo di rimedio può anche essere più lungo di un anno.

[124] Inoltre (e soprattutto), il mantenimento dello status di sofferenza per un anno dalla concessione potrebbe alterare sostanzialmente - come si dirà più avanti nel par. 3.2.6. - la dinamica negoziale in ragione dei forti effetti che l'età dell'esposizione (considerata "vintage" in base alla terminologia utilizzata nei documenti della BCE) produce sui requisiti di accantonamento attualmente in fase di sviluppo.

[125] Nel 2014, il legislatore spagnolo ha adottato un provvedimento per incentivare l'uso degli accordi di rifinanziamento (collettivi ed omologati) rendendo più flessibile il quadro normativo in cui devono operare le banche. Le esposizioni soggette a un accordo di rifinanziamento potrebbero essere riclassificate come "normal risk" in quanto vi sono elementi oggettivi che rendono probabile il pagamento delle somme dovute ai sensi dell'accordo (si veda la regola aggiuntiva 1 del Real Decreto Legislativo 4/2014 e sviluppata dalla Banca di Spagna nel suo Regolamento (*circular*) 4/2014, del 18 marzo 2014). La norma risultava molto "generosa", in quanto affermava espressamente che, per valutare le maggiori probabilità di rimborso, occorreva tener conto delle svalutazioni e delle tempistiche supplementari di rimborso. E, cosa più importante - e anche più controversa - la riclassificazione poteva essere effettuata sin dal momento stesso della formalizzazione dell'accordo di rifinanziamento: non era necessario attendere un periodo prudenziale di attuazione per ridurre l'impatto del rischio all'interno del bilancio della banca. Il regolamento è stato abrogato nel gennaio del 2018, in quanto ritenuto non conforme alle norme UE relative alla classificazione delle esposizioni.

3.2.4. Un possibile percorso abbreviato

Una possibile strategia volta ad attenuare gli effetti negativi del regime di classificazione dei crediti oggetto di concessioni potrebbe essere rappresentata dalla riduzione del periodo di rimedio (ad esempio a sei mesi) a seguito di una ristrutturazione fondata e credibile attuata per mezzo di concessioni, oppure - in alternativa – di prevedere l'uscita immediata del prestito dalla categoria dei crediti deteriorati e il suo passaggio ad un nuovo status, il quale dovrebbe indicare il fatto che sono state effettuate delle concessioni nell'ambito di un piano fattibile e di breve termine. In entrambe le opzioni, dovrebbero essere richieste garanzie specifiche al fine di dimostrare che il debitore è ancora redditizio e che il debito ristrutturato è sostenibile. In particolare, per prevenire un potenziale abuso delle misure di tolleranza al fine di nascondere passività, nonché tenuto conto delle implicazioni della classificazione degli NPL sulla stabilità del sistema finanziario, un regime di classificazione più flessibile, qui proposto, dovrebbe essere limitato alle concessioni effettuate nel quadro di accordi di ristrutturazione che abbiano un certo grado di garanzia "rafforzata", ciò con riferimento alla propria idoneità a ripristinare la redditività dell'impresa, nonché la capacità del debitore di adempiere correttamente alle proprie obbligazioni. Pertanto, la proposta è di ridurre o abolire il periodo di rimedio solamente in relazione ai piani di ristrutturazione omologati dal tribunale, in cui un professionista indipendente nominato dal tribunale, o altrimenti designato nel quadro della procedura di ristrutturazione, ha confermato la solidità finanziaria del debitore a seguito dell'omologa, nonché la capacità futura del piano di garantire il rimborso puntuale e completo del debito (nel suo importo originale o modificato).[126]

L'opzione dell'uscita automatica dalla categoria degli NPL risulterebbe più efficace nel promuovere la partecipazione delle banche ai negoziati di ristrutturazione, in quanto comporterebbe benefici immediati in termini di classificazione delle esposizioni ai fini delle segnalazioni.[127] Inoltre, questa soluzione non sembrerebbe aumentare i rischi di un riconoscimento tardivo delle passività, a condizione che siano stabilite adeguate misure di salvaguardia, volte a verificare la solidità del piano e a valutare il merito creditizio del debitore. Invero, il suggerimento di policy in questione dovrebbe essere considerato alla luce del nuovo quadro di vigilanza sulla gestione degli NPL e, in particolare, alla luce dei rigorosi requisiti di monitoraggio e valutazione precedentemente discussi che dovrebbero consentire alle banche di rilevare tempestivamente variazioni delle condizioni finanziarie del debitore durante l'intero ciclo di vita delle esposizioni creditizie, nonché di modificarne conseguentemente lo status all'interno della classificazione.

<u>Indicazione di policy #5.3.</u> (*Esenzione dal periodo di rimedio di un anno a seguito della concessione di misure di tolleranza da parte della banca*). Al fine di incentivare la partecipazione delle banche alla negoziazione dei piani di ristrutturazione, le disposizioni regolamentari, ovvero gli standard per l'abbandono dello status di credito deteriorato per le esposizioni creditizie, non dovrebbero trovare applicazione qualora vengano effettuate concessioni nel contesto di un piano di ristrutturazione omologato dal tribunale, nel quale un professionista

[126] Merita rilevare che non proponiamo uno strumento diverso da quelli previsti dal progetto di Direttiva, che non richiedono necessariamente il parere di un esperto indipendente. Riteniamo che il debitore e i creditori non debbano essere privati della possibilità di una ristrutturazione che vada a buon fine, motivo per cui dovrebbe essere confermato un piano che, sebbene soggetto a fallimento, è sufficientemente serio (cioè che è più probabile che vada a buon fine che non) (cfr. Capitolo 4, par. 5.4.2). Tuttavia, dato il tasso relativamente elevato di fallimento dimostrato dalla ricerca empirica (www.codire.eu), suggeriamo che le eccezioni al periodo di rimedio di un anno dovrebbero essere limitate ai casi in cui vi sia un'alta probabilità che il debitore rimanga solvente.

[127] Inoltre, sarebbe difficile individuare parametri oggettivi in base ai quali decidere che una riduzione a sei mesi o a qualsiasi altro periodo sarebbe ragionevole.

indipendente, nominato dal tribunale o altrimenti designato nel quadro della procedura, abbia confermato la solidità finanziaria del debitore a seguito dell'omologa, nonché la futura capacità del piano di garantire il rimborso puntuale ed integrale del debito (nei suoi termini originari o modificati).

3.2.5. Il lungo percorso per l'abbandono dello status di credito oggetto di misure di tolleranza

In base al quadro normativo attuale, il ripristino dello status di credito *in bonis* di un'esposizione ristrutturata (trascorso il periodo di rimedio di un anno) non influisce sulla sua classificazione quale credito oggetto di misure di tolleranza.

In base agli ITS, un'esposizione *in bonis* ristrutturata può essere semplicemente classificata come *in bonis* (ossia che ha abbandonato lo stato di credito oggetto di concessioni) solo qualora sia stato verificato che quest'ultima è rimasta *in bonis* durante un periodo di prova supplementare di due anni, nel corso del quale sono stati effettuati pagamenti regolari per capitale o interessi per almeno la metà del periodo e a condizione che, alla fine del periodo di prova, nessuna esposizione riferibile al debitore sia scaduta da più di 30 giorni.

Anche questa regola può risultare gravosa, in quanto durante il periodo di prova le banche sono tenute ad esercitare un controllo più rigoroso sulle esposizioni e, inoltre, lo status di soggetto beneficiario di concessioni ha ripercussioni sulla valutazione della qualità degli assets. Il monitoraggio delle esposizioni *in bonis* nel periodo di prova è molto importante, non solo al fine di verificare il rispetto dei requisiti per l'uscita dalla categoria; possono verificarsi eventi che possono causare una variazione automatica dello stato dell'esposizione e ricondurla nella categoria dei crediti deteriorati. In particolare, se un'esposizione oggetto di misure di tolleranza, durante il periodo di prova e dopo aver abbandonato la categoria dei crediti deteriorati, è soggetta a ulteriori misure di tolleranza, ovvero presenta un arretrato superiore a 30 giorni, le esposizioni complessive del debitore devono essere nuovamente classificate come deteriorate, annullando in tal modo i benefici della ristrutturazione iniziale.

La durata del periodo di prova, tuttavia, non sembra avere di per sé effetti scoraggianti sulla partecipazione delle banche ai negoziati di ristrutturazione. Questo periodo sembra richiedere alle banche di effettuare una valutazione approfondita ed attenta sulla redditività prospettica a lungo termine del debitore, la quale incide sulla disponibilità di queste ultime ad approvare un piano che non è in grado di fornire sufficienti garanzie.

Indipendentemente da eventuali future modifiche nel trattamento di alcuni tipi di esposizioni oggetto di concessioni (secondo le linee sopra suggerite per quanto riguarda il cosiddetto "periodo di rimedio"), i debitori devono essere consapevoli che ogni richiesta di concessione deve essere compiuta tenendo conto, tra i vari fattori, delle conseguenze in termini di reporting dei finanziatori. Ciò implica, in particolare, che le misure di ristrutturazione siano formulate in termini solidi e credibili, soprattutto per quanto riguarda la loro capacità (in combinazione con altri rimedi, se necessario) di ripristinare la solidità finanziaria del debitore e garantire che la capacità di quest'ultimo di adempiere regolarmente ai propri obblighi sarà mantenuta nel medio-lungo termine. In particolare, le norme vigenti prevedono che sia preso in considerazione un orizzonte temporale di almeno un anno di risultati regolari (o di "nessuna preoccupazione" con riferimento al debitore): ciò come minimo, in quanto tale periodo di tempo risulta necessario affinché l'esposizione cessi di essere qualificata come deteriorata. Le banche, tuttavia, potrebbero perseguire un obiettivo più ambizioso, ossia il ripristino di uno stato di piena efficienza (non oggetto di concessioni), per il quale lo standard minimo sarebbe

un orizzonte temporale di tre anni. Anche tale standard potrebbe non risultare sufficiente, in quanto i creditori finanziari potrebbero ragionevolmente aspettarsi che il debitore abbia come obiettivo una redditività a lungo termine, in modo tale da evitare - in particolare - il rischio di dover effettuare concessioni più di una volta, in quanto ciò potrebbe costituire un ostacolo all'uscita dallo status di credito deteriorato.

<u>Raccomandazione #5.8</u> (*Durata minima dell'aspettativa di performance regolari nell'ambito del piano*). In occasione delle trattative per l'ottenimento di concessioni da parte delle banche, i debitori dovrebbero considerare la fattibilità delle azioni proposte, necessarie per la risoluzione della crisi, alla luce dei loro prevedibili effetti sui finanziatori in termini di classificazione delle esposizioni e di obblighi di segnalazione.

A tal fine, qualsiasi misura di ristrutturazione proposta dal debitore dovrebbe essere concepita in termini credibili e sulla base di una solida valutazione delle proprie capacità di ripristinare e mantenere la solidità finanziaria del debitore, nonchè della capacità di svolgere la propria funzione nel lungo periodo o, in ogni caso, per un orizzonte temporale di almeno tre anni.

3.2.6. Gli effetti scoraggianti delle regole di accantonamento sulla partecipazione delle banche alle ristrutturazioni

In base alla classificazione delle esposizioni e alle valutazioni del relativo rischio, le banche sono inoltre tenute ad accantonare degli importi minimi di capitale per coprire le perdite causate da finanziamenti che si trasformino in crediti deteriorati, così da soddisfare le aspettative delle autorità di vigilanza. Se una banca non soddisfa il livello minimo applicabile, tali importi saranno detratti dai fondi propri della banca.

A tale proposito, i recenti orientamenti di vigilanza stabiliscono livelli comuni con riferimento alle riserve che risultano sostanzialmente rigidi.[128] Tali aspettative degli organi di vigilanza sono state elaborate allo scopo di eliminare, *de facto*, il grado di discrezionalità di cui ancora godono gli enti creditizi nel determinare i livelli di copertura delle NPE, realizzando in tal modo una convergenza delle prassi di accantonamento delle banche.

Secondo le linee guida recentemente pubblicate, i livelli di copertura attesi dall'autorità di vigilanza dipendono dalle seguenti circostanze:

i) se il prestito è garantito (in tutto o in parte), ovvero se sono previste altre forme di attenuazione del rischio di credito; e

ii) è trascorso un determinato periodo di tempo da quando l'esposizione è stata classificata come NPE.

In particolare, è previsto che la banca fornisca una copertura completa, per mezzo di riserve, alle esposizioni garantite (o parte di esse), trascorsi sette anni dal momento in cui sono diventate deteriorate e, con riferimento alle esposizioni non garantite (ovvero a parte di esse) trascorsi due anni dal momento in cui sono state classificate come deteriorate. La copertura delle riserve per le

[128] Un approccio simile è seguito dalla bozza di Regolamento di Modifica del CRR. Mentre il Regolamento proposto è volto a introdurre requisiti comuni di accantonamento applicabili a tutti gli enti creditizi stabiliti in tutti gli Stati membri dell'UE (come indicato nella suddetta proposta di indirizzo dell'ABE), l'Addendum della BCE - come osservato - specifica le aspettative di vigilanza (non vincolanti) della BCE per gli enti creditizi rilevanti direttamente sottoposti alla vigilanza della BCE, ai sensi del Meccanismo di Vigilanza Unico.

esposizioni garantite deve aumentare progressivamente in proporzione all'età di queste ultime (definite "vintage", in base della terminologia utilizzata nei documenti della BCE), ovvero del 40% trascorsi tre anni, del 55% trascorsi quattro anni, del 70% trascorsi cinque anni e dell'85% trascorsi sei anni (fattori di riserva). Tali aspettative di vigilanza si applicano a tutte le esposizioni delle banche di maggiore rilievo, classificate come nuove NPE a partire dall'aprile 2018, ma la BCE inizierà a monitorare l'osservanza di tali requisiti solamente dal 2021 in poi.[129]

È ragionevole aspettarsi che misure di tale severità aumenteranno in modo significativo il volume delle cessioni degli NPL da parte delle banche, in quanto il mantenimento degli NPL nei propri libri contabili si tradurrà - in ultima analisi - in un costo del capitale più elevato. Il ricorso a vendite massicce, con un conseguente deprezzamento, sarà probabilmente più grave per gli enti creditizi stabiliti in Stati membri dell'UE che risentono di regimi di insolvenza e di recupero dei crediti lunghi ed inefficienti.[130]

Ciò che appare chiaro in questa fase è che, probabilmente, il ruolo e il coinvolgimento delle banche nelle ristrutturazioni saranno comunque profondamente influenzati dalle nuove norme prudenziali sulla dotazione di bilancio.

È probabile che le banche saranno interessate a negoziare piani di ristrutturazione,[131] a condizione che il processo di ristrutturazione e l'attuazione del piano avvengano prima che sia richiesta la copertura completa delle riserve (ossia entro due o sette anni, rispettivamente, per le esposizioni non garantite e garantite, da quando il credito è stato classificato come sofferenza). Dopo che sarà stata effettuata una svalutazione totale ed il capitale della banca ne avrà risentito al fine di assorbire le relative perdite, le banche potrebbero essere poco incentivate a partecipare attivamente alle trattative e potrebbero essere interessate ad ottenere qualsiasi importo risulti recuperabile dalle esposizioni deteriorate, essendo generalmente più inclini a ricercare soluzioni più semplici, indipendentemente dal fatto che esse possano incidere negativamente sulle possibilità di rilancio dei debitori.

Inoltre, merita rilevare che, ancor *prima* che la banca sia tenuta a garantire la copertura integrale dell'esposizione, le norme relative a tale copertura possono incidere in modo significativo sugli incentivi della banca ad avviare dei negoziati di ristrutturazione. Tenuto conto dell'attuale regime di classificazione sopra descritto, a meno che il piano non preveda una cancellazione ed un rimborso immediato del debito, la banca potrebbe non avere un interesse sufficiente nella ristrutturazione (almeno con riferimento alle esposizioni non garantite), nella misura in cui la fine dell'anno di prova, richiesto per l'abbandono dalla categoria dei crediti deteriorati, potrebbe difficilmente verificarsi prima che sia decorso il periodo di due anni previsto per la costituzione delle riserve.

---

[129] La misura di sicurezza prudenziale obbligatoria prevista dalla proposta di Regolamento si applicherebbe invece a tutte le banche e solo alle esposizioni originate dopo il 14 marzo 2018, e non alle esposizioni pregresse "ereditate" dal passato.

[130] I problemi relativi alla parità di condizioni causati da questa divergenza negli effetti dei requisiti comuni di accantonamento in tutta Europa sarebbero attenuati - nelle intenzioni delle istituzioni europee - dall'impatto di altre riforme in corso di elaborazione per affrontare il problema degli NPL. Il progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni, in primo luogo, con l'obiettivo di condurre all'adozione in tutti gli Stati membri di misure comuni di salvataggio preventivo, dovrebbe contribuire a migliorare l'efficienza delle procedure di ristrutturazione all'interno dell'Unione europea. Inoltre, la realizzazione delle garanzie, dovrebbe trarre giovamento in misura considerevole dall'introduzione di procedimenti extragiudiziali accelerati, come quello previsto nel progetto di Direttiva sui Servizi di Credito.

[131] A meno che non abbiano un forte incentivo ad aiutare il debitore a sopravvivere, al fine di mantenere un rapporto a lungo termine con un cliente strategico che considerano ancora redditizio.

Di conseguenza, una proposta di ristrutturazione avente ad oggetto esposizioni non garantite, risulta di maggior interesse per le banche, in una prospettiva prudenziale, se viene conseguita ed attuata al più tardi entro un anno dalla classificazione del credito come deteriorato. Infatti, qualsiasi concessione concordata successivamente non impedirebbe il prodursi degli effetti relativi all'accantonamento nel termine di due anni (come evidenziato, infatti, il finanziamento può abbandonare la categoria delle NPE solamente trascorso un anno di pagamenti regolari, quando il debitore – allo scadere del termine annuale - non abbia altrimenti dimostrato di essere in grado di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni). Qualora non sia ragionevolmente prevedibile l'adozione e l'attuazione di un piano di ristrutturazione, è probabile che la banca sia interessata principalmente ad un pagamento parziale ed immediato piuttosto che ad altre concessioni (ad esempio una dilazione) che porterebbero, comunque, alla costituzione di riserve integrali.

Per quanto riguarda le esposizioni garantite, le banche potrebbero tenere conto degli effetti dell'accantonamento parziale dal terzo al sesto anno di età dell'esposizione, essendo quindi più propense ad accettare - in linea di principio - sacrifici che già incorporano la percentuale di accantonamento parziale richiesta. Anche in tale caso, tuttavia, qualsiasi accordo avente ad oggetto concessioni dovrebbe essere raggiunto al più tardi un anno prima della scadenza del termine per l'accantonamento integrale (ossia entro la fine del sesto anno di età dell'esposizione) poiché, dopo tale momento, il soggetto finanziatore potrebbe non essere più disposto, almeno in linea di principio, ad effettuare concessioni che avrebbero lo scopo di prevenire la liquidazione per insolvenza del debitore senza, tuttavia, incidere sullo status di NPL dell'esposizione (che rimarrebbe deteriorata fino al termine dell'accantonamento).[132]

3.2.7. Conclusione: la necessità di avviare tempestivamente i negoziati

L'attuale regime di classificazione e le pratiche operative raccomandate per la gestione degli NPL, unitamente al severo regime di accantonamento, sembrano chiaramente orientati a trasmettere il messaggio che i le situazioni problematiche dovrebbero essere affrontate in una fase molto precoce e dare impulso ad un'azione rapida da parte delle banche nel loro stesso interesse. Infatti, qualsiasi trattativa utilmente intrapresa da un debitore dovrebbe avere inizio prima che l'esposizione entri nella categoria degli NPL, ovvero non appena vengono alla luce tensioni. Dopo tale momento, lo spazio per le concessioni da parte delle banche sarà notevolmente ridotto.

Tuttavia, in termini generali, l'imposizione di una copertura rapida e completa degli NPL indurrà probabilmente le banche a cercare soluzioni a breve termine che potrebbero risultare dannose per il processo di risanamento dei debitori e che, a loro volta, potrebbero rivelarsi inefficienti per il sistema nel suo complesso.

Inoltre, per effetto delle regole prudenziali sopra descritte, in alcuni casi, il debitore potrebbe essere incentivato a causare ritardi strategici, in quanto potrebbe ritenersi che la banca sarà più propensa ad effettuare concessioni a seguito della classificazione del credito come deteriorato, ciò di fronte alla minaccia di un accantonamento integrale. Tuttavia, mentre da un lato ciò potrebbe risultare vero, come evidenziato sopra, nella misura in cui il ritardo non influisca sulla possibilità di adottare ed attuare (almeno per quanto riguarda il credito bancario) un piano di ristrutturazione credibile entro il periodo di un anno, necessario per consentire all'esposizione di abbandonare la categoria delle

[132] Tuttavia, occorre riconoscere che, con riferimento alle esposizioni garantite, un accordo di ristrutturazione destinato ad entrare in vigore un anno prima del termine ultimo per la copertura totale non risulterebbe molto interessante per le banche, dato che a quella data avrebbero già dovuto coprire l'85% dell'esposizione.

sofferenze prima che sia richiesto un accantonamento completo. D'altro canto, i debitori dovrebbero considerare che, a causa dei vincoli legali, le banche potrebbero attuare una "exit strategy" vendendo gli NPL a terzi non appena ritengano che una ristrutturazione tempestiva e soddisfacente non sia realizzabile. In tal caso l'acquirente, ossia una nuova controparte contrattuale, siederebbe al tavolo delle trattative con il debitore.

Inoltre, i suddetti incentivi per le banche potrebbero risultare meno significativi con riferimento ai finanziamenti che presentino garanzie reali su beni mobili o immobili che beneficiano di un "esecuzione extragiudiziale accelerata delle garanzie" (c.d. AECE, Accelerated Extrajudicial Collateral Enforcement), che potrebbe essere prevista nella proposta di Direttiva sui Servizi di Credito attualmente in discussione. Infatti, i finanziatori garantiti, che hanno inserito una clausola AECE nei propri contratti di finanziamento, potrebbero decidere di attivare tale clausola anziché partecipare alle trattative con il debitore. Il testo attuale della proposta di direttiva chiarisce che l'AECE non può essere attivata qualora sia stato avviato un procedimento di ristrutturazione preventiva e sia stata concessa una sospensione delle azioni dei creditori. Tuttavia, ciò non impedirebbe ai finanziatori di attivare l'AECE nonostante sia in corso la negoziazione di una operazione extragiudiziale, ostacolando, in tal modo, il tentativo di ristrutturazione del debitore. Qualsiasi strategia di ristrutturazione che includa creditori finanziari che potrebbero avvalersi di tale clausola speciale di esecuzione dovrebbe, pertanto, considerare che sarà difficile ottenere il consenso di questi ultimi, a meno che non venga loro concesso di recuperare l'intero valore di mercato della garanzia reale con le stesse tempistiche di un'esecuzione extragiudiziale.

<u>Raccomandazione #5.9</u> (*Avvio anticipato delle trattative per la ristrutturazione*). Le negoziazioni dei piani di ristrutturazione dovrebbero iniziare non appena emergono i primi segnali di crisi e, se possibile, prima che le esposizioni siano classificate come deteriorate. Il piano dovrebbe essere concepito in modo tale da garantire che qualsiasi concessione sia concordata ed attuata, al più tardi, un anno prima del momento in cui si prevede che la banca raggiunga la copertura totale dell'esposizione.

3.2.8. Le banche come partner importanti nella ristrutturazione ed il discutibile incentivo a cedere gli NPL che possono essere ristrutturati con successo. Raccomandazioni di policy.

L'introduzione di requisiti più severi in materia di accantonamenti, come già osservato, incentiverà le banche a cedere più frequentemente gli NPL, ciò al fine di ridurre i costi di gestione delle esposizioni problematiche. Tale risultato può trovare una giustificazione nel breve termine, purché il suddetto approccio di emergenza sia necessario per risolvere il problema del volume straordinario di sofferenze nei bilanci delle banche. Tuttavia, continuare ad adottare tale approccio in futuro, con riferimento alla gestione degli NPL nel contesto delle operazioni bancarie ordinarie, è discutibile da un punto di vista di policy. La ricerca dimostra che gli specialisti nel campo del risanamento considerano molto importante la continuazione dei rapporti bancari delle imprese in difficoltà, sia per le informazioni specifiche in loro possesso che per la loro capacità di mantenere ed ampliare le linee di credito, supportando l'attività durante l'attuazione del piano.[133] La cessione del

[133] Il rischio che la cessione del credito ai servizi creditizi possa forzare il passaggio allo status di "sofferenza" degli UTP da ristrutturare è fortemente percepito dai professionisti italiani intervistati ed è stato evidenziato da uno dei relatori (Stefano Romanengo, "manager del risanamento") alla Conferenza di Roma del 27 giugno 2018, in cui è stata presentata la ricerca agli stakeholder italiani. Cfr. P. CARRIÈRE, "Il prevedibile impatto per il sistema finanziario e

credito ai servizi creditizi può risultare neutrale se la strategia più efficace è il semplice recupero del finanziamento, ma può mettere a repentaglio ristrutturazioni, altrimenti possibili, che richiedono la presenza di partner bancari attivi.

In teoria, le banche potrebbero ancora svolgere un ruolo in tutti i casi in cui le trattative con i debitori hanno inizio in fasi molto iniziali della crisi ossia quando, alla luce dello schema descritto in precedenza, un intervento tempestivo da parte delle banche potrebbe prevenire il deterioramento di un'esposizione creditizia e la sua inclusione nella categoria degli NPL. In tali situazioni (che potrebbero verificarsi, essenzialmente, nei primi 90 giorni dallo scaduto e solo qualora le banche non ritenessero già improbabile il rimborso delle esposizioni), l'approccio delle banche dovrebbe mirare a sostenere il debitore nel ripristino della redditività a lungo termine, piuttosto che prevedere concessioni sul piano puramente bilaterale debitore-creditore, per tacere del rafforzamento dei propri strumenti di protezione (garanzie reali e personali). Tuttavia, potrebbe risultare difficoltoso raggiungere tale obiettivo nel breve lasso di tempo sopra indicato, qualora il debitore in difficoltà presenti una struttura ampia e complessa e debba far fronte ad un numero elevato di finanziatori. In tali circostanze, il coordinamento potrebbe risultare estremamente problematico e costoso e, una rapida vendita a favore di acquirenti professionali di crediti, potrebbe rappresentare ancora una volta una soluzione più efficace rispetto alle alternative.

In tale quadro normativo, le banche potrebbero quindi essere costrette a considerare irrealistica la prospettiva di una ristrutturazione tempestiva e rifiutarsi di impegnarsi in negoziati (futuri o presenti). Ciò aprirebbe la strada ai servizi creditizi quali principali attori della ristrutturazione, soluzione che, probabilmente, non costituisce una conseguenza positiva dato che tali soggetti sono meno preparati a gestire tali esposizioni (ad esempio attraverso finanziamenti ponte o semplicemente mediante il rinnovo delle linee di credito esistenti) che, pur essendo problematiche, potrebbero ancora vedere un'evoluzione positiva. Il risultato indesiderato è rappresentato dal fatto che un numero minore di imprese potrebbe essere in grado di superare una situazione di temporanea difficoltà finanziaria ed un numero maggiore di imprese potrebbe diventare insolvente, anche se ciò avrebbe potuto essere evitato.

Come già anticipato, per evitare tale risultato, che tra l'altro distorcerebbe il ruolo stesso delle banche nella loro qualità di fornitori di credito istituzionali e soggetti che assumono professionalmente il relativo rischio, dovrebbe essere preso in considerazione un regime maggiormente flessibile per la costituzione di riserve. Ad esempio, soprattutto qualora non fossero introdotte eccezioni al periodo di rimedio di un anno a seguito della concessione di misure di tolleranza (almeno nei casi, come suggerito sopra, di piani di ristrutturazione omologati dal tribunale e ben elaborati), non solo dovrebbe essere identificato un periodo più lungo per l'accantonamento integrale, ma tale effetto dovrebbe verificarsi quando non sussiste più una ragionevole prospettiva di recuperare alcun importo dal finanziamento. Analogamente, i livelli quantitativi delle riserve non dovrebbero essere fissati rigidamente in funzione del periodo da cui si è verificata l'inadempimento, indipendentemente dalla reale situazione finanziaria del debitore e dalle sue prospettive di recupero.

Il periodo relativo all'inadempimento dovrebbe essere messo in relazione al fatto che il debito è stato ristrutturato. Pertanto, a seguito di qualsiasi concessione effettuata nel contesto di una ristrutturazione, la maturazione del periodo relativo all'esposizione ristrutturata, a prescindere dal fatto che l'importo venga ridotto o meno, dovrebbe essere sospesa e dovrebbe riprendere solamente se l'esposizione continua a risultare deteriorata al termine di un ragionevole periodo di tempo,

imprenditoriale italiano del progetto di direttiva sullo sviluppo dei mercati secondari di NPL", (aprile 2018), disponibile su www.dirittobancario.it.

necessario perché possa verificarsi una svolta positiva. I legislatori potrebbero prevedere, ad esempio, che il decorso del periodo sopra menzionato debba riprendere qualora permanga la situazione di deterioramento dell'esposizione trascorsi tre anni, periodo che, nella prassi, è considerato un lasso di tempo decorso il quale un piano, in caso di successo, è in grado di ripristinare la redditività dell'impresa.

Tale periodo è notevolmente più lungo del periodo minimo di rimedio di un anno previsto dagli ITS dell'EBA che, tuttavia, non rappresenta l'unica condizione da soddisfare per l'abbandono dalla categoria degli NPL/crediti oggetto di concessioni, giacché vi sono ulteriori condizioni da soddisfare,[134] che nella pratica potrebbero rendere il periodo di rimedio per tali esposizioni ancora più lungo. Inoltre, i fattori di accantonamento applicabili dovrebbero essere calibrati sulle reali prospettive di recupero dell'esposizione, tenendo conto anche del valore di recupero delle garanzie (in caso di esposizioni garantite), come indicato dalle banche in conformità con gli speciali strumenti di monitoraggio degli NPL, le quali sono tenute ad adottare conformemente agli orientamenti in materia di vigilanza. Infatti, anziché aggiungere il rischio bancario al normale rischio di controparte che le banche assumono e di cui tengono debitamente conto al momento della concessione iniziale del credito, i nuovi standard di vigilanza sulla gestione degli NPL (stabiliti negli orientamenti della BCE e nelle disposizioni nazionali per le banche di minori dimensioni) dovrebbero essere evidenziati ed adeguatamente attuati, in modo tale da assicurare che le banche utilizzino adeguatamente le valutazioni approfondite, le tecniche di monitoraggio e i meccanismi di allarme previsti dai nuovi standard di vigilanza, al fine di rilevare variazioni minime nei livelli di rischio durante l'intero ciclo di vita del rapporto di credito.

Indicazione di policy #5.4 (*Effetti prudenziali collegati all'età delle esposizioni*). I requisiti di accantonamento dovrebbero essere calibrati in base al livello reale dei rischi relativi alle esposizioni, come costantemente verificati e valutati dalle banche sulla base di parametri affidabili ed oggettivi.

A seguito di eventuali concessioni di misure di tolleranza, previste nell'ambito di un piano di ristrutturazione, in base al quale è concordato il pagamento dell'importo originario o modificato, la maturazione dell'esposizione dovrebbe essere sospesa una volta concessa la misura di tolleranza e dovrebbe riprendere solo qualora l'esposizione continui ad essere deteriorata: ciò al termine di un periodo ragionevole, necessario per il conseguimento di una svolta positiva e, in ogni caso, trascorsi tre anni.

In ogni caso, l'accantonamento dovrebbe essere richiesto solo se e nella misura in cui la valutazione del rischio, effettuata in base a parametri oggettivi e affidabili, dimostri che non esistono prospettive residue di recupero entro un periodo di tempo ragionevole.

[134] Ai sensi degli ITS dell'EBA, quando delle concessioni sono accordate per le esposizioni deteriorate, è possibile ritenere che queste ultime cessino di essere tali solo quando sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

(a) l'ottenimento della concessione non comporta una riduzione di valore o un inadempimento;

(b) è trascorso un anno dalla concessione delle misure di tolleranza;

(c) non sussistono, a seguito della concessione delle misure di tolleranza, né preoccupazioni circa il rimborso integrale dell'esposizione in base alle condizioni in esistenti, successive alla concessione. L'assenza di preoccupazioni deve essere determinata a seguito di un'analisi della situazione finanziaria del debitore. Le preoccupazioni possono ritenersi venute meno quando il debitore ha corrisposto, mediante pagamenti regolari in accordo alle condizioni post-concessione, un importo totale pari a quello precedentemente scaduto (se vi erano importi scaduti) o rinunciato (se non vi erano importi scaduti) in base alle condizioni "post-concessione", ovvero quando il debitore ha altrimenti dimostrato di essere in grado di rispettare le condizioni "post-concessione".

3.3. Gestione dei problemi di coordinamento e di hold-out nei negoziati con le banche

L'intensa regolamentazione cui sono soggette le banche e le specifiche esigenze, che esse devono soddisfare nella gestione dei crediti in sofferenza, differenziano sostanzialmente la posizione delle banche da quella degli altri creditori. I creditori finanziari tendono a condividere - nella maggior parte dei casi - vincoli simili e, in linea generale, interessi simili.

Alla luce di quanto precede, i legislatori potrebbero prendere in considerazione la possibilità di disciplinare procedure o misure di ristrutturazione specificamente concepite per i creditori finanziari o, quantomeno, di consentire una limitazione del gruppo dei creditori interessati dalla ristrutturazione esclusivamente ai creditori finanziari.[135] Tali accordi di ristrutturazione - negoziati comunemente in via stragiudiziale e limitati ai creditori finanziari per quanto riguarda i propri effetti[136] - dovrebbero essere finalizzati a superare una situazione di crisi di liquidità e a prevenire l'insolvenza, tutelando, nel contempo, tutte le parti interessate da azioni di recupero in caso di successiva apertura di una procedura di insolvenza.[137]

Tuttavia, anche se i creditori finanziari tendono ad avere interessi coincidenti, vi possono essere circostanze in cui alcuni creditori si oppongono ad una ristrutturazione che persegue il miglior interesse dei creditori nel loro insieme, per motivi prettamente opportunistici o in ragione di interessi e vincoli economici diversi.[138] Questo tipo di disallineamento è, ovviamente, più probabile in presenza di un numero elevato di banche coinvolte nel processo di ristrutturazione. Invero, l'esistenza di interessi e vincoli differenti può ostacolare il coordinamento tra i creditori finanziari e può dare adito a problemi di "hold-out" in grado di compromettere il processo di ristrutturazione. Per tale motivo, è importante disporre di meccanismi giuridici che consentano di raggiungere un accordo con una maggioranza definita di creditori finanziari, nonché di renderlo vincolante per i finanziatori dissenzienti o non partecipanti, a condizioni eque e ragionevoli.

Inoltre, al fine di facilitare i negoziati con le banche (e, di fatto, anche quelli tra le banche) riguardanti una ristrutturazione, le banche dovrebbero essere incoraggiate a concordare codici di condotta o protocolli procedurali comuni (in qualche misura ispirati al cosiddetto Approccio di Londra). Ciò vincolerebbe le banche ad una serie di norme procedurali volte a promuovere la cooperazione:

---

[135] È il caso del regime del concordato britannico che, anche se non concepito specificamente per trattare con i creditori finanziari (e, in effetti, non è nemmeno una procedura di ristrutturazione da un punto di vista formale), può essere utilizzato per adottare una ristrutturazione che abbia ad oggetto solo alcune categorie di creditori, tra cui i creditori finanziari.

[136] Si veda l'italiano *accordo di ristrutturazione con intermediari finanziari* e lo spagnolo *Acuerdo de Refinanciación Homologado*

[137] Come dimostrato da prove empiriche riguardanti tutte le giurisdizioni interessate, i creditori finanziari sono solitamente più propensi a concordare una ristrutturazione rispetto agli altri tipi di creditori.

[138] Ad esempio, soggetti finanziatori differenti possono avere un rapporto diverso con il debitore (alcuni possono avere un interesse a continuare a fare affari con il debitore in futuro, altri possono avere un interesse a breve termine consistente nel recupero del proprio credito). Possono inoltre essere sottoposti ad un diverso livello di pressione per la risoluzione di una situazione avente ad oggetto un prestito problematico a causa di alcune caratteristiche del proprio portafoglio crediti, ovvero della loro esposizione nei confronti dello specifico settore in cui opera il debitore. Inoltre, se uno qualsiasi dei creditori finanziari è titolare di una misura di protezione del credito – un'assicurazione del credito o un *credit default swap* – gli interessi di questi ultimi possono essere in conflitto con quelli del resto del gruppo e ciò può produrre incentivi ad imporre una ristrutturazione in modo da far scattare i relativi diritti nei confronti delle controparti garanti o, addirittura, a spingere il debitore verso un'insolvenza formale.

- la nomina di un comitato direttivo per facilitare il dialogo tra le banche in vista di obiettivi predefiniti e nel rispetto delle scadenze previste;
- basare le discussioni su informazioni affidabili che dovranno essere verificate da un esperto indipendente;
- imporre un dovere di equità alle altre banche interessate (ad esempio, non cedere i crediti ad un acquirente che, in base alla conoscenza della banca, potrebbe ostacolare la ristrutturazione e/o esigere che l'acquirente continui a partecipare ai comitati di coordinamento istituiti dalle banche ed adotti un approccio cooperativo con il soggetto coordinatore delle banche).

Indicazione di policy #5.5 (*Ristrutturazione limitata ai creditori finanziari*). La legge dovrebbe prevedere procedure o misure di ristrutturazione che producano effetti esclusivamente sui creditori finanziari, senza incidere sui creditori non finanziari non consenzienti.

Indicazione di policy #5.6 (*Adozione di codici di condotta da parte delle banche*). Le banche dovrebbero essere incoraggiate ad adottare codici di condotta per la promozione del coordinamento tra i soggetti finanziatori, della verifica indipendente delle informazioni e della correttezza durante le negoziazioni.

3.4. Rapporti con i servizi creditizi

Le istituzioni dell'UE stanno basando la propria strategia per affrontare il problema degli NPL, unitamente ad altri interventi, sulla promozione dello sviluppo di mercati secondari efficienti, aventi ad oggetto tali crediti.

In tale direzione, la proposta di Direttiva sui Servizi di Credito prevede un insieme comune di norme che disciplinano gli acquirenti specializzati del credito che saranno autorizzati ad operare all'interno dell'UE. Plausibilmente, una loro presenza più attiva nel mercato del debito in difficoltà dovrebbe modificare ulteriormente lo scenario in cui si svolgono le trattative per la ristrutturazione. Da un lato, i fondi e gli investitori professionali in NPL potrebbero adottare un approccio maggiormente speculativo e meno cooperativo nei confronti dei debitori durante i negoziati di ristrutturazione; dall'altro lato, tali attori specializzati potrebbero essere in una posizione migliore per sostenere il debitore in una situazione di crisi rispetto alle banche.

Ciò che risulta certo è che i servizi creditizi potrebbero agire con maggiore flessibilità rispetto alle banche, in quanto non sono soggetti agli stessi vincoli normativi. Inoltre, investendo negli NPL societari "single name", con l'obiettivo di acquisire il controllo del processo di ristrutturazione, l'intervento dei sevizi creditizi potrebbe aumentare le probabilità di successo della ristrutturazione. I fondi privati sono inoltre meglio attrezzati delle banche commerciali (in ragione di vincoli normativi meno invasivi in materia di proprietà azionaria) con riferimento ad operazioni aventi ad oggetto azioni assegnate nell'ambito degli swap debito-capitale, in quanto è più probabile che si impegnino nella ristrutturazione delle società interessate.

Tuttavia, la sostituzione totale delle banche con acquirenti professionali di crediti nella gestione delle ristrutturazioni non appare - come già evidenziato - un risultato auspicabile. Risulta opportuno, dunque, un approccio più equilibrato, che preveda una situazione in cui l'NPL è gestito dall'entità (banca o servizio creditizio) che, in concreto, può recuperare valore più agevolmente da quest'ultimo.

4. Rapporti con altre tipologie di creditori

4.1. Diversificazione degli incentivi e delle preferenze dei creditori

Come già accennato in precedenza in merito al dovere di buona fede (par. 2.3), i creditori possono avere incentivi e preferenze molto diversi tra loro. L'opinione tradizionale secondo cui i creditori nel loro insieme sono guidati dall'obiettivo di massimizzare il valore attuale del proprio credito è una semplificazione molto utile ma che, tuttavia, non esprime appieno l'ampia gamma di funzioni di utilità dei creditori.

Ad esempio, è evidente che le banche sono motivate dall'obiettivo di massimizzare l'intero portafoglio di crediti in sofferenza, piuttosto che massimizzare il recupero in relazione ad uno specifico caso di crisi d'impresa. Conseguentemente, le banche possono talvolta assumere posizioni che possono risultare inefficaci dal punto di vista di un determinato accordo di ristrutturazione, ma che sono considerate efficienti dalla banca al fine di massimizzare il valore attuale del portafoglio crediti in sofferenza nel suo insieme (ad esempio, "affondando" una ristrutturazione per comunicare agli operatori del mercato una certa policy interna, ritenuta idonea a consentire un recupero più elevato da un punto di vista aggregato). Inoltre, i lavoratori possono essere inclini ad accettare soluzioni che non garantiscono loro il miglior recupero possibile se tali soluzioni consentono la continuazione dell'attività. In questo senso, i possibili esempi di interessi legittimi dei creditori che si discostano dall'obiettivo, apparentemente inflessibile, di massimizzare il valore attuale dei crediti sono innumerevoli.

A causa di tale diversità di incentivi e di preferenze dei creditori, il debitore dovrebbe adottare un approccio diverso nella conduzione delle trattative per il conseguimento della ristrutturazione a seconda dei diversi tipi di creditori.

4.2. Gestione dei rapporti con i lavoratori

In qualsiasi situazione di crisi, negoziare efficacemente con i lavoratori risulta di grande importanza per il successo del tentativo di ristrutturazione in ragione del ruolo rivestito da questi ultimi, nonché in ragione della loro particolare posizione.

Da un lato, i lavoratori sono in genere fortemente favorevoli alle ristrutturazioni, in quanto il loro successo è spesso essenziale per consentire loro di conservare il posto di lavoro.[139] Essi potrebbero ritenere nel proprio interesse sostenere un piano, anche se meno vantaggioso rispetto allo scenario alternativo di liquidazione formale dal punto di vista del recupero, ogniqualvolta l'adozione del piano consenta loro di mantenere il posto di lavoro (soprattutto poiché diverse giurisdizioni, tra cui l'Italia e la Spagna, accordano ai crediti dei lavoratori una priorità sul patrimonio aziendale).[140] I lavoratori terranno inevitabilmente in considerazione, nelle proprie decisioni, il rischio di perdere il posto di lavoro e la probabilità di trovare un posto di lavoro alternativo adeguato. Inoltre, soprattutto nelle piccole e medie imprese, i lavoratori possono anche avere legami personali con l'imprenditore che scoraggiano questi ultimi dal respingere una proposta di ristrutturazione.

[139] Il comportamento cooperativo (e remissivo) che i dipendenti mostrano durante le trattative di ristrutturazione è stato evidenziato all'unanimità durante le interviste condotte in Spagna. Si vedano i risultati nazionali spagnoli disponibili all'indirizzo www.codire.eu.

[140] La priorità accordata ai crediti dei lavoratori è fondata su ragioni sia sociali che economiche (come il fatto che i lavoratori non sono liberi di diversificare i propri investimenti).

Dall'altro lato, i lavoratori sono virtualmente sempre "fornitori" di input strategici in vista della continuazione dell'attività, circostanza che rende estremamente importante il loro consenso alla ristrutturazione. In altre parole, il successo della ristrutturazione dipende in larga misura dalla conservazione dei dipendenti chiave, che peraltro sono coloro più probabilmente dissentiranno con riferimento al piano di ristrutturazione in quanto, con ogni probabilità, avranno a disposizione altre alternative rispetto alla conclusione di un accordo con l'imprenditore.

Deve, inoltre, essere osservato che le trattative con i lavoratori sono generalmente disciplinate dalla legge in modo maggiormente rigoroso rispetto alle trattative con altre categorie di creditori. La caratteristica principale di tali negoziati è rappresentata dal fatto che, in molte giurisdizioni, non possono normalmente svolgersi su base individuale, ma devono piuttosto essere condotti su base collettiva, coinvolgendo, ad esempio, i sindacati.[141]

Al fine di negoziare efficacemente con i lavoratori, il debitore dovrebbe concentrarsi sull'offerta di incentivi adeguati che possano dissuadere i lavoratori più qualificati dall'accettare offerte di lavoro alternative. Ciò è importante per neutralizzare, o almeno ridurre, il rischio di selezione avversa, che porterebbe l'impresa a trattenere solo lavoratori meno qualificati o produttivi una volta adottato il piano di ristrutturazione, compromettendo così in modo significativo le sue possibilità di sopravvivenza. Tale rischio è particolarmente elevato per le imprese che si avvalgono di competenze altamente specializzate. In tali imprese i veri assets immateriali sono il know-how e le capacità dei lavoratori. Questo è il motivo per cui, paradossalmente, quando l'impresa è in difficoltà e sono avviate le trattative per la ristrutturazione, è fondamentale attuare un sistema di incentivi efficace. Al fine di mantenere i dipendenti migliori, è anche molto importante condurre le trattative in modo trasparente ed equo, in modo da preservare la fiducia nel rapporto tra il debitore e i suoi dipendenti.

Come indicato nel Capitolo 3, il piano di ristrutturazione può prevedere la riduzione dell'organico, che può essere temporanea o permanente. Tale misura risulta frequentemente di grande importanza al fine di imprimere una svolta nell'attività: rinviare le azioni correttive del settore industriale, ad esempio non affrontando la questione dei licenziamenti, può condurre ad un ulteriore ciclo di negoziati o, addirittura, ad una situazione di non redditività dell'impresa. Ciò può risultare un tema molto delicato e, nell'informare i lavoratori sul fatto che il piano prevede una tale misura, il debitore dovrebbe riflettere molto attentamente sulla migliore strategia di comunicazione.[142]

La riduzione dell'organico può avvenire sia incentivando le dimissioni volontarie di alcuni dipendenti (più comunemente offrendo una determinata somma di denaro come contributo o un posto

[141] In Italia, i sindacati sono coinvolti nelle trattative ogniqualvolta le future pretese dei lavoratori potrebbero essere interessate della ristrutturazione. Invece, quando la ristrutturazione può incidere solo sulle rivendicazioni individuali dei lavoratori già esistenti, i sindacati hanno il diritto di negoziare per conto dei lavoratori solo se così è richiesto dai lavoratori interessati.
In Germania i sindacati non svolgono alcun ruolo *formale* nelle trattative sulla ristrutturazione con i lavoratori, ogniqualvolta sia presente un comitato aziendale (*Betriebsrat*). Il motivo risiede nel fatto che il comitato aziendale, nella realtà, è solitamente composto (anche) da sindacalisti, che si rivolgono al sindacato per farsi rappresentare e consigliare.

[142] Nelle interviste condotte in Germania, diversi esperti hanno raccomandato di essere il più possibile trasparenti con i dipendenti e di condividere i piani di licenziamento il prima possibile.

di lavoro alternativo)[143] sia licenziando unilateralmente alcuni lavoratori.[144] In quest'ultimo caso, la maggior parte delle giurisdizioni impone al debitore di condurre una negoziazione con i sindacati o altri organismi collettivi che rappresentano gli interessi dei lavoratori. Nell'avviare tale tipo di negoziati, il debitore dovrebbe essere adeguatamente informato sulle reti di sicurezza sociale esistenti, quali i programmi pubblici per gli esuberi a lungo o a breve termine, le indennità di disoccupazione ordinarie ed il prepensionamento. Invero, le proposte del debitore dovrebbero essere strutturate in modo tale da aumentare le probabilità di una sua approvazione, alla luce del possibile impatto dell'attuale rete di sicurezza sociale.

In ragione di quanto sopra, è opportuno evidenziare che, in alcuni casi, i lavoratori nella loro qualità di creditori dell'impresa, potrebbero essere interessati a presentare domanda di fallimento. Quando non è disponibile alcuna prospettiva di mantenimento del posto di lavoro (a causa di una prevista riduzione del personale o dell'apparente non redditività dell'impresa), quando il beneficio di una misura di sicurezza sociale è un'opzione interessante (ad esempio per i lavoratori prossimi al pensionamento), quando i lavoratori non hanno crediti non soddisfatti (o tali diritti godono di una priorità che, in ogni caso, porterebbe alla loro piena soddisfazione) e/o vi è un forte conflitto tra l'imprenditore e i lavoratori, spingere l'impresa verso una procedura liquidatoria d'insolvenza può risultare un'opzione per i lavoratori. Anche se tale caso non è molto comune e può apparire teorico, il numero di domande involontarie presentate dai dipendenti è aumentato significativamente in Italia negli ultimi anni.[145]

<u>Raccomandazione #5.10</u> (*Trattative con i lavoratori durante le negoziazioni*). Il debitore dovrebbe prestare particolare attenzione ai rapporti con i lavoratori durante le trattative sulla ristrutturazione, adottando eventualmente meccanismi di incentivazione e, in ogni caso, interfacciandosi con questi ultimi in modo trasparente, al fine di preservare o conquistare la loro fiducia.

4.3. Gestione dei rapporti con le autorità fiscali

I rapporti con le autorità fiscali sono diventati sempre più importanti alla luce della grande mole di debiti tributari che numerose imprese in crisi hanno accumulato. Tale fenomeno è particolarmente grave nelle giurisdizioni in cui le autorità fiscali sono piuttosto lente nell'accertare e recuperare i crediti fiscali. Invero, tale ritardo crea un incentivo per le imprese in difficoltà a trattenere

[143] È prassi piuttosto comune in Germania, soprattutto nei casi di insolvenza di grandi dimensioni, incentivare le dimissioni volontarie di taluni dipendenti offrendo loro un altro posto di lavoro presso un'impresa diversa (spesso individuata dal debitore stesso, con o senza incentivi pubblici). Ciò offre ai lavoratori trasferiti l'opportunità di qualificarsi per (e cercare) altri posti di lavoro, senza essere formalmente disoccupati e ricevendo una retribuzione, anche se spesso ridotta.

[144] In alcuni casi, la riduzione della forza lavoro può avvenire senza ridurre il numero di dipendenti, riducendo piuttosto il numero di ore di lavoro per tutti o per alcuni dipendenti. Le ricerche condotte in Spagna mostrano che tale soluzione è abbastanza comune e, in molti casi, ritenuta preferibile dagli interessati, in quanto non comporta licenziamenti ed è considerata più "dolce" (sebbene - in molti casi - si rivela insufficiente).

[145] Le ragioni di tale tendenza non sono facilmente comprensibili, anche se si può supporre che sia in parte dovuta ad un maggior numero di imprese che, in un contesto di crisi economica diffusa, non sono in grado di superare la situazione di crisi e, quindi, il tentativo di ristrutturazione è considerato inutile dai lavoratori. Un'altra ragione potrebbe essere rappresentata dal fatto che, se il datore di lavoro è dichiarato insolvente, la previdenza sociale corrisponderà ai dipendenti gli ultimi sei mesi di stipendio, più l'eventuale compenso differito ancora dovuto (circa un mese di stipendio per ogni anno di lavoro con lo stesso datore di lavoro).

i pagamenti dovuti alle autorità fiscali per far fronte alle tensioni dei flussi di cassa (almeno a breve termine, prima della reazione, lenta ma inevitabile, delle autorità fiscali).[146]

Quando i crediti fiscali godono di una forte priorità, come in Italia, l'approccio passivo delle autorità fiscali è ben giustificato dal proprio punto di vista. Un ritardo nella reazione all'evasione del debitore non incide sul recupero, in quanto il patrimonio dell'impresa in difficoltà è destinato principalmente al soddisfacimento delle imposte, mentre le azioni di verifica comportano un costo (anche se tale costo sarebbe del tutto trascurabile per l'amministrazione tributaria, che è comunque tenuta a controllare tutti i contribuenti per contenere l'evasione fiscale). Tuttavia, l'effetto indesiderato è rappresentato dall'accumulo di un consistente stock di debiti fiscali non onorati, rilevanti momento in cui l'impresa avvia le trattative di ristrutturazione.

Sebbene possano sorgere preoccupazioni circa l'efficacia della scelta politica di accordare una priorità ai crediti fiscali, tale scelta, ove compiuta, è legata ad una concezione diffusa e profondamente radicata dell'interesse pubblico come prevalente rispetto all'interesse privato, che va ben oltre la questione della ristrutturazione delle imprese.

In ogni caso, anche se in una posizione più forte o più debole, ciò a seconda dell'esistenza o meno di una priorità per i crediti fiscali in base alla legge applicabile, le autorità fiscali dovrebbero essere coinvolte nei negoziati sulla ristrutturazione. Al fine di non ostacolare una ristrutturazione efficace, il legislatore dovrebbe prevedere la possibilità per le autorità fiscali di accettare una riduzione o di rinunciare ai propri crediti, se ciò consente di massimizzare l'interesse a lungo termine dell'amministrazione fiscale (che non si limita a massimizzare il valore attuale dei crediti esistenti, ma comprende anche il mantenimento in attività di un'impresa che, continuando ad operare, genererà altre entrate).[147] Potrebbe risultare necessario che un soggetto indipendente esamini la situazione e concordi con la valutazione dell'autorità o delle autorità fiscali disposte a ridurre o a rinunciare ai crediti.

Al fine di facilitare la negoziazione del piano di ristrutturazione e renderlo efficace, sarebbe opportuno prevedere che la decisione sul progetto di ristrutturazione sia presa da poche, idealmente una sola, entità competenti per tutti i crediti fiscali.[148] Tale norma consentirebbe di avere una sola controparte, facilitando la procedura. Anche quando il credito può essere effettivamente oggetto di rinuncia, i dipendenti delle autorità fiscali dovrebbero poter contare su garanzie che consentano loro di concordare una cancellazione o una rinegoziazione del debito.

---

[146] I risultati delle ricerche empiriche condotte in Spagna mostrano che la causa più comune che conduce le MPMI in uno stato di crisi a chiedere una consulenza specifica in caso di insolvenza è il verificarsi di un sequestro a favore delle autorità fiscali (cfr. i risultati nazionali per la Spagna, disponibili all'indirizzo www.codire.eu).

[147] Come già anticipato, durante i negoziati per la ristrutturazione le autorità fiscali dovrebbero basare le loro decisioni sulla massimizzazione dei propri interessi a lungo termine (che è peraltro la posizione che le autorità fiscali dovrebbero adottare poiché, per definizione, sono attori abituali). Non è opportuno che le autorità fiscali perseguano un interesse pubblico più generale (ad esempio, il mantenimento dei posti di lavoro, il sostegno all'economia nelle zone meno sviluppate), anche quando ciò risulti in conflitto con l'interesse economico delle autorità fiscali. Infatti, le autorità fiscali non hanno una legittimazione democratica e la capacità tecnica per adottare tale tipo di decisioni (vale a dire, come utilizzare i fondi pubblici nell'interesse pubblico), che sarebbe meglio adottare per mezzo di procedimenti più trasparenti che riguardino la collettività, piuttosto che mediante decisioni adottate caso per caso, le quali potrebbero sollevare problemi di illegittima discriminazione.

[148] L'individuazione di uno o più responsabili decisionali per tutte le autorità fiscali, benché opportuna, potrebbe non essere attuabile in alcune giurisdizioni a causa degli ostacoli legati al proprio ordinamento costituzionale o ad altre caratteristiche nazionali. È il caso, ad esempio, della Germania, la quale ha un sistema federale che non permetterebbe di concentrare il potere decisionale in materia di ristrutturazione in uno o pochi enti decisori in tutti i casi.

<u>Indicazione di policy #5.7</u> (*Negoziati efficaci con le autorità fiscali*). Il debitore dovrebbe essere in grado di negoziare la ristrutturazione con il minor numero possibile di autorità fiscali, possibilmente una sola, e le negoziazioni dovrebbero avere come obiettivo quello di massimizzare gli interessi a lungo termine dell'insieme delle autorità fiscali. I dipendenti responsabili delle autorità fiscali dovrebbero essere in grado di decidere in modo obiettivo se la riduzione o la rinuncia di determinati crediti fiscali possa perseguire l'obiettivo summenzionato. A tal fine, i dipendenti responsabili dovrebbero essere esentati da qualsiasi responsabilità, possibilmente dopo aver ricevuto conferma della propria valutazione da parte di un professionista indipendente.

5. Il ruolo degli attori esterni: mediatori e professionisti indipendenti

5.1. L'agevolazione dei negoziati per mezzo di attori esterni

La trattativa tra il debitore e i suoi creditori può essere agevolata coinvolgendo attori esterni, quali professionisti indipendenti che esaminino il piano e/o mediatori che assistano le parti nelle trattative.

Queste due tipologie di figure svolgono un ruolo molto diverso nel contesto delle trattative per la ristrutturazione. Di conseguenza, le loro rispettive qualifiche e, soprattutto, i loro atteggiamenti nei confronti dei negoziati dovrebbero essere diversi.

Come sarà discusso più approfonditamente nel Capitolo 6, il professionista incaricato di esaminare il piano di ristrutturazione è tenuto a fornire una valutazione indipendente sul miglior interesse dei creditori, rispetto a quanto proposto dal debitore nel piano.

Tale valutazione comporta le seguenti valutazioni: i) se il piano è fattibile nei termini descritti dal debitore e, quindi, se è in grado di produrre i risultati attesi; e ii) se il piano conduce ad un risultato migliore rispetto a quello che il creditore potrebbe attendersi nello scenario alternativo più probabile qualora il piano non fosse approvato (che può essere rappresentato da una liquidazione ordinaria per insolvenza, ovvero dalla continuazione dell'attività senza una riduzione della leva finanziaria ma ad esclusione, invece, di uno scenario avente ad oggetto un ulteriore piano di ristrutturazione meramente ipotetico).[149]

Presupposto della prima valutazione è, inoltre, che il professionista indipendente verifichi che il piano sia basato su dati attendibili ed accurati, verificando le attività e le passività dell'impresa ovvero, ove previsto dalla legge, certificando i dati sotto la propria responsabilità. In breve, il ruolo del professionista indipendente è quello di ridurre l'asimmetria informativa tra debitore e creditore e di informare i creditori se sia nel loro miglior interesse sostenere, o piuttosto opporsi, al piano di ristrutturazione. Il ruolo del perito è particolarmente importante quando un numero significativo di creditori non possiede le competenze necessarie per valutare il piano proposto e/o, a causa dell'entità dei propri crediti, non ha incentivi adeguati a compiere tale valutazione. Le prove empiriche raccolte in questo studio mostrano chiaramente che i pareri dei professionisti indipendenti esercitano un'influenza significativa sui creditori, i quali sono notevolmente più propensi ad approvare il piano proposto una volta che sia emesso un parere favorevole.[150]

---

[149] Per ulteriori informazioni sul "test del migliore interesse", si veda il Capitolo 2.

[150] Tuttavia, è abbastanza interessante notare che il diritto di richiedere una perizia indipendente sulla fattibilità e la validità di un accordo di ristrutturazione (che viene concesso sia al debitore che ai creditori ai sensi dell'art. 71 bis.4 della legge spagnola in materia di insolvenza, art. 71 bis.4) è raramente utilizzato (cfr. i risultati nazionali per la Spagna,

Al mediatore è affidato un compito molto diverso. I compiti affidati a quest'ultimo saranno discussi più avanti nel par. 5.2. Tuttavia, merita rilevare che il mediatore ha un coinvolgimento molto più profondo nel negoziato rispetto al perito. La funzione principale del mediatore consiste nel facilitare il raggiungimento di un accordo tra il debitore e i suoi creditori rispetto ai termini ed al contenuto del piano di ristrutturazione. Al fine di compiere efficacemente tale sforzo, il mediatore deve avere pieno accesso a tutte le informazioni, comprese quelle che il debitore e i creditori desiderano mantenere riservate. Per consentire alle parti di rivelare tali informazioni al mediatore, è essenziale concedere a queste ultime un forte ed ampio privilegio professionale, simile a quello avvocato-cliente.

Alla luce di quanto precede, il ruolo del professionista indipendente e quello del mediatore non dovrebbero essere associati in un'unica persona, altrimenti l'esperto non avrebbe l'indipendenza richiesta e l'azione del mediatore risulterebbe priva di efficacia a causa della prevedibile resistenza delle parti, in particolare del debitore, a condividere apertamente tutte le informazioni rilevanti.

La combinazione dei due ruoli può essere presa in considerazione solamente con riferimento alle microimprese e alle piccole imprese, dove l'aumento dei costi di mantenimento di due professionisti diversi può risultare superiore ai benefici che ne derivano.

5.2. Il mediatore

Le trattative riguardanti un piano potrebbero risultare difficili a causa del coinvolgimento di numerosi stakeholder che presentano, spesso, interessi contrastanti, rendendo così difficile il loro coordinamento. Inoltre, la reazione emotiva delle parti alla crisi dell'impresa, soprattutto nelle MPMI, dove mediamente le parti sono meno sofisticate, fa sì che esse agiscano egoisticamente invece di cooperare, causando ritardi e costose controversie (si tratta di un problema ben noto dell'azione collettiva). Più tempo viene impiegato ad instaurare un rapporto di fiducia durante la fase di negoziazione, migliori sono le possibilità che i partecipanti raggiungano un accordo che abbia ad oggetto una soluzione efficiente ed equa. A tale proposito, la nomina di un professionista indipendente competente e dotato di notevole esperienza nel facilitare l'interazione tra più parti può risultare estremamente vantaggiosa.

Conseguentemente, negli ultimi anni alcune giurisdizioni hanno introdotto norme che consentono al debitore di chiedere la nomina di un mediatore sia in situazioni di pre-insolvenza sia dopo l'apertura di una procedura d'insolvenza. La mediazione risulta ben consolidata negli Stati Uniti, dove un mediatore è spesso coinvolto al fine di facilitare le trattative sul piano (ad esempio nel contesto dei procedimenti del Chapter 11). I giudici fallimentari americani possono persino imporre la mediazione (e qualsiasi parte può chiedere al giudice di emettere tale ordinanza), al fine di risolvere le controversie e gestire le opposizioni che possono ostacolare le procedure di insolvenza.[151]

Un diverso approccio è stato adottato da quei paesi europei che hanno recepito le norme sulla mediazione nel contesto della ristrutturazione delle imprese. In Europa, l'intervento di un mediatore è limitato alle procedure di pre-insolvenza e ha lo scopo di aiutare le parti a raggiungere un accordo

disponibili all'indirizzo www.codire.eu). In Germania, le banche spesso richiedono una valutazione indipendente del piano esistente o, preferibilmente, che un esperto indipendente rediga il piano prima di impegnarsi in una ristrutturazione: ciò anche come protezione contro azioni di responsabilità e revocatorie.

[151] Con riferimento all'esperienza americana cfr. L. A. BERKOFF *et al*., "Bankruptcy Mediation" in American Bankruptcy Institute, (2016) Alexandria, VA.

sui termini della ristrutturazione.[152] Inoltre, la nomina di un mediatore, o di un conciliatore, è ritenuta utile principalmente nel contesto delle ristrutturazioni extragiudiziali.[153] Tuttavia, deve essere notato che anche le ristrutturazioni giudiziarie trarrebbero un vantaggio dalla mediazione: i negoziati sono comuni in tali procedure e la nomina di un mediatore può risultare utile al fine di accelerare il processo, coordinando i creditori nel voto sulla proposta di ristrutturazione.

Le interviste qualitative condotte con professionisti che forniscono consulenza ai debitori e ai creditori dimostrano che, molto raramente, le parti scelgono di coinvolgere professionisti con capacità e competenze specifiche nel facilitare le trattative sulla ristrutturazione. Ciò è dovuto in gran parte ad una diffusa mancanza di conoscenza delle parti coinvolte nelle trattative riguardo la natura ed il funzionamento della ristrutturazione, nonché, soprattutto, riguardo gli effetti positivi prodotti dalla presenza del mediatore in tale contesto.[154] Inoltre, le norme giuridiche che impongono la nomina di un mediatore nell'ambito della ristrutturazione delle imprese sono piuttosto rare in Europa.[155] Solamente in casi isolati, come per l'accordo di pagamento extragiudiziale spagnolo (*acuerdo extragiudiziale de pagos*), la legge prevede espressamente un processo di mediazione per la ristrutturazione delle piccole imprese (PMI) e individua i requisiti specifici per il *mediador concursal* (che è spesso un esperto di ristrutturazioni, insolvenza od altre aree collegate), nonché i compiti a questo affidati.[156]

La nomina del mediatore dovrebbe essere effettuata dal giudice,[157] tenendo conto dei suggerimenti provenienti dal debitore o da altre parti interessate dalla ristrutturazione. Il professionista nominato come mediatore nelle procedura di insolvenza deve possedere le qualifiche

---

[152] La mediazione nel contesto dell'insolvenza si sta diffondendo in tutto il mondo, come dimostrato da recenti studi comparativi, cfr. L.C. PIÑEIRO K.F. GOMEZ, (eds.), "Comparative and International Perspectives on Mediation in Insolvency Matters: An Overview", (2017) TDM 4, Special Issue; B. WESSELS e S. MADAUS, "Instrument of the European Law Institute - Rescue of Business in Insolvency Law", (2017) pagg. 127-131, disponibile su: ssrn.com/abstract=3032309.

[153] Il ricorso alla mediazione per facilitare la negoziazione del piano trova un chiaro sostegno nella Raccomandazione della Commissione europea, cfr. punto 17 e Sezione II B (2014/135/UE) ed il Progetto di Direttiva sulle Ristrutturazioni, che introduce due nuove figure professionali nel contesto dell'insolvenza e delle ristrutturazioni aziendali: un mediatore ed un supervisore, cfr. punto 18 e Art. 5 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni (COM/2016/723 definitivo). La mediazione si ritrova anche nel Principio B4 (Informal Workout Procedures) della Banca Mondiale, che incoraggia il coinvolgimento di un mediatore nel periodo di pre-insolvenza e di ristrutturazione informale. Si veda "Principles for Effective Insolvency and Creditor Rights Systems" (2016) della Banca mondiale, disponibili su: documents.worldbank.org/curated/en/518861467086038847/Principles-for-effective-insolvency-and-creditor-and-debtor-regimes.

[154] L'idea di prevedere il coinvolgimento di un mediatore al fine di facilitare le trattative tra il debitore e i creditori incontra ancora notevoli limiti nella cultura dell'intera comunità imprenditoriale. In larga misura, la prevenzione dell'insolvenza è ancora percepita come una questione di competenza dei tribunali e dei procedimenti giudiziari. Inoltre, i professionisti raramente consigliano alle parti di nominare un mediatore, parti che, peraltro, dovrebbero essere adeguatamente informate sulle opportunità associate alla nomina di un mediatore.

[155] La Raccomandazione del 2014 della Commissione, al punto 32, prevede solamente che: a) le funzioni di mediatore consistono nell'assistere le parti nel raggiungimento di un accordo sul piano di ristrutturazione; b) un mediatore può essere nominato d'ufficio o su istanza del debitore o dei creditori qualora le parti non siano in grado gestire le trattative da sole. La maggior parte degli Stati membri non ha ancora emanato norme nazionali volte a soddisfare la raccomandazione della Commissione del 2014 per quanto riguarda la nomina di un mediatore.

[156] La mediazione in caso di insolvenza è stata istituita in Spagna nel 2013 dalla legge fallimentare spagnola (*Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización*) artt. 231 e segg. Più tardi, il regio decreto legge spagnolo 1/2015 emanato il 27 febbraio, detto legge sulla seconda opportunità, ha introdotto alcune modifiche sia con riferimento alla procedura extragiudiziale prevista nel regolamento sull'"accordo di pagamento extragiudiziale" (*Acuerdo Extrajudicial de Pagos*), come anche al ruolo di mediatore.

[157] La nomina giudiziale del mediatore non dovrebbe essere sempre obbligatoria, dovendo essere decisa caso per caso in funzione delle circostanze del caso specifico. Cfr. Art. 9 della Raccomandazione della Commissione europea del 2014 e l'Art. 2 del progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni.

professionali ordinarie richieste per svolgere l'attività di mediatore,[158] eventualmente in aggiunta alle competenze specifiche in materia di diritto fallimentare ed alla relativa esperienza richiesta. Infatti, al mediatore può essere richiesto anche di consigliare le parti in merito alla scelta delle misure da includere nel piano.[159] In altri termini, il mediatore dovrebbe avere specifiche capacità di mediazione (ad esempio, capacità di ascolto e comunicazione, capacità di conquistare la fiducia delle parti al fine di renderle più sicure nella condivisione di informazioni riservate), che dovrebbero essere preferibilmente combinate con le competenze tipiche degli avvocati impegnati nelle ristrutturazioni e degli altri consulenti coinvolti nel processo di ristrutturazione.

La nomina di un mediatore può essere consigliabile in considerazione dell'importanza di ottenere un materiale informativo completo e della cooperazione tra le parti (cfr. par. 2), nonché in considerazione delle seguenti considerazioni: (a) la mediazione risponde meglio alla specifica natura privata delle trattative; (b) quando la mediazione ha luogo in una fase iniziale, il mediatore può aiutare le parti a individuare le cause della crisi e a diventare più disponibili riguardo alla possibilità di effettuare concessioni nel contesto delle trattative (una delle tecniche più comuni per ottenere tale risultato è sollevare domande sulle circostanze che hanno complicato i rapporti tra i creditori ed il loro debitore); c) il coinvolgimento di un mediatore in una fase iniziale della crisi dell'impresa riduce i costi, consentendo una più tempestiva selezione dello strumento appropriato ed evitando in tal modo la distruzione di valore associata ai ritardi; d) il mediatore facilita un'adeguata condivisione delle informazioni preliminari tra le parti prima che queste inizino a discutere il contenuto del piano; e) nella gestione delle trattative, il mediatore ricorre spesso a specifiche strategie di conquista della fiducia per aiutare le parti ad avvicinarsi al mediatore, nonché tra di loro; f) le relazioni commerciali sono preservate e possono addirittura crescere.[160]

Il mediatore incoraggia le parti a trovare proprie soluzioni alle difficoltà dell'impresa, ponendo domande che potrebbero aiutare a identificare i problemi che ostacolano le trattative e, ove possibile, formulando suggerimenti o chiedendo se le parti hanno preso in considerazione alcune possibili soluzioni che potrebbero facilitare l'avanzamento delle trattative. A tal fine, il mediatore può organizzare una conferenza iniziale che consenta alle parti di condividere le proprie opinioni sulle questioni da trattare. Riunioni separate successive (caucus) risulteranno utili al fine di individuare un terreno comune di cooperazione su questioni specifiche ed al fine di aprire un canale di trasmissione delle informazioni necessarie per condurre efficacemente i negoziati sul piano di ristrutturazione.

[158] Cfr. la Direttiva 2008/52/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2008, relativa alla mediazione europea, che prevede che il mediatore debba avere una formazione specifica ed essere assicurato per coprire la responsabilità civile derivante dalle sue attività. Gli Stati membri sono liberi di decidere in merito ai requisiti professionali e alle altre norme applicabili alla formazione dei mediatori, anche se è probabile che la revisione della stessa direttiva, attualmente in corso, introduca ulteriori requisiti.

[159] Al fine di facilitare l'attività delle parti che elaborano un piano, il ruolo del mediatore spesso va oltre la risoluzione delle controversie e la facilitazione della comunicazione tra le parti. Infatti, il mediatore dovrebbe anche impegnarsi in diverse attività tecniche, come ad esempio i) verificare l'esistenza e l'importo dei crediti; ii) preparare un piano di pagamento e, se del caso, un business plan attuabile; e iii) coordinare le riunioni dei creditori per discutere e raggiungere una proposta di accordo. Tali attività sono tipicamente riservate al *mediador concorsual* in Spagna, cfr. C. S. MOTILLA, "The Insolvency Mediation in the Spanish Law" in L. C. PIÑEIRO, K. F. GÓMEZ, "Comparative and International Perspectives on Mediation in Insolvency Matters: An Overview", (2017) TDM 4, Special Issue, 5. Inoltre, in Belgio, le ristrutturazioni extragiudiziali coinvolgono spesso un *mediatore societario* che assiste le parti nella preparazione del piano di ristrutturazione, cfr. articolo. 13, legge sulla continuità delle imprese del 31 gennaio 2009 (*Loi relative à la continuité des enterprises*).

[160] Per realizzare quest'ultimo obiettivo, il contributo del mediatore dovrebbe consistere: (1) nel permettere alle parti di trovare soluzioni creative che possano, ad esempio, aumentare la resistenza dei debitori alle crisi d'impresa; (2) nell'incoraggiare le parti a comunicare in modo efficace

Nella gestione degli incontri, il mediatore spesso ricorrerà a specifiche strategie e attività di brainstorming con l'intento di aumentare la fiducia.

Peraltro, la competenza più importante di un mediatore consiste proprio nel costruire un insieme coerente di informazioni comunicate dal gruppo degli stakeholder coinvolti nelle trattative.[161] Infatti, le parti spesso condividono i propri dati sensibili con il mediatore, il quale diventa il veicolo di comunicazione tra i diversi gruppi ed il "custode" delle informazioni. Pertanto, l'intero processo di mediazione dovrebbe essere coperto dalla riservatezza in modo tale da mantenere il procedimento riservato e preservare un senso di fiducia e di equità sostanziale tra tutte le parti interessate (ad esempio, la riservatezza è una delle caratteristiche principali del francese *Mandat ad hoc* e *Conciliation Procedures*),[162] mentre il *mediador concursal* spagnolo non gode di un obbligo di riservatezza così forte.[163]

La questione relativa alla riservatezza è fondamentale. La redazione di un piano valido richiede informazioni affidabili ed aggiornate. Un problema comunemente sollevato dai professionisti che assistono i debitori ed i creditori è rappresentato dalla difficoltà di creare, rapidamente, un insieme completo di informazioni. I debitori ed i creditori, in particolare nella prima fase delle trattative, si astengono dal condividere le informazioni riservate, necessarie al fine di trovare un accordo sul piano di ristrutturazione, in quanto preoccupati per il rischio che qualsiasi dichiarazione o concessione effettuata durante il processo negoziale possa essere utilizzata a loro danno. A tale proposito, il coinvolgimento di un mediatore può risultare molto utile: il mediatore è in grado di facilitare un'adeguata condivisione delle informazioni tra i gruppi di stakeholder, organizzando incontri separati con ciascuna parte (debitore, creditori o altri terzi) ed acquisendo informazioni con la garanzia della massima riservatezza.

Il mediatore dovrebbe quindi ottenere dalla parte interessata un'autorizzazione espressa a comunicare le informazioni ritenute necessarie per giungere rapidamente ad un accordo di ristrutturazione (è importante notare che tali informazioni, essendo necessarie per raggiungere un accordo, sarebbero state comunque sicuramente comunicate dalla parte interessata). Oltre alle informazioni derivanti dal procedimento di mediazione o ad esso correlate, in alcuni casi dovrebbe essere trattata come privilegiata anche la semplice circostanza riguardante il verificarsi di un procedimento di mediazione.

<u>Indicazione di policy #5.8</u> (*Nomina di un mediatore in un procedura d'insolvenza. Obbligo di riservatezza*). Ogni volta che la legge impone o consente la nomina di un mediatore, quest'ultimo dovrebbe possedere le qualifiche e le competenze specificamente richieste per svolgere la funzione di mediatore, oltre ad essere competente in materia di ristrutturazione e insolvenza.

---

[161] Ciò significa che non tutti i dati comunicati dalle parti al mediatore saranno immediatamente e direttamente comunicati alle altre parti. Infatti, la riservatezza di tali informazioni è tutelata dal mediatore e sarà utilizzata solo con il consenso della parte interessata quando realizzerà - grazie al contributo del mediatore - che è ragionevole fidarsi degli altri partner. La fiducia, infatti, è strettamente legata alla possibilità di costruire un insieme completo di dati, che rappresenta la base di un piano che sia in grado di massimizzare la soddisfazione di tutte le parti coinvolte.

[162] Si veda l'Art. D611-5 del francese *Code de commerce*.

[163] Una limitazione all'obbligo di riservatezza del mediatore è stata adottata nella versione rivista del regolamento extragiudiziale spagnolo, il quale prevede che l'obbligo di riservatezza sia superato in caso di fallimento della mediazione e che il mediatore assuma il ruolo di amministratore della procedura d'insolvenza nelle "procedure consecutive di insolvenza" (art. 242.2-2ª della legge fallimentare spagnola). Tale limitata riservatezza del mediatore nelle procedure d'insolvenza è percepita come problematica, cfr., C. S. MOTILLA, "The Insolvency Mediation in the Spanish Law", in L.C. Piñeiro, K.F. Gómez (eds.), "Comparative and International Perspectives on Mediation in Insolvency Matters: An Overview", (2017) TDM 4, Special Issue, 5.

Al fine di agevolare la raccolta di informazioni adeguate in una fase precoce, evitando in tal modo ritardi, le parti dovrebbero poter condividere tutte le informazioni con il mediatore sulla base di un rigoroso obbligo di riservatezza. Se il mediatore ritiene che sia opportuno che determinate informazioni siano condivise tra le parti per l'avanzamento dei negoziati, deve chiedere alla parte che rivela le informazioni in questione di rinunciare alla riservatezza. Se non viene espressamente concessa tale rinuncia, il mediatore non deve in nessun caso divulgare le informazioni.

6. Il consenso

6.1. Passività nelle trattative

La decisione dei creditori di non partecipare alle trattative sulla ristrutturazione può essere comunemente attribuita ad una delle seguenti situazioni:

i) il creditore inattivo ha esaminato tutte le circostanze e ha valutato che restare inattivo è una strategia di massimizzazione del valore (ad esempio, qualora il creditore possa fare affidamento sul fatto che un piano di ristrutturazione, che non prevede un cram down, sarà con ogni probabilità adottato nonostante l'assenza del proprio consenso);

(ii) a causa dell'entità del credito e dell'assenza di qualsiasi altro interesse (ad esempio, con riferimento ai dipendenti, il mantenimento del posto di lavoro; ovvero per i fornitori che fanno affidamento sul rapporto commerciale con l'impresa in difficoltà, il mantenimento di quest'ultima in attività), il creditore inattivo può trovare più oneroso partecipare attivamente alle trattative - investendo così risorse e tempo - che accettare l'esito delle trattative, qualunque esso sia.

Il primo comportamento descritto è motivato da considerazioni opportunistiche ma informate da parte del creditore ed è considerato un caso di c.d. "free riding". Tale strategia non è disponibile quando la ristrutturazione è realizzata mediante strumenti che vincolano i creditori dissenzienti o non partecipanti (in altre parole, ogniqualvolta sia disponibile una qualche forma di cram down). Pertanto, quando il debitore può optare per una procedura o una misura che preveda un cram down, quest'ultimo ha a disposizione uno strumento che può utilizzare, o semplicemente minacciare di utilizzare, per limitare il "free riding" dei creditori. In considerazione della natura del fenomeno appena descritto, la passività negoziale riconducibile a considerazioni opportunistiche può essere efficacemente affrontata prevedendo procedure e misure che consentano l'adozione di meccanismi di cram down (cfr. Capitolo 2).

Il secondo comportamento descritto è comunemente definito "apatia razionale". Ciò può verificarsi sia nel contesto di ristrutturazioni consensuali che di ristrutturazioni obbligatorie, quando alcuni creditori non sono incentivati ad avviare le trattative. Invero, dal punto di vista del singolo creditore che ha un ridotto interesse nella ristrutturazione dell'impresa in difficoltà, non vi sono incentivi, o ve ne sono pochi, a partecipare attivamente alle trattative o a votare sul piano. Il costo della consulenza professionale e/o del tempo dedicato all'investimento per comprendere e valutare la situazione può benissimo superare il costo di sostenere il rischio, ed eventualmente il costo, di una soluzione svantaggiosa per l'impresa in crisi (ad esempio, una procedura d'insolvenza liquidatoria della società quando era possibile un risanamento; una ristrutturazione che attribuisce un valore relativamente maggiore ad altri creditori).

Nei paragrafi che seguono, sarà prestata particolare attenzione a tale seconda tipologia di passività dei creditori.

6.2 Conseguenze dell'apatia razionale dei creditori nelle negoziazioni

Sebbene l'inattività appaia come un comportamento razionale per un singolo creditore che ha un ridotto interesse nell'impresa in difficoltà, tale comportamento pregiudica gravemente l'efficienza del processo di ristrutturazione aziendale. Gli effetti negativi della passività dei creditori nelle trattative sono diversi a seconda della natura obbligatoria o volontaria dello strumento di ristrutturazione in questione (ossia che prevede o meno una qualsiasi forma di cram down all'interno della classe e/o tra classi).

In presenza di uno strumento di ristrutturazione obbligatorio, se l'inattività dei creditori è considerata dalla legge come consenso o dissenso, la passività dei creditori può rispettivamente consentire l'adozione di piani inefficienti, che saranno considerati approvati nonostante solo una minoranza di creditori abbia espresso effettivamente un voto e, quindi, renderanno praticamente impossibile la prevalenza dei creditori dissenzienti o, al contrario, impedire un'efficiente ristrutturazione, pur nel migliore interesse "collettivo" dei creditori.[164] La terza opzione alla rigida alternativa tra silenzio assenso e silenzio dissenso è quella di considerare, per la determinazione della maggioranza richiesta per l'adozione del piano, solo quei creditori che hanno effettivamente espresso un voto. Ciò sterilizzerebbe l'influenza dei creditori passivi, rendendo irrilevante la loro inattività (cfr. par. 6.4).

In ipotesi di ristrutturazioni totalmente consensuali, gli effetti della passività dei creditori sono duplici:

i) poiché i creditori non partecipanti non sono vincolati dalle condizioni della ristrutturazione, la loro inattività ha l'effetto di far ricadere l'onere della ristrutturazione su un gruppo più ristretto di stakeholder, che dovrà quindi sostenere un sacrificio maggiore. Di conseguenza, vi è meno spazio per concludere un accordo tra il debitore e i creditori che partecipano al processo, il che rende talvolta più conveniente per i creditori attivi attivare un procedimento d'insolvenza liquidatorio (anche se inefficiente da un punto di vista collettivo) piuttosto che sostenere una ristrutturazione. Infatti, quando tale accordo è concluso da un numero limitato di creditori che sostengono l'intero costo della riorganizzazione, è statisticamente più probabile che il piano di ristrutturazione - benché valutato fattibile dal tribunale - possa alla fine non essere attuato con successo.[165] Una possibile spiegazione è che, a causa del ridotto spazio di contrattazione, le riserve di sicurezza previste dal piano possono spesso risultare notevolmente ridotte;

[164] I risultati della nostra ricerca empirica mostrano che la regola del silenzio assenso in vigore in Italia fino a luglio del 2015 per l'accordo preventivo di ristrutturazione giudiziale (concordato preventivo) ha consentito un certo numero di abusi a danno dei creditori. D'altronde, a seguito dell'abrogazione del meccanismo del silenzio assenso e la sua sostituzione con il silenzio dissenso (e dell'adozione di altre misure restrittive), il sistema italiano ha dovuto far fronte ad un forte calo del numero di accordi di ristrutturazione giudiziale (concordato preventivo), che è ragionevole supporre abbia condotto alla liquidazione di un elevato numero di imprese redditizie che, solo pochi anni prima, sarebbero state salvate. L'abrogazione della regola silenzio assenso si è, inoltre, tradotta in un tasso inferiore di consenso dei creditori negli accordi di ristrutturazione stragiudiziali (accordo di ristrutturazione dei debiti), a riprova del nesso esistente tra il comportamento opportunistico dei creditori e la minaccia del ricorso a strumenti di ristrutturazione obbligatori. Si vedano i risultati nazionali italiani disponibili su www.codire.eu.

[165] Ciò è stato chiaramente evidenziato dai risultati della ricerca empirica condotta in Italia sugli accordi di ristrutturazione extragiudiziale dei debiti (accordi di ristrutturazione dei debiti), i quali sono strumenti di ristrutturazione totalmente consensuali. Infatti, maggiore è la quota di indebitamento detenuta dai creditori che hanno accettato l'accordo, maggiore sarà la possibilità che il piano di ristrutturazione sia omologato dal tribunale.

ii) possono verificarsi deviazioni significative ed imprevedibili dal principio del *pari passu* (ad esempio, creditori di pari grado possono beneficiare di tassi di recupero diversi in ragione della possibilità o meno di fare affidamento sul fatto che altri creditori acconsentiranno all'accordo di ristrutturazione e, dunque, ne sosterranno i costi). Ciò renderebbe difficile per i finanziatori quantificare ex ante la perdita in caso di inadempimento del debitore (LGD). È risaputo che l'incertezza è un costo per gli investitori e, sotto tale specifico profilo, è probabile che aumenti il tasso di interesse richiesto dai finanziatori a danno dell'intera economia.

6.3. Misure per contrastare la passività nelle negoziazioni

Al fine di affrontare l'apatia razionale è necessario che le informazioni siano fornite ai creditori nel modo più chiaro possibile e siano rese facilmente accessibili ai creditori in modo sostanzialmente gratuito (cfr., *supra*, par. 2).

In tal senso, l'insieme di informazioni messo a disposizione dei creditori dovrebbe essere completo ed accessibile anche in formato digitale, senza prevedere procedure onerose che potrebbero disincentivare i creditori, salvo ciò non sia necessario al fine di tutelare interessi rilevanti (come, ad esempio, la riservatezza di alcuni dati relativi all'attività del debitore).

Inoltre, un incentivo per i creditori di minori dimensioni a prendere posizione nel processo può derivare dalla previsione di una fase di esame del piano di ristrutturazione (cfr. Capitolo 6, in cui vengono analizzate le possibili caratteristiche di tale fase procedurale ed i relativi costi e benefici). Il consulente indipendente, se previsto, dovrebbe esprimere in modo chiaro e conciso la propria opinione sulla convenienza del piano di ristrutturazione per i creditori della società, evitando formule cautelative, volte a mitigare la propria responsabilità, le quali potrebbero avere l'effetto di creare incertezza tra i creditori.[166]

Indicazione di policy #5.9 (*Parere sul piano di ristrutturazione da parte di un professionista indipendente nominato consulente*). La legge dovrebbe prevedere che, quando un professionista indipendente viene nominato consulente al fine di valutare la fattibilità di un piano di ristrutturazione, il parere del consulente dovrebbe a) esprimere in modo conciso e chiaro se il piano di ristrutturazione è nel miglior interesse dei creditori; b) essere reso prontamente e facilmente disponibile a tutti i creditori; c) evitare qualsiasi *disclaimer* o altra espressione che abbia l'effetto di renderlo ambiguo.

Raccomandazione #5.11 (*Parere sul piano di ristrutturazione da parte di un professionista indipendente nominato volontariamente*). Quando un professionista indipendente è nominato volontariamente dalle parti interessate al fine di valutare la fattibilità di un piano di

[166] La ricerca empirica ha mostrato un atteggiamento molto diverso dei consulenti da una giurisdizione all'altra. In Spagna, i professionisti nominati come consulenti esprimono più comunemente un parere negativo sul piano di ristrutturazione, condividendo le preoccupazioni sul fatto che il piano sia conforme al miglior interesse dei creditori. Gli importanti professionisti intervistati hanno attribuito questo fatto alla minaccia per il professionista di incorrere in responsabilità civile qualora il piano non fosse pienamente attuato. Al contrario, in Italia, i consulenti giudiziari più comunemente (86% dei casi) esprimono un parere positivo sugli accordi di ristrutturazione giudiziale (*concordati preventivi*). Vale la pena notare che solo il 4% dei piani che sono stati valutati positivamente dal consulente sono poi respinti dai creditori, fornendo così la prova dell'influenza del parere del consulente sul voto dei creditori. I dati di cui sopra richiamano l'attenzione sull'importanza di fissare incentivi adeguati per i consulenti, in modo tale da garantire che la loro valutazione sia il più possibile obiettiva (cfr. capitolo 6).

ristrutturazione, il suo parere dovrebbe a) esprimere in modo chiaro e conciso se il piano di ristrutturazione sia nel migliore interesse dei creditori; b) essere reso prontamente e facilmente disponibile a tutti i creditori; c) evitare qualsiasi *disclaimer* o altra espressione che abbia l'effetto di renderlo ambiguo.

Oltre a ridurre i costi sostenuti dai creditori per ottenere le informazioni, il contrasto alla passività nei negoziati richiede anche di facilitare il processo che consente ai creditori di esprimere il proprio consenso o dissenso riguardo al piano di ristrutturazione proposto. Le procedure che i creditori sono tenuti a rispettare per esprimere il proprio voto su un piano o per approvare un accordo di ristrutturazione dovrebbero essere semplificate il più possibile. Il voto per delega e le riunioni virtuali dovrebbero sempre essere consentiti (si veda il Capitolo 2).

La legge può anche prevedere misure attive per contrastare la passività dei creditori nelle trattative di ristrutturazione, ciò sotto forma di sanzioni o ricompense per i creditori sulla base della loro partecipazione attiva e tempestiva nelle trattative.

Tale tipo di misure, soprattutto quando operano per mezzo di una sanzione inflitta ai creditori inattivi (ad esempio, rendendo inefficace la priorità loro riconosciuta), dovrebbero trovare applicazione solo nei confronti dei creditori sofisticati, in particolare delle banche e degli altri creditori finanziari. Sarebbe ingiusto penalizzare i creditori inattivi che non negoziano a causa dell'assoluta mancanza degli strumenti necessari, come può accadere per i piccoli fornitori.[167] Pertanto, tale tipologia di misure spesso contrasta la passività opportunistica (si veda *supra*), piuttosto che l'apatia razionale.

6.4 Misure specifiche per gli strumenti di ristrutturazione che hanno lo scopo (o permettono) di vincolare i creditori dissenzienti

Come già evidenziato, per quanto riguarda i creditori che non esprimono un voto riguardo sulla proposta di ristrutturazione, esistono in teoria tre possibili regole:

(i) la regola del "silenzio assenso", che favorisce l'adozione del piano di ristrutturazione a rischio di consentire alcune ristrutturazioni non efficienti nonchè, qualora vi sia un tasso di passività elevato, di rendere virtualmente impossibile il rigetto della proposta da parte dei creditori dissenzienti;

(ii) la regola del "silenzio dissenso", che potrebbe invece comportare il rigetto di piani efficienti a causa non del dissenso dei creditori bensì, semplicemente, della loro apatia razionale che, in base alla legge, è considerata equivalente ad un voto negativo;

(iii) una regola in base alla quale vengono presi in considerazione solo i voti effettivamente espressi.

In termini generali, quest'ultima regola sembra essere la più efficace. Non favorisce eccessivamente un risultato rispetto all'altro e risponde ad un'idea comune di democrazia, che richiede che prevalga l'opinione di coloro che decidono di esprimersi. Più in particolare, la terza regola sopra indicata permetterebbe la prevalenza dell'esito (adozione o rigetto) ritenuto migliore dai creditori che,

[167] Anche se al di fuori dell'ambito di analisi della presente ricerca, può risultare utile menzionare il meccanismo previsto dalla legge fallimentare del Kazakistan. Quando il debitore informa le banche e gli altri finanziatori delle sue difficoltà, questi hanno un breve periodo di tempo (circa 10 giorni) per accettare l'invito del debitore ad avviare discussioni su un possibile piano di ristrutturazione. Se una banca o un finanziatore rimangono inattivi nonostante la comunicazione del debitore, l'eventuale priorità dei loro crediti diventa inefficace in caso di eventuale successiva insolvenza.

alla luce delle circostanze specifiche, hanno deciso di non rimanere passivi. Anche se questo può essere solo un sottogruppo dei creditori dell'impresa in difficoltà, è ragionevole supporre - in un contesto in cui non esiste una regola del silenzio dissenso o del silenzio consenso - che la determinazione presa dalla maggioranza dei creditori che partecipano effettivamente al voto sia un buon indicatore della determinazione che sarebbe stata presa da tutti i creditori.

Come seconda soluzione migliore, merita rilevare che la regola del silenzio assenso è preferibile alla regola del silenzio dissenso. Dei due tipi di conseguenze negative derivanti dall'applicazione di tali regole, il rischio di far approvare ai creditori piani di ristrutturazione inefficienti è meno grave rispetto al rischio di impedire alle imprese di effettuare una ristrutturazione efficace. Infatti, mentre alla prima conseguenza può essere trovata una soluzione alternativa, in particolare attraverso il ruolo dell'omologazione del tribunale,[168] la seconda è definitiva e comporta una distruzione permanente di valore.

In alcuni casi, come nell'ipotesi di microimprese e delle piccole imprese, la regola del silenzio assenso può addirittura essere preferibile alla regola che impone la considerazione dei soli voti espressi. In tal caso, fondamentalmente, tutti i creditori vantano crediti di valore limitato ed è ragionevole aspettarsi che un numero esiguo di questi sia incentivato a partecipare attivamente alle trattative di ristrutturazione. Di conseguenza, l'esito del progetto di ristrutturazione può spesso essere determinato da un numero esiguo di creditori, la cui partecipazione attiva potrebbe essere giustificata da interessi diversi da quelli che questi legittimamente detengono nella propria veste di creditori dell'impresa. Si veda, a tal riguardo, il Capitolo 8.

Qualora la legge opti per la regola del silenzio assenso, le seguenti disposizioni potrebbero attenuare gli effetti di una sua applicazione:

(i) un rafforzamento del controllo giudiziale o amministrativo, nei casi in cui il piano di ristrutturazione non potrebbe considerarsi approvato se non in ragione dell'applicazione della regola del silenzio assenso;

(ii) un'autorizzazione del voto per delega ed una riduzione del costo della sollecitazione delle deleghe; a tal riguardo, le norme e le prassi in vigore per il voto per delega degli azionisti potrebbero essere considerate un modello adottabile;[169]

(iii) un'informazione chiara ai creditori, formulata in modo diretto e conciso, sul fatto che il mancato voto sulla proposta equivarrà ad un consenso.

<u>Indicazione di policy #5.10</u> (*Esclusione dei creditori non partecipanti dal calcolo delle maggioranze richieste*). Le maggioranze richieste per l'adozione di un piano di ristrutturazione dovrebbero essere determinate senza tener conto dei creditori che, pur essendo stati regolarmente informati, non hanno votato sulla proposta di ristrutturazione.

[168] In effetti, in diversi ordinamenti il giudice è già incaricato di valutare la fattibilità del piano e, in determinati casi, anche se questo sia nell'interesse dei creditori (cfr. Capitolo 6). In sintesi, una regola che preveda il silenzio assenso porterebbe unicamente a un numero maggiore di casi soggetti alla valutazione del giudice.

[169] In teoria, i creditori che contestano il piano di ristrutturazione e che ottengono una pronuncia favorevole potrebbero vantare un credito assistito da priorità nei confronti dell'impresa in crisi per le spese ragionevoli e adeguate sostenute al fine di sollecitare le deleghe, fatto salvo l'esame del tribunale, in caso di contestazione fondata. In pratica, ciò può rivelarsi di difficile introduzione in molti Stati Membri.

<u>Indicazione di policy #5.11</u> (*Disposizioni per l'attenuazione degli effetti negativi della regola del silenzio assenso*). Quando i creditori che si sono astenuti sono considerati consenzienti, la legge dovrebbe prevedere un esame giudiziale o amministrativo più approfondito dei piani di ristrutturazione che non sarebbero stati adottati se non fosse stata applicata la regola del silenzio assenso.

Capitolo VI

Esame ed omologazione dei piani[170]*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. L'esame. - 2.1. L'esame volontario del piano - 2.2. L'esame obbligatorio del piano. - 3. Partecipazione ed approvazione del piano. - 3.1. I partecipanti alla procedura di ristrutturazione. - 3.2. Il voto. - 4. L'omologazione. - 4.1. Definizione dell'ambito di applicazione dell'omologazione - 4.2. Pro e contro dell'omologazione del piano da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa. - 4.3. Chi dovrebbe omologare il piano? - 4.4. Contenuto e diversi tipi di omologazione del piano. - 4.5. Impugnazione della decisione di omologa o di rigetto dell'omologa del piano.

1. Introduzione

Il presente capitolo fornisce un'analisi dettagliata di due fasi che sono spesso presenti all'interno del percorso che porta all'attuazione di un piano: l'*esame* e l'*omologazione*. Il capitolo in questione include anche riflessioni sul voto e sul processo decisionale, ma le principali questioni sostanziali sollevate da questa sezione (ad esempio la formazione delle classi o il cram down) sono analizzate in altre parti del Report (cfr. Capitoli 2 e 3).

Generalmente, un piano elaborato dal debitore (a prima vista, il caso più comune) sarà inizialmente concepito a seguito di nessuna interazione, ovvero di un'interazione solamente formale, tra il debitore ed i suoi creditori e, tale consultazione iniziale, risulta forse anche più rara quando, uno o più creditori, assumono apertamente l'iniziativa di redigere il piano. Tale prima bozza è spesso seguita da una serie di contatti tra il debitore ed i creditori rilevanti, quando tutti saranno chiamati a fornire un input. Seguirà una negoziazione caratterizzata da intensità e tempistiche diverse a seconda dei casi e le relative modifiche al piano saranno di regola incorporate nel piano. Tra la stesura informale e la conclusione delle negoziazioni iniziali il piano viene, talvolta, esaminato da terzi. Tale esame può avvenire in una fase successiva del processo, ovvero essere ripetuto più volte durante il percorso che conduce all'approvazione finale.

In uno scenario normale, una volta completato il piano, completate le verifiche e chiarite tutte le perplessità, si procederà alla votazione. Quando le maggioranze richieste dalla legge sono soddisfatte, alcune giurisdizioni prevedono la necessità di un'omologazione finale del piano da parte di un giudice (o, più in generale, da parte del tribunale competente - che a volte comprende più di un giudice). Come verrà esaminato più avanti in questo capitolo, tale omologazione trova la sua principale giustificazione nella necessità di proteggere gli stakeholder (ad esempio i creditori di minoranza o, in alcuni casi, gli azionisti e altri stakeholder) da piani abusivi. L'analisi giudiziale che porta all'omologa (o al rigetto) del piano tende a tutelare i creditori direttamente interessati, dissenzienti e non partecipanti, ma in alcuni casi anche i creditori non direttamente interessati dal piano. Ciò avviene in particolare quando il piano, come accade generalmente, prevede non solo una ristrutturazione finanziaria, ma anche modifiche strutturali della struttura operativa o, comunque, esenzioni da azioni revocatorie o finanziamenti che beneficiano di una qualche forma di priorità (cfr.

[170] * *Anche se discusso approfonditamente e condiviso da tutti i membri del gruppo di ricerca di Co.Di.Re., questo Capitolo è stato scritto da Ignacio Tirado.*

Capitolo 3). Tali tipologie di misure ed effetti possono incidere indirettamente sui creditori non vincolati dal piano, alterando le loro possibilità di recupero.

L'*esame* e l'*omologazione* sono quindi complementari e perseguono obiettivi analoghi. Come avremo modo di vedere, nessuno dei due è strettamente necessario, ma almeno uno di essi è presente in ogni sistema formalmente regolamentato (di cui noi siamo a conoscenza), volto ad affrontare le difficoltà finanziarie delle imprese. L'esame opera ex ante e mira a fornire alle parti informazioni indipendenti sul piano.[171] L'omologazione opera ex post, una volta che il piano è stato approvato dai creditori, in alcune giurisdizioni anche dai partecipanti al capitale di rischio, ed è volta ad accertare il rispetto dei requisiti formali previsti dalla legge, nonché ad esercitare un certo grado di controllo sul contenuto del piano al fine di proteggere determinati stakeholder. La complementarità deriva dal fatto che l'esame (ciò significa la presenza di informazioni più approfondite) facilita l'analisi che porterà all'omologazione. Vi è tuttavia un certo livello di potenziale intercambiabilità tra i due istituti. Ciò è evidente, ad esempio, quando l'esame è condotto da esperti indipendenti e l'analisi comprende il rispetto di requisiti giuridici predefiniti (ad esempio, il rispetto delle maggioranze necessarie in via extragiudiziale). Quanto più approfondito ed ampio è l'esame, tanto meno necessaria risulta l'omologazione giudiziale obbligatoria ex post; e, viceversa, l'omologazione diventa necessaria quando i controlli ex ante risultano deboli. In ogni caso, ed a prescindere dal modello prescelto, l'esame e l'omologazione non possono essere considerati come opzioni alternative. La natura giurisdizionale dell'omologazione (la funzione di "*potestas*" e gli effetti giuridici della decisione) ed il tipo di analisi condotta dal tribunale/autorità amministrativa rendono entrambi gli istituti inevitabilmente diversi da un punto di vista qualitativo e, quindi, possono risultare entrambi necessari.

<u>Indicazione di policy #6.1</u> (*Esame ed omologazione del piano*). L'esame e l'omologazione del piano sono sostanzialmente complementari e una buona prassi consiste nell'includerli entrambi all'interno della stessa procedura extragiudiziale regolamentata. In circostanze particolari, uno dei due può essere formalmente escluso. Mai entrambi.

Nelle seguenti sezioni saranno prese in considerazione, separatamente, le figure dell'esame e dell'omologazione, mediante un'analisi dei diversi modelli esistenti nelle giurisdizioni analizzate nel presente Report, oltre ad altri modelli esistenti.

2. L'esame

Per *esame* si intende l'analisi e l'opinione su tutti o, quantomeno, i principali elementi di un piano, elaborata da uno o più esperti.[172] L'analisi si traduce normalmente in una relazione o in un memorandum consegnato alle parti in forma scritta. Tali relazioni possono concentrarsi su parti separate del piano (ad esempio, analisi della parte legale, valutazione degli assets e/o delle garanzie, flussi finanziari futuri) o coprire la totalità di queste ultime. L'esame dovrebbe fornire una valutazione

[171] L'esame può anche avvenire *dopo* che il piano è stato concordato e votato in senso favorevole, ma *prima* dell'omologazione, ogniqualvolta il tribunale richieda un ulteriore parere di esperti su tutto o parte del contenuto del piano.

[172] L'esame del piano non deve essere confuso con l'intervento obbligatorio di altri professionisti eventualmente previsto dalla legge. Ad esempio, alcune giurisdizioni rendono necessaria la certificazione del piano da parte di un notaio; in altri sistemi sono coinvolti il Registro delle imprese, alcuni organismi/agenzie professionali o camere di commercio. Il coinvolgimento di queste istituzioni supplementari risponde troppo spesso solo alle pressioni esercitate da tali organismi sul legislatore, aggiungendo inutili complessità e costi alla procedura extragiudiziale. Si tratta di un problema particolarmente rilevante nella ristrutturazione delle piccole e medie imprese.

di tutte le parti del piano che possono risultare rilevanti per la sua effettiva attuazione. Anche se la relazione può contenere una parte descrittiva, questa dovrebbe essere principalmente analitica e dovrebbe indicare espressamente il parere dell'esperto sulla validità delle affermazioni contenute nel piano. Poiché la relazione rappresenta spesso lo strumento informativo chiave di una procedura extragiudiziale, essa dovrebbe concentrarsi sulle parti del piano che, per lo stessa natura, sono più difficili da valutare per i creditori: le cause della difficoltà finanziaria, la ragionevolezza economica delle misure di ristrutturazione aziendale proposte e il legame tra queste ultime, i flussi di cassa previsti ed il sacrificio richiesto ai creditori (ossia la durata della dilazione e, se previsto, l'importo della riduzione del debito, inclusi nel piano proposto). Una valutazione indipendente del rispetto degli obblighi normativi può risultare utile, ma non appare così importante nei casi in cui è obbligatoria un'omologazione giudiziaria ex post.[173] In tutti gli altri casi, la sua importanza è collegata alla componente finanziaria del piano.

Ai fini di una classificazione sommaria, è possibile prendere in considerazione due tipologie di esami: quelli che si verificano volontariamente nel contesto del processo negoziale tra le parti, e che generalmente hanno luogo, sebbene non in via esclusiva, nelle ristrutturazioni extragiudiziali non istituzionalizzate, e quelli richiesti dalla legge. Tali tipologie di esame saranno esaminate separatamente ed in modo sintetico.

2.1. L'esame volontario del piano

Nelle ultime fasi del processo negoziale o, più frequentemente, quando è stata elaborata una prima versione completa del piano, il debitore e/o uno o più creditori possono incaricare dei professionisti per l'analisi del piano, in un contesto in cui tale valutazione non è richiesta dalla legge (ad esempio, le parti stanno perseguendo una ristrutturazione extragiudiziale meramente contrattuale, che non richiede un esame obbligatorio). In presenza di più relazioni, esse possono essere utilizzate per sostenere i negoziati tra le parti al fine di perfezionare il piano. Gli esami possono essere effettuati anche solo *ex parte*, nel qual caso la loro credibilità e utilità sono limitate. In tali casi, più frequenti nelle ristrutturazioni di maggiori dimensioni, vi è il rischio di una perdita di tempo e di risorse. Non è raro che, ad un certo punto, il debitore sia obbligato a sostenere i costi di tali relazioni, anche quando gli esperti sono stati selezionati da uno o più creditori, peggiorando di conseguenza la sua situazione finanziaria. Risulta più efficiente quando le parti *concordano ex ante* di far analizzare il piano da un esperto indipendente, incaricando un professionista che sia gradito alle diverse parti del negoziato.

Nell'ambito degli accordi extragiudiziali meramente contrattuali, senza alcuna espressa protezione legale e controllo istituzionale, le parti possono chiedere un esame per finalità diverse dalla trasparenza nella negoziazione. Gli amministratori della società possono aver come obiettivo quello di giustificare la loro proposta nei confronti dei propri azionisti o di altre società del gruppo e, più frequentemente, gli amministratori, i dirigenti (o gli azionisti di maggioranza) e/o i creditori possono avere come obiettivo quello di ridurre il rischio di responsabilità nei confronti di terzi (ossia dei creditori non partecipanti). Ciò si verifica, in particolare, quando il piano prevede una ristrutturazione dell'impresa unitamente ad una ristrutturazione del debito o finanziaria. L'esame può anche essere richiesto al fine di ridurre la probabilità di un'azione revocatoria ex post, nel caso in cui la ristrutturazione non andata a buon fine abbia condotto all'apertura di una procedura formale di insolvenza. Anche se ciò dipenderà dallo specifico caso e dalla giurisdizione, la presenza aggiuntiva di una relazione volontaria può rendere più difficile da provare la negligenza delle parti, ma sembra

[173] Si vedano i Capitoli 3 e 4.

altamente improbabile che possa essere considerata sufficiente per escluderla. Sebbene ovviamente non sia sbagliata di per sé la pratica avente ad oggetto la richiesta di un esame per fini diversi dall'aumento della trasparenza nei negoziati, occorre tenere presente che ciò comporta costi aggiuntivi per un debitore già in difficoltà finanziaria, a danno, quindi, degli interessi di quegli stakeholder che non partecipano al processo. Tale comportamento abusivo dovrebbe dunque essere monitorato.[174]

2.2. L'esame obbligatorio del piano

Come indicato nell'introduzione del presente capitolo, le giurisdizioni che regolano i procedimenti stragiudiziali, attribuendo loro una serie di effetti giuridici che si producono non solo su coloro che accettano la ristrutturazione, ma anche sui terzi, spesso prevedono l'obbligo di includere un esame indipendente del piano. Sicuramente vi sono validi motivi per la presenza di tale requisito obbligatorio, dal momento che le relazioni:

(i) riducono i costi di transazione aggiungendo trasparenza alla negoziazione;

(ii) facilitano il processo decisionale e aiutano i creditori che potrebbero non essere in grado di valutare correttamente la validità del piano (fatta eccezione per i soggetti finanziatori in possesso di specifiche qualifiche ed altri investitori professionali);

(iii) tutelano i creditori dissenzienti e non partecipanti vincolati dal piano, garantendo il rispetto dei requisiti di legge, influenzando il comportamento ex ante delle parti in causa e fornendo a tali stakeholder informazioni rilevanti qualora decidano di opporsi al piano o di adottare qualsiasi altra misura a difesa dei propri interessi;[175]

(iv) facilitano il compito del tribunale nella fase di omologazione del piano, fornendo al tribunale una perizia sul contenuto rilevante del piano.

Nonostante i numerosi effetti positivi, gli esami possono essere costosi e, generalmente, più affidabili sono gli esperti, più elevati sono i loro compensi. Anche se ciò potrebbe non risultare un problema significativo nelle grandi ristrutturazioni, tale elemento deve essere preso seriamente in considerazione nel processo per la ristrutturazione extragiudiziale delle piccole e medie imprese. Pertanto, gli esami obbligatori dovrebbero essere considerati solo "potenzialmente" obbligatori: l'analisi del piano potrebbe essere subordinata alla richiesta di un creditore o, più in generale, di una parte interessata.[176] Gli esami non facoltativi possono quindi essere di due tipi: potenziali o

[174] La questione dei costi è fondamentale nei procedimenti extragiudiziali, così come in quelli formali. Qualsiasi decisione legislativa che includa strumenti informativi aggiuntivi deve essere adottata tenendo conto di tale limite. I problemi sui costi sono emersi dalle indagini svolte in tutte le giurisdizioni.

[175] Il fatto che le relazioni aumentano la trasparenza e aiutano i creditori a valutare la validità del piano non significa che in ogni giurisdizione i professionisti che redigono le relazioni hanno doveri nei confronti di tutti i partecipanti al processo. Naturalmente, le cose cambieranno a seconda che la relazione sia obbligatoria o volontaria e, anche in base ad altre circostanze, come ad esempio chi ha conferito l'incarico e chi pagherà il compenso. In ogni caso, in alcune giurisdizioni non vi sarà generalmente un legame diverso da quello instaurato tra l'esperto e la parte che lo ha incaricato. Inoltre, esclusioni di responsabilità contrattuale e extracontrattuale sono comuni in tali relazioni. Pertanto, la misura in cui i creditori terzi possano fare affidamento sulla relazione dell'esperto può essere discutibile. Non rientra nell'ambito del presente lavoro, dato che dipende anche dalla struttura del sistema di responsabilità civile di ciascun ordinamento giuridico, determinare se il consulente risponda direttamente nei confronti di terzi per quanto riguarda le informazioni contenute nella relazione, ovvero suggerire di introdurre tale tipo di responsabilità. Lo stesso vale per l'eventuale responsabilità penale o amministrativa.

[176] È il caso del sistema spagnolo. Ai sensi dell'art. 71 *bis* della legge fallimentare spagnola, il debitore o qualsiasi creditore può domandare la nomina di un esperto indipendente che esprima un parere sulla "natura ragionevole e realizzabile del piano di risanamento, sulla proporzionalità delle garanzie reali o personali fornite...", ecc.

obbligatori. Nel primo caso, l'esame può aver luogo o meno, a seconda della volontà delle parti, alle quali è attribuita la facoltà di richiederlo; nel secondo, l'efficacia del piano dipenderà sempre dal compimento della relazione. Quale delle due soluzioni sia da considerare più corretta dipende da una serie di fattori. Senza dubbio, la soluzione che prevede un esame potenziale aggiunge flessibilità, può limitare i costi della procedura senza pregiudicare i diritti delle parti e sembra essere la soluzione preferita dai debitori di minori dimensioni. Al contrario, potrebbe anche ritardare il procedimento qualora la richiesta di esame sia effettuata in una fase avanzata, ovvero qualora vi siano più richieste e il sistema non preveda un sistema di coordinamento semplificato. Un sistema puramente obbligatorio beneficia della certezza del diritto, che rappresenta la "vittima" più comune della flessibilità. In ogni caso, la preferenza per l'uno o l'altro modello (o per una combinazione di entrambi) dipenderà dalle modalità con cui l'esame è regolamentato. Saranno esaminate brevemente alcune delle parti più rilevanti della sua regolamentazione.

- La *nomina* dell'esperto che compie l'esame è uno degli elementi che devono essere attentamente considerati. Il soggetto che procede a conferire l'incarico formale non ha la stessa importanza di chi sceglie effettivamente l'incaricato. L'entità che procede alla nomina formale può essere il tribunale (non necessariamente il giudice, bensì, data la natura meramente procedurale dell'atto, può aversi un'ordinanza/decreto dei funzionari del tribunale), un soggetto terzo indipendente (ad esempio, il Conservatore del Registro delle imprese o un notaio), il debitore o i suoi creditori legalmente autorizzati a farlo. Le prime due opzioni (tribunale/terzo indipendente) rappresentano il fondamento dell'indipendenza degli esperti o, almeno, della sua apparenza esterna oggettiva (un vantaggio che non può essere sottovalutato). Tale tipologia di nomina è solitamente accompagnata da un processo di selezione casuale, in base al quale il soggetto nominante segue l'ordine di un elenco predefinito di esperti o, semplicemente, segue una procedura di estrazione casuale. Naturalmente, l'aspetto negativo di questo tipo di nomina è rappresentato dalla sua rigidità e dall'incapacità di selezionare l'esperto più adatto per un determinato caso. A meno che l'elenco degli esperti non comprenda solo professionisti o enti altamente - e similarmente - qualificati, vi è la possibilità che l'incaricato non abbia conoscenze sufficienti ad affrontare un caso di grandi dimensioni, ovvero l'esperienza/specializzazione necessarie per analizzare il business plan di un'impresa operante in un segmento complesso del mercato. Poiché tali rischi sono minimi in caso di difficoltà finanziarie riguardanti le piccole imprese, il sistema basato sulla selezione casuale appare più adatto a questi casi. L'alternativa è la selezione da parte delle parti interessate.[177] I vantaggi di questa soluzione rappresentano gli svantaggi dell'altro modello e viceversa. Una proposta da parte del debitore può pregiudicare l'apparenza di obiettività e indipendenza della persona nominata, in particolare nei casi in cui i creditori non hanno avuto modo di esprimere la propria opinione. Ciò potrebbe generare una mancanza di fiducia e rendere l'esame inutile per i creditori. La proposta da parte dei creditori può anche presentare problemi di obiettività tra categorie di creditori di rango diverso o tra creditori i cui interessi potrebbero non essere allineati (ad esempio, a causa del diverso tipo di garanzie detenute) e, in una fase così precoce, può creare problemi di organizzazione (quali creditori possono presentare proposte? Dovrebbe essere consentito a tutti i creditori - rilevanti - di esprimere la propria opinione? Come deve essere adottata la decisione?). Tuttavia, la nomina da parte dei creditori si è rivelata un successo nell'esperienza internazionale, soprattutto nei

[177] Come indicato nel testo, la selezione compiuta delle parti può anche essere seguita dalla nomina formale da parte di queste ultime, quando sono autorizzate dalla legge, o può consistere nella loro capacità di proporre formalmente un esperto per la nomina da parte del tribunale (o, meno frequentemente, da parte di un terzo indipendente).

casi di maggiori dimensioni e nelle giurisdizioni sviluppate, ed è maggiormente in linea con la prassi generale di nomina dei professionisti in un'economia di mercato. La selezione effettuata delle parti può comportare, se consentito dalla legge, la nomina di più esperti e la produzione di più relazioni. In tal caso, la legge dovrebbe includere una norma che garantisca che il patrimonio del debitore non sia indebitamente gravato (ad esempio, ripartendo i costi tra le parti interessate, nonché fissando un tetto che copra le spese di consulenza di un solo esame).

- Gli ordinamenti giuridici solitamente includono un elenco di cause di incompatibilità per la nomina di professionisti che possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi. Il conflitto è spesso considerato esistente quando il professionista ha ricevuto un incarico professionale da parte del debitore o dei suoi principali azionisti, entro un periodo di tempo ragionevole prima della valutazione. Il conflitto può sussistere anche quando tale rapporto sia esistito con i principali creditori, anche se la mera esistenza di un precedente vincolo professionale non dovrebbe essere sufficiente ad escludere l'incarico.[178] Dovrebbe essere richiesto un collegamento molto più stretto e stabile e dovrebbe essere richiesta un'analisi caso per caso, che tenga conto di tutte le circostanze. Deve essere rilevato che l'esame deve riguardare la situazione e le prospettive di salvataggio del debitore e non i creditori. Pur comprendendo che una norma rigida, volta ad evitare conflitti, risulta parte dei sistemi procedurali dell'Europa continentale, dovrebbe essere presa in considerazione l'adozione di un approccio diverso, che si fondi sulla trasparenza piuttosto che sul divieto assoluto. I professionisti incaricati, quindi, potrebbero essere gravati un forte obbligo di *disclosure* riguardo a qualsiasi attività o circostanza che possa compromettere l'obiettiva capacità di giudizio professionale. Da tale momento in poi, spetterebbe alle parti evitare di selezionare coloro che non potrebbero risultare credibili: perché scegliere un esperto il cui esame sarà ignorato dagli stakeholder? Tale approccio potrebbe ridurre i costi e aumentare le informazioni disponibili. La soluzione, tuttavia, può risultare meno convincente nei casi di minor dimensioni, in cui la passività di molti stakeholder riduce la possibilità di un controllo sull'incaricato.
- Un diverso, potenziale conflitto può esistere anche in quei sistemi in cui l'esame viene effettuato da un mediatore o qualsiasi altro tipo di professionista competente a ricoprire più incarichi, piuttosto che fornire un semplice parere sul piano all'interno della procedura extragiudiziale. Un esempio potrebbe essere il "*mediador*" spagnolo nella procedura rivolta alle MPMI o, in Italia, il commissario giudiziale, che può essere nominato, in caso di una successiva procedura di insolvenza, curatore fallimentare. Sebbene la nomina della stessa persona nella procedura extragiudiziale e, in caso di fallimento del tentativo, nella procedura di insolvenza quale professionista incaricato di gestire quest'ultima, possa presentare dei benefici, il professionista può avere la tentazione di agire in modo tale da aumentare le possibilità di prolungare il proprio incarico. Tale problema può essere affrontato semplicemente creando incentivi adeguati nella fase extragiudiziale (ad esempio, aumentando i compensi in caso di approvazione e attuazione positiva di un piano).
- Il sistema dovrebbe prevedere una norma chiara in merito a *chi sostiene i costi* dell'esame. L'esperienza dimostra che, nella maggior parte dei casi, i costi sono sostenuti dal debitore. Ciò avviene, con tutta evidenza, quando l'esame è compiuto su iniziativa del debitore. Tuttavia, è abbastanza comune che l'iniziativa del debitore nasconda un precedente accordo con i creditori principali, che di fatto hanno selezionato l'esperto (quando le parti hanno il

[178] In alcuni paesi esistono "*bright-line rules*" e uno standard generale di indipendenza. In Italia, ad esempio, precedenti rapporti con il debitore o con i creditori escludono l'indipendenza (art. 67(3)(d) della Legge fallimentare).

diritto di farlo, si veda *supra*). In realtà, vi sono poche alternative al fatto di considerare l'esame come un costo inerente alla procedura e, di conseguenza, a far ricadere il relativo costo a danno degli assets dell'impresa in difficoltà finanziaria. In assenza di pratiche abusive, questa sembra la soluzione corretta: se il debitore è già insolvente, l'assunzione del costo da parte del debitore sarà più apparente che reale, poiché alla fine sarà sostenuto con il patrimonio disponibile per il rimborso dei creditori[179] e, qualora il debitore stia semplicemente attraversando difficoltà aventi ad oggetto il flusso di cassa, non vi è motivo di imporre i costi ai terzi. La regola dovrebbe essere diversa quando è richiesta più di una valutazione. I costi di eventuali relazioni supplementari devono essere sostenuti da parte di coloro che ne fanno richiesta. Per quanto riguarda l'importo dei compensi, essi dovrebbero essere determinati dal mercato professionale. Non vi è motivo di creare un sistema di compensi predeterminati, come avviene in alcuni Paesi (ad esempio in Italia, Germania e Spagna) per gli incaricati nelle procedure di insolvenza. La mancanza di una definizione preliminare dei criteri per la fissazione dei compensi dovrebbe essere accompagnata dalla possibilità per le parti interessate di opporsi in caso di abuso (cfr. anche il Capitolo 4, par. 2.4, sui compensi dei consulenti).[180]

<u>Indicazione di policy #6.2</u> (*Esame del piano*). Anche se non risulta sempre necessario un esame professionale del piano, nella maggior parte dei casi è consigliabile. Solo quando il debitore è una micro-entità con un modello di business basico, l'esame può essere escluso *ab initio*.

La relazione può essere obbligatoria in tutti i casi o essere potenzialmente obbligatoria, su istanza del debitore o dei creditori. Sebbene entrambi i sistemi siano accettabili, quest'ultimo aggiunge un elemento di flessibilità e può essere in grado di limitare i costi della procedura.

Sebbene sia possibile più di un esame, ciò non dovrebbe essere la regola e, ancor più importante, dovrebbe essere inclusa una regola per l'allocazione dei costi delle relazioni aggiuntive a carico di coloro che ne fanno richiesta.

Il consulente dovrebbe essere un professionista esperto, adatto alla specificità del caso e indipendente dalle parti. I rapporti professionali preesistenti con i creditori non sono da considerarsi una causa automatica di esclusione dell'esperto, purché tali rapporti non impediscano al consulente di esprimere un giudizio indipendente. Deve essere effettuata una valutazione caso per caso.

La relazione deve essere completa e tenere conto, in particolare, della valutazione relativa alla redditività dell'impresa, nonché le possibilità di successo dell'attuazione della proposta.

Le relazioni devono essere oggetto di un controllo ex post.

3. Partecipazione ed approvazione del piano

[179] In effetti, qualora un debitore sia già insolvente, i costi potrebbero essere sostenuti dai creditori (ogni centesimo versato all'esperto è, *ceteris paribus*, un centesimo in meno per i creditori del gruppo). Ciò, insieme al fatto che il piano distribuirà il valore del patrimonio, crea il rischio che i costi siano sostenuti da creditori di minoranza.

[180] Può sorgere un problema se il debitore e il professionista incaricato non riescono a raggiungere un accordo sui compensi. Il debitore non può certo bloccare la nomina per tale motivo, mentre al professionista non dovrebbe essere consentito di richiedere compensi eccessivi poiché il debitore, alla fine, dovrà comunque incaricarlo. Tuttavia, un meccanismo per contestare i compensi quando risultino eccessivi, come indicato nel testo, è probabilmente in grado di risolvere i problemi che si vengono a creare quando le posizioni del debitore e dell'esperto sono inconciliabili.

Questa sezione affronterà brevemente i principali problemi incontrati nella nostra ricerca con riferimento alla partecipazione dei creditori nel processo che porta all'approvazione di un piano di ristrutturazione: saranno trattati l'individuazione dei partecipanti, i principali aspetti dei negoziati e alcuni elementi fondamentali del voto. Si noti che diversi argomenti che rientrerebbero nell'ambito del presente capitolo sono trattati altrove.

3.1. I partecipanti alla procedura di ristrutturazione

Nell'ambito delle procedure di insolvenza formali e giudiziali tutti i creditori sono chiamati a partecipare alla procedura.[181] Nessun titolare di un credito nei confronti del debitore, sia esso effettivo o sottoposto a condizione, può essere escluso. La situazione può risultare diversa nei procedimenti extragiudiziali. Senza alcun dubbio, gli accordi extragiudiziali informali meramente volontari non presentano alcuna regola vincolante al riguardo: il debitore potrà decidere liberamente chi far partecipare alle negoziazioni. Ciò non pone alcun problema, in quanto tali procedimenti rientrano nei limiti rigorosi del diritto contrattuale - e quindi del principio di limitatezza degli effetti contrattuali – il quale comporta la produzione di effetti vincolanti solamente nei confronti di coloro che accettano volontariamente di obbligarsi con il debitore, non attribuendo il quadro giuridico alcun effetto particolare all'accordo. Tuttavia, la situazione è ben diversa nei *procedimenti extragiudiziali regolamentati*: per "regolamentati" si intendono quei procedimenti che soddisfano determinati requisiti stabiliti dalla legge, in conseguenza dei quali viene garantita la tutela dell'accordo raggiunto contro le azioni revocatorie, è accordata una priorità ai finanziamenti forniti ed i creditori dissenzienti/non partecipanti sono vincolati dal piano.

Una rassegna delle giurisdizioni europee offre un panorama molto vario: (i) vi sono procedimenti stragiudiziali in cui è obbligatorio dare l'opportunità di partecipare a tutti i creditori; (ii) procedure in base alle quali il debitore può selezionare i creditori a sua discrezione; e (iii) procedimenti in cui la ristrutturazione è limitata a uno o più tipi di creditori.[182]

- I procedimenti di **tipo (i)** (in cui è obbligatorio dare l'opportunità di partecipare a tutti i creditori) sono i più diffusi. Si tratta di una replica extragiudiziale di una procedura formale di insolvenza. Per tale motivo, è essenziale che la struttura della procedura offra incentivi per il suo utilizzo, anziché l'alternativa in sede giudiziaria. I criteri d'ingresso di tali procedure devono essere ampi ed inclusivi al fine di consentirne un utilizzo tempestivo: risultando dunque accessibili in base all'imminenza dell'insolvenza. Le procedure completamente extragiudiziali disponibili solo in caso di insolvenza hanno poco senso: spesso è troppo tardi e la percentuale di successo è molto più bassa. Non è raro che tali procedimenti siano solo un pretesto per procrastinare e ritardare la soluzione del problema. Tali tipologie di procedimenti devono essere "utili" al debitore e, quindi, una sospensione delle azioni/esecuzioni deve essere almeno una possibilità, l'accordo raggiunto dovrebbe essere protetto contro azioni revocatorie, i debitori dovrebbero poter continuare a gestire l'impresa e i creditori dissenzienti devono essere vincolati dall'accordo. Senza tali "carote" il procedimento non sarà utilizzato. Un altro elemento di massima importanza è rappresentato dalla coerenza dei requisiti di tali

[181] Tale partecipazione, tuttavia, può essere molto limitata, in particolare nel caso di crediti subordinati. In Germania, ad esempio, questi crediti non possono essere insinuati se non su specifica richiesta del tribunale (art. 174 par. 3 InsO), e i creditori che detengono questo tipo di crediti non hanno diritto di voto al di fuori della procedura (art. 77 par. 1 InsO); nella procedura, essi hanno diritto di voto solo se i loro crediti non sono considerati rinunciati ai sensi dell'art. 225 par. 1 InsO. 1 InsO.

[182] La restrizione può riguardare anche il debitore. Ciò avviene di norma quando la giurisdizione istituisce una procedura specifica per le PMI.

procedure con i requisiti fissati per l'approvazione di un piano nell'ambito di un procedimento formale. Non deve essere più costoso o lungo in sede extragiudiziale e, soprattutto, le maggioranze non devono essere più elevate. L'esperienza spagnola ha dimostrato che soglie più elevate nei procedimenti extragiudiziali "universali" allontanano i debitori dal loro utilizzo. Ciò si verifica in particolare quando - un altro errore evidente - la mancata approvazione di un piano porta direttamente - ed inevitabilmente - alla liquidazione. Anche in questo caso, la Spagna ne è stata la prova. Entrambi i difetti sono stati modificati dal legislatore.

- I procedimenti di **tipo (ii)** (procedure in base alle quali il debitore può scegliere i creditori da coinvolgere a sua discrezione) sono meno frequenti e hanno anche caratteristiche diverse. Il principale vantaggio del modello è chiaramente la sua flessibilità. Il debitore - più comunemente un debitore sofisticato - può adattare la ristrutturazione al proprio contesto, massimizzando le probabilità di successo, sia nell'approvazione che nell'attuazione del piano. Ma tali accordi richiedono competenze tecniche e un livello adeguato di informazioni affidabili e, dunque, non sono sempre utili in assenza di tali caratteristiche (come spesso accade per le MPMI). Naturalmente, tale tipo di accordo vincolerà solo i creditori partecipanti. La protezione contro azioni revocatorie o la priorità dei nuovi finanziamenti dovrebbe essere concessa solo se il piano è obiettivamente favorevole al debitore[183] o se vengono raggiunte determinate maggioranze dell'importo totale dei crediti. La soluzione opposta, esternalizzerebbe il rischio dell'accordo sui creditori non partecipanti e gli altri stakeholder.
- Gli accordi di **tipo (iii)** (operazioni in cui la ristrutturazione, per legge, è limitata a uno o più tipi di creditori), limitati a uno o più gruppi di creditori, si sono rivelati efficaci laddove abbiano coinvolto creditori sofisticati con esperienza nella pratica della ristrutturazione e consapevoli che il rimborso integrale di altri creditori (ad esempio fornitori, lavoratori) aumenta i rendimenti attesi quando l'impresa è redditizia. Tali creditori si trovano, inoltre, nella posizione migliore per valutare quali imprese mantengano un valore positivo nella continuazione dell'attività e meritano, pertanto, ulteriori investimenti (o, almeno, un sostegno sotto forma di una dilazione). Limitare la portata della negoziazione a pochi attori ricorrenti facilita anche gli accordi: è più probabile che i creditori agiscano in modo professionale; le parti spesso si conoscono e conoscono l'ambiente; le regole tendono ad essere chiare (non di rado non è nemmeno necessario un accordo di standstill quando la procedura regolamentata non prevede una sospensione delle azioni dei creditori); e la tenuta di un comportamento scorretto è rara a causa del rischio di danni alla reputazione. Inoltre, la presenza di un minor numero di persone durante le trattative riduce i costi di transazione. Le banche e gli altri finanziatori professionisti tendono ad avere informazioni sul debitore migliori di chiunque altro (forse con l'eccezione dell'autorità fiscale) e, tale circostanza, aumenta anche la probabilità che sia raggiunto un accordo adeguato. Dalla ricerca condotta su questo tipo di procedimenti emergono tuttavia due rischi: da un lato, l'ambito soggettivo della procedura deve essere chiaramente definito;[184] dall'altro lato, sussiste un ulteriore problema quando i debitori sono di dimensioni troppo ridotte, giacché i creditori finanziari mostrano scarso o nessun interesse a parteciparvi. Quest'ultimo problema dovrebbe essere affrontato mediante

[183] La Spagna ha incluso un tipo di accordo di rifinanziamento che è protetto contro le azioni di revocatoria senza alcun requisito di maggioranza, in quanto il contenuto del piano - definito dalla legge - è così chiaramente favorevole al debitore - e quindi ai suoi creditori - che merita una deroga. Tuttavia, i requisiti relativi al contenuto del piano sono estremamente pesanti e non vi è alcuna prova che sia mai stato utilizzato.

[184] Nel caso della Spagna, l'uso dell'espressione "creditori finanziari" si è rivelato troppo vago. Ad esempio, non è chiaro quale sia la regola in caso di cessione del credito o se le garanzie siano coperte dall'accordo. In misura più limitata, lo stesso problema si è presentato in Italia.

la vigilanza bancaria, codici di condotta e altre norme che creino incentivi affinché i creditori finanziari evitino di essere passivi. Inoltre, la ricerca condotta dimostra che la flessibilità nella definizione del campo di applicazione soggettivo potrebbe risultare positiva: in alcuni casi, i creditori commerciali di maggiori dimensioni possono essere sofisticati quanto le banche e condividere la maggior parte delle caratteristiche che rendono queste ultime controparti adeguate nella ristrutturazione. Infine, l'analisi condotta in alcune giurisdizioni riflette il fatto che l'esclusione dei creditori pubblici da tali accordi può compromettere il sistema. L'esclusione dei creditori pubblici conferisce loro una priorità *de facto* ingiustificata, che può persino dissuadere i creditori finanziari dall'accettare di salvare un'impresa altrimenti redditizia (la principale preoccupazione è rappresentata dalla mancanza di disponibilità a fornire nuovo denaro "perché finisca nelle tasche dell'Agenzia delle entrate" [sic]). Tale problema sembra avere maggiori ripercussioni nelle piccole imprese, le quali tendono ad accumulare debiti di maggior consistenza con lo Stato.[185]

3.2. Il voto

La decisione relativa all'approvazione di un piano può essere adottata mediante una procedura scritta o in un'assemblea dei creditori. Non vi è alcuna reale differenza, per quanto riguarda questo punto, tra i procedimenti extragiudiziali e quelli giudiziali. Il feedback ricevuto dalle indagini su questo tema e l'analisi dei diversi sistemi mostra scarsi risultati. La conclusione principale è che la flessibilità sembra essere un fattore molto apprezzato. A causa della presunta scarsa efficienza e dei costi elevati delle assemblee dei creditori, un sistema aperto, con un periodo di tempo per votare (o aderire al piano in qualsiasi altro modo risulti adeguato), sembra l'opzione preferibile. Maggiori sono le dimensioni del caso, più chiara è tale preferenza.

La votazione dovrebbe essere strutturata in classi. Le classi possono essere liberamente definite o determinate ex ante dalla legge. In entrambi i casi, è essenziale che le classi raggruppino i creditori i cui crediti hanno un identico valore economico.[186] Se la strutturazione delle classi è lasciata alle parti, la definizione di ciascuna classe dovrebbe garantire un livello sufficiente di uniformità. Sembra esservi una reazione positiva all'inclusione degli azionisti come classe, nella misura in cui siano previste misure di salvaguardia che garantiscono un solido sistema di priorità. Il ricorso alle classi sembra meno rilevante nei procedimenti riguardanti le MPMI, dato il numero ridotto di creditori. Ma le classi non sono l'unico elemento che deve essere considerato. Non è raro incontrare problemi nella determinazione del valore delle garanzie detenute dai creditori (che incide direttamente sulla loro partecipazione). Analogamente, potrebbe essere opportuno creare norme che coordinino il voto nel caso di gruppi di imprese. In caso di garanzie congiunte e multiple all'interno di un gruppo, i creditori garantiti ottengono un numero di voti pari a quello delle garanzie, moltiplicando di fatto la propria influenza su quello che in realtà è un unico processo di ristrutturazione (una banca presta 200 alla società madre e riceve una garanzia da tre diverse controllate: a meno che non esista una regola per coordinare il processo di voto, la banca avrà diritto a votare per 200 in ciascuna assemblea delle società). D'altronde, ciò è la conseguenza, per quanto

[185] L'inclusione dei creditori pubblici (fiscali, previdenziali) nelle convenzioni non intende in alcun modo sostenere la possibilità che imprese in difficoltà, che non sono più in grado di ottenere finanziamenti bancari per finanziare le loro attività, finanzino la propria attività evadendo il versamento delle imposte o dei contributi previdenziali, basandosi sul fatto che le autorità fiscali non reagiscono rapidamente. Tale tipo di pratiche distorte è abbastanza comune in alcune giurisdizioni (ad esempio in Italia) e, se abbinato a una priorità legale a favore dei crediti fiscali, ha l'effetto di ridurre ulteriormente il tasso di recupero per gli altri creditori.

[186] Sulla formazione delle classi e sul trattamento delle classi, si veda il Capitolo 2.

riguarda il voto, delle norme in materia di insolvenza che prevedono che i creditori hanno diritto all'intero importo del loro credito nei confronti di ciascun debitore, compresi i garanti.[187]

Il sistema delle maggioranze deve trovare un equilibrio tra la necessità di garantire un forte sostegno al piano e quella di renderlo effettivamente possibile. In generale, le maggioranze superiori al 75% dovrebbero essere previste solo in via eccezionale. Alcune giurisdizioni tendono a differenziare le soglie a seconda del contenuto dell'accordo: quanti più sacrifici richiederà ai creditori, tanto più elevata sarà la soglia. È molto importante riprodurre i requisiti relativi alle maggioranze al fine di evitare una scelta strategica degli strumenti di ristrutturazione; e tuttavia, in determinate circostanze, potrebbe essere giustificato prevedere maggioranze più basse in presenza di un controllo più pervasivo e, di conseguenza, di un minor rischio di abusi.

<u>Indicazione di policy #6.3</u> (*Partecipazione e approvazione del piano*) Nelle procedure formali di insolvenza, tutti i creditori devono avere la possibilità di partecipare. Ciò non vale per i procedimenti extragiudiziali, con riferimento ai quali possono essere prese in considerazione opzioni diverse.

Se una giurisdizione prevede una procedura extragiudiziale avente ad oggetto tutti i creditori, dovrebbe essere prestata particolare attenzione a creare incentivi per il suo utilizzo e ad evitare che sia riservato un trattamento peggiore rispetto a quello che le parti potrebbero ottenere in base ad un procedimento giudiziale formale.

Le procedure extragiudiziali potrebbero essere strutturate in modo tale da consentire ai debitori di scegliere quali creditori dovrebbero partecipare al procedimento. Tale possibilità potrebbe avere l'effetto di aggiunge un elemento di flessibilità al procedimento. Tuttavia, l'efficacia di tali piani è limitata e occorre prevedere norme che tutelino gli interessi dei creditori non partecipanti in caso di protezione degli accordi.

Un procedimento extragiudiziale che coinvolga solo alcuni creditori può costituire una soluzione adeguata a condizione che:

i) il campo di applicazione della procedura sia adeguatamente definito,

ii) i creditori interessati siano creditori professionali sofisticati,

iii) l'esclusione di altri creditori sia fondata su valide ragioni, si pensi - ad esempio – alla figura dei fornitori o dei creditori *non adjusting*. L'esclusione dei crediti pubblici crea *de facto* una priorità a favore di questi ultimi, compromettendo le possibilità di successo dell'accordo e ponendosi in contrasto con la best practice internazionale.

La decisione può essere adottata nel corso di una assemblea dei creditori o consentendo ai creditori di esprimere un voto per un certo periodo di tempo. Quest'ultimo metodo risulta preferibile per i casi di maggiori dimensioni. In generale, le maggioranze richieste nei procedimenti stragiudiziali non dovrebbero essere diverse da quelle previste per i procedimenti giudiziali.

Le soglie dovrebbero essere solo eccezionalmente superiori al 75%.

[187] Ciò rappresenta una regola comune a molte giurisdizioni. Ad esempio, in Germania, sec. 43 InsO: Un creditore che vanta crediti nei confronti di più persone in relazione ad un unico pagamento può far valere l'intero importo nell'ambito di una procedura di insolvenza nei confronti di ciascun debitore fino a quando non sia pienamente soddisfatto se, alla data di apertura della procedura di insolvenza, vanta un credito di tale importo. Vedi anche l'Art. 61, della Legge fallimentare italiana.

4. L'omologazione

4.1. Definizione dell'ambito di applicazione dell'omologazione

Un accordo tra un debitore in difficoltà finanziaria e alcuni o tutti i suoi creditori modifica i diritti contrattuali e di proprietà di questi ultimi. Tale modifica avviene attraverso un processo di azione collettiva e, quindi, potranno esservi creditori minoritari dissenzienti. Inoltre, anche i creditori non partecipanti, i cui diritti contrattuali o di proprietà non subiscono alcuna modifica diretta, saranno spesso indirettamente interessati da un piano, in quanto questo di norma prevedrà una ristrutturazione aziendale, modificando in tal modo il profilo di rischio del debitore ed offrendo una protezione dalle azioni revocatorie o di responsabilità per i nuovi finanziamenti e atti compiuti al fine di attuare il piano. Di conseguenza, la maggior parte dei sistemi volti a far fronte alle difficoltà finanziarie delle imprese - sia in via extragiudiziale che nell'ambito di una procedura pienamente formale - prevedono una qualche forma di controllo sul contenuto del piano da parte di un'istituzione indipendente, di un tribunale o di un ente pubblico. Nella presente sezione saranno presi brevemente in esame i diversi modelli e saranno proposte delle raccomandazioni.

Nel presente capitolo, per "omologazione" si intende l'approvazione, da parte del tribunale competente o dell'ente amministrativo competente, di un piano precedentemente concordato da un debitore in difficoltà finanziaria e dai suoi creditori. Il piano deve essere volto a consentire la risoluzione di una situazione di difficoltà finanziaria, indipendentemente dal tipo di soluzione (si tratti di un accordo di riorganizzazione che preveda il mantenimento della precedente proprietà, il mutamento della proprietà, o una liquidazione di qualsiasi tipo). Devono essere tenuti distinti i meri piani di ristrutturazione dell'impresa, senza la previsione di un'incisione sulla situazione debitoria dell'impresa. Inoltre, l'"omologazione" conterrà una qualche forma di analisi nel merito da parte dell'organo approvante, sia essa rappresentata da una verifica sulla sussistenza dei requisiti giuridici necessari o da un'analisi più approfondita sulla fattibilità del piano. Un controllo esterno meramente formale dei requisiti previsti dalla legge non è considerato un'omologazione ai fini del presente capitolo (ad esempio, la semplice notifica da parte del debitore a un tribunale spagnolo che sono in corso trattative per giungere a un accordo - ex art. 5 bis IA - non è qualificabile come omologazione da parte del tribunale).

4.2. Pro e contro dell'omologa del piano da parte dell'autorità giudiziaria o amministrativa

Vi sono numerose valide ragioni a sostegno dell'inclusione di un controllo giudiziale o amministrativo sul contenuto del piano. Di seguito sono riportate alcune delle ragioni più evidenti:

- Un piano di ristrutturazione, che può essere imposto ai creditori non partecipanti o dissenzienti, implica una modifica dei diritti attribuiti ex ante alle parti, alterando il normale funzionamento del mercato ed incidendo sui diritti soggettivi/di proprietà degli stakeholder. Tali effetti, in grado di cambiare "le regole del gioco", costituiscono una norma eccezionale e, pertanto, la loro applicazione dovrebbe essere controllata da un'autorità indipendente.
- Un effetto indiretto sulla posizione dei creditori, anche di quelli non direttamente interessati, è dato dalla protezione garantita dalla legge contro le azioni revocatorie. In tal caso, se, per motivi di rapidità ed efficienza, la legge di uno Stato membro consente la protezione dalle azioni revocatorie anche senza l'omologa giudiziale/amministrativa, un compromesso ragionevole sembra richiedere il parere di un esperto indipendente sul rispetto dei requisiti

giuridici e sul fatto che il piano sia economicamente ragionevole, ossia tale da facilitare il salvataggio dell'impresa nell'interesse dei creditori nel loro complesso e non dei singoli creditori, anche se rappresentanti la maggioranza.

- In linea con quanto appena detto, un'omologazione giudiziale o amministrativa tutela la legalità, aumenta la certezza del diritto e conferisce credibilità al sistema, promuovendone l'utilizzo.
- L'omologazione costituisce un meccanismo di tutela dei creditori di minoranza (e, in ultima analisi, in alcuni casi, degli azionisti). Inoltre, un'omologazione che include una verifica della redditività di un piano ha la funzione di proteggere gli stakeholder non partecipanti (ad esempio, i creditori non vincolati dal piano, i dipendenti) che non sono in grado di influenzare il piano, ma il cui rischio sarà spesso modificato dal contenuto del piano.
- Nel caso di debitori di medie e grandi dimensioni, che hanno maggiori probabilità di avere connessioni transfrontaliere, facilita il riconoscimento internazionale e promuove la partecipazione dei creditori stranieri.

Tuttavia, la previsione di un'omologazione obbligatoria del piano non è priva di costi. Essenzialmente, vi sono due rischi che devono essere considerati:

- In primo luogo, l'omologazione può ritardare l'attuazione del piano: quanto più il sistema giudiziario è inefficiente/sottosviluppato, tanto più consistenti saranno i ritardi. Le indagini e le interviste effettuate nel corso del progetto confermano che il tempo è un fattore essenziale nei procedimenti extragiudiziali, soprattutto perché il tempo trascorso "in tribunale" è destinato a incidere sulla reputazione del debitore e a ridurne notevolmente le possibilità di accedere a finanziamenti ponte a costi accessibili.
- In secondo luogo, vi è il rischio di un intervento eccessivo da parte del giudice o dell'autorità amministrativa. Il rischio, presumibilmente non infrequente nelle giurisdizioni con un sistema procedurale rigido, è che l'organo incaricato della omologazione "sostituisca" la volontà dei creditori, procedendo ad una revisione del rischio accettato volontariamente da questi ultimi. L'omologazione che prenda in considerazione l'obiettiva mancanza di fattibilità del piano, a seguito di un'analisi nel merito, dovrebbe essere eccezionale e sorretta da prove sufficienti. I giudici/autorità amministrative non sono nella posizione migliore per valutare la fattibilità di un piano e dovrebbero sostituirsi all'assunzione volontaria di rischi da parte della maggioranza dei creditori solo quando vi siano prove di abusi, ovvero in presenza di un chiaro abuso a danno dei creditori di minoranza.

Alla luce dei vantaggi e dei rischi sopra individuati, le sezioni che seguono analizzeranno i possibili sistemi di omologazione. Le raccomandazioni che faranno seguito all'analisi mireranno a massimizzare i vantaggi e a ridurre al minimo i rischi sopra elencati.

4.3. Chi dovrebbe omologare il piano?

L'organismo competente ad omologare il piano deve essere indipendente dalle parti ed essere dotato della capacità giuridica di modificare i diritti soggettivi dei debitori, dei creditori e, se necessario, dei terzi. Generalmente, tale organismo avrà carattere pubblico, in quanto la maggior parte degli ordinamenti giuridici attribuisce tale competenza soltanto ad un'entità dotata di poteri giudiziari o amministrativi.[188] Da un'analisi comparativa emerge che l'organo competente è un tribunale/giudice

[188] Non è tuttavia impossibile concepire l'attribuzione dei poteri di omologazione ad un privato/organismo specializzato. Tale sistema privato sarebbe simile ad un arbitrato rituale obbligatorio. Non siamo a conoscenza di alcuna

(nella maggior parte dei casi, il tribunale/giudice che sarebbe competente ad aprire una procedura formale di insolvenza) o un'autorità competente in materia d'insolvenza (ossia un'agenzia amministrativa, generalmente facente parte del Ministero della Giustizia o del Ministero dell'Economia e delle Finanze), dei quali il primo modello è il più comune.

In astratto, non vi sono ragioni valide per considerare un modello superiore all'altro in termini di conoscenza legale ed esperienza. Nella maggior parte dei paesi sviluppati, i giudici dispongono di una buona capacità tecnica e di un adeguato livello di specializzazione, ma non è sempre così (e ciò non vale quasi mai per le giurisdizioni in via di sviluppo) e non vi è motivo per cui un'agenzia amministrativa non possa assumere persone che abbiano almeno la stessa conoscenza della materia.[189] Il modello amministrativo presenta i suoi vantaggi: l'agenzia potrebbe essere concepita come un gruppo interdisciplinare, comprendente esperti di analisi economica, una risorsa molto utile per valutare la fattibilità di un piano; in aggiunta, tali organismi tendono ad essere gravati da meno vincoli e, pertanto, risulteranno più "agili" nell'adozione di pareri di esperti su un determinato piano, se ciò è ritenuto necessario; il processo decisionale è generalmente interno e quindi non soggetto a ritardi strategici da parte delle parti, ad esempio, mediante ricorsi infondati); e, infine, tali entità potrebbero essere più efficienti in generale rispetto ai tribunali e possedere un grado più elevato di specializzazione (almeno rispetto ai sistemi giudiziari in cui i giudici non decidono solo casi di insolvenza e di pre-insolvenza).

Nonostante ciò il sistema giudiziario presenta un chiaro vantaggio: nella maggior parte dei sistemi, sarà considerato l'organo più appropriato, da un punto di vista tecnico, per l'omologazione di un piano il cui effetto sarà rappresentato dalla modifica di diritti soggettivi (contrattuali o di proprietà). In realtà, non vi è dubbio che il controllo dei tribunali debba essere disponibile, almeno sotto forma di ricorso, al fine di evitare problemi di costituzionalità nella maggior parte delle giurisdizioni. Di conseguenza, i sistemi con procedimento di omologazione assegnato ad un'agenzia (o a un organismo privato) possono subire ritardi a causa di ricorsi dinanzi all'autorità giudiziaria avverso le proprie decisioni.

Alla luce di quanto sopra, e tenendo conto dei vantaggi e dei rischi del sistema di omologazione obbligatoria, concludiamo quanto segue:

- Il tribunale rappresenta la soluzione più ovvia, ed anche la più appropriata, quanto più sviluppato è il sistema giurisdizionale dell'ordinamento. Questa è in grado di garantire la certezza del diritto. Inoltre, riduce ad un solo ricorso la possibilità di impugnare la decisione (dinanzi alla corte di grado più alto). Tuttavia, come hanno dimostrato le nostre ricerche, il tempo costituisce un fattore essenziale. Pertanto, la procedura di omologazione deve essere breve, con poche formalità ed i ricorsi che vertono su questioni procedurali devono essere drasticamente limitati. Anche i giudici più specializzati e tecnicamente preparati possono aver bisogno di aiuto per valutare la fattibilità del piano. A tale proposito, dovrebbe essere prevista una procedura semplificata al fine di consentire al giudice di richiedere una perizia, che dovrebbe essere pienamente indipendente dalle parti. Tale procedura dovrebbe essere protetta dalle parti, oltre agli ovvi casi di frode. Il ricorso ad una perizia supplementare dovrebbe

giurisdizione che abbia adottato tale sistema. Naturalmente, le parti (cioè i creditori) non possono essere l'organo incaricato dell'omologazione, poiché, per definizione, il loro consenso sarà già stato dato prima dell'omologazione (e uno delle ragioni principali di una omologa è proprio la tutela dei creditori di minoranza).

[189] Infatti, alcune giurisdizioni (ad esempio, Perù, Colombia) hanno creato con successo agenzie specializzate per gestire le questioni relative all'insolvenza, proprio al fine di migliorare il livello tecnico e garantire una maggiore onestà.

tuttavia costituire un'eccezione, ogniqualvolta il caso si basi già sul parere di esperti rilasciato in precedenza, in base ai termini della procedura o anche su richiesta delle parti (nella misura in cui la nomina dell'esperto è stata effettuata in modo tale da garantirne l'indipendenza).

- L'agenzia amministrativa può rappresentare un'ottima alternativa nei paesi in cui i sistemi giudiziari sono lenti ed inefficienti. Tale alternativa può risultare particolarmente appropriata per le imprese di minor dimensioni, per le quali il piano dovrebbe essere semplice, l'utilizzo di modelli diffuso, il numero e la complessità dei creditori limitati e il rischio di decisioni "politiche" basso, a causa delle dimensioni ridotte dei casi. Spesso, la stessa agenzia potrà essere già stata coinvolta nel caso durante la negoziazione e l'approvazione del piano e, in alcune giurisdizioni, le informazioni rilevanti sul debitore saranno già state depositate presso l'agenzia stessa. Nelle procedure che coinvolgono le MPMI, il ricorso a un'agenzia amministrativa è destinato a liberare il sistema giudiziario dal peso di molte cause di modesta o ridottissima entità che, a causa della rigidità dei regimi procedurali, richiedono comunque molto tempo e molte risorse. La decisione dell'agenzia di omologare o respingere un piano dovrebbe essere impugnabile dalle parti interessate. L'appello dovrebbe essere deciso da una corte di giustizia. Tuttavia, è essenziale che il giudice competente abbia un certo grado di specializzazione in materia commerciale. Ciò può non essere sempre evidente nelle giurisdizioni in cui la decisione di un ente pubblico dovrà essere presa impugnata dinnanzi a un tribunale avente giurisdizione amministrativa per il ricorso.
- In entrambi i casi, è essenziale che l'opposizione avverso l'omologa non sospenda l'efficacia del piano. Naturalmente, il giudice competente dovrebbe avere la possibilità di adottare misure cautelari, ma gli effetti generali del piano non dovrebbero essere negati, a meno che non vi siano motivi estremamente validi per farlo.

4.4. Contenuto e diversi tipi di omologazione del piano

Come precedentemente evidenziato, i vantaggi dell'omologazione del piano sembrano chiaramente superare i suoi svantaggi e, nei paesi in cui tali svantaggi possono rappresentare un problema reale, è più facile intervenire per ridurli piuttosto che individuare un istituto sostitutivo dei benefici dell'omologazione. La presente sezione individua, pertanto, quale punto di partenza la necessità di un qualche forma di omologazione: ciò, quantomeno, ogniqualvolta l'accordo sia protetto da azioni revocatorie o sia vincolante nei confronti dei terzi. Esistono diversi modelli e tipi di omologazione. Esamineremo brevemente gli scenari più comuni.

Ma prima di delineare i diversi scenari, è necessario considerare brevemente la portata dell'omologazione, che riguarda tutti i modelli. *L'organo incaricato dell'omologazione dovrebbe concentrarsi su tre diverse serie di questioni riguardanti il piano*:

(i) **I requisiti giuridici formali**. Ciò consiste nell'accertamento che le formalità richieste sono state rispettate: se previsto, la redazione di relazioni obbligatorie da parte di esperti, l'intervento di un notaio, le notifiche a tutte le parti interessate, l'utilizzo di modelli obbligatori per le MPMI, ecc. Si tratta della parte più elementare del controllo giuridico/amministrativo, che in alcuni casi può essere svolto anche principalmente da funzionari giudiziari.

(ii) **Il consenso dei creditori**. Ciò consiste nella verifica del rispetto degli aspetti rilevanti nella formazione del consenso dei creditori. Ovviamente, ciò include la verifica del raggiungimento delle maggioranze necessarie, ma anche aspetti più complessi, quali l'adeguata formazione delle classi per il voto, ovvero l'identificazione dei partecipanti, quando l'accordo è limitato a determinati creditori. La formazione delle classi può essere predeterminata dalla legge o, con

alcuni limiti legali, può essere liberamente determinata dal debitore al fine di aumentare le possibilità di approvazione e di adattamento del piano alle esigenze dei diversi gruppi di creditori. Tale ultimo modello, che aggiunge flessibilità al sistema, ha creato problemi di contenzioso. Ad esempio, è interessante notare che nel Regno Unito gli schemi di accordo prevedevano due omologhe da parte dei tribunali, la prima per la formazione delle classi. Anche se ciò si è rivelato utile in casi di grandi dimensioni e complessi (i regimi di concordato riguardano spesso tale tipologia di casi), tale impostazione appare ingiustificata con riferimento alle entità di minor dimensioni e nelle giurisdizioni con sistemi giudiziari meno efficienti. Se, da un lato, tale approccio può aumentare la chiarezza, dall'altro lato può comportare un notevole ritardo del processo, in una situazione in cui il tempo è essenziale.[190]

(iii) **Il contenuto rilevante del piano**. Con tale espressione è fatto riferimento al controllo sulla sostenibilità e fattibilità del piano, nonché sulla sua capacità di essere realizzato/attuato nella pratica. Tale verifica è uno degli aspetti più controversi dell'omologazione, in quanto, per definizione, la **riuscita** di un piano è incerta e implica l'assunzione di nuovo rischio, un rischio che è stato volontariamente accettato dalla maggioranza dei creditori. L'analisi della proposta e del suo contesto da parte di un giudice o di un organo amministrativo, al fine di omologare o respingere il suo contenuto, comporta una sostituzione della volontà dei privati che dovrebbe essere trattata con cautela. In realtà, la questione si riduce alla risposta alla seguente domanda: quale grado di discrezionalità dovrebbe essere attribuita al tribunale/agenzia nella decisione sull'omologazione o rigetto di un piano precedentemente concordato? Questa non è la sede adatta per approfondire una questione classica del diritto fallimentare, pertanto la relazione si limiterà ad esprimere quelle che sono state identificate come best practice dalla ricerca effettuata.

L'obiettivo del presente progetto è di condurre un'analisi di diverse giurisdizioni dell'UE che condividono con gli altri Stati membri un modello di economia di mercato. In tale contesto, le decisioni degli stakeholder liberamente adottate e con un adeguato livello di informazioni a disposizione dovrebbero, in linea di principio, essere rispettate. Un debitore in difficoltà finanziarie e l'esistenza di una procedura concorsuale non sono situazioni ordinarie, che possono sempre essere lasciate interamente alle parti (ed alla legge). Un piano di ristrutturazione, che modifica l'attività, e che ha come effetto quello di proteggere le operazioni che attuano il piano dal rischio di azioni revocatore, nonché di vincolare alcuni creditori dissenzienti/non partecipanti, può avere effetti importanti sui terzi (inclusi, in particolare, i creditori non direttamente interessati dal piano e persino i futuri creditori - involontari e *non adjusting* - del debitore in difficoltà). Tale situazione è affrontata attraverso il controllo del tribunale/agenzia, che dovrebbe assicurare che il processo che ha condotto al piano sia stato corretto e conforme ai requisiti di legge, che il contenuto del piano soddisfi i requisiti previsti per la tutela dei creditori interessati e partecipanti e che il piano sia oggettivamente "fattibile". È proprio in relazione a questo terzo tipo di valutazione che il potere discrezionale dovrebbe essere limitato. Un tribunale o un'agenzia non saranno sempre nella posizione migliore per effettuare tale valutazione. E, anche qualora lo fossero, sarebbe

[190] Come indicato in precedenza nel presente capitolo, alcune giurisdizioni dispongono di strumenti di ristrutturazione limitati ai "creditori finanziari" (con riferimento alla Spagna, una procedura di rifinanziamento omologata denominata *acreedores financieros*; con riferimento all'Italia, esiste un tipo speciale di accordo di ristrutturazione confermato dal tribunale limitato ai creditori finanziari, previsto dall'articolo 182-septes della Legge Fallimentare italiana). La determinazione del concetto di creditore finanziario si è rivelata controversa e, in particolare in Spagna, è stata citata nel contesto di interviste qualitative come uno dei motivi più comuni di obiezione da parte degli stakeholder generalmente coinvolti in tale tipologia di procedura extragiudiziale.

ingiustificato, in linea di principio, che il giudice o l'agenzia si sostituiscano alla volontà delle parti. Votare a favore di un piano implica - quasi inevitabilmente - una modifica del livello di rischio dei creditori. Tale mutamento del rischio è stato accettato volontariamente e nessuna autorità incaricata dell'omologazione può sostituire una decisione adottata volontariamente dai "proprietari" dei diritti di credito nei confronti del debitore. L'omologazione dovrebbe, quindi, essere prevista per *proteggere coloro che non hanno partecipato* o *che si sono opposti votando contro* tale modifica del livello di rischio. Ma ciò deve sicuramente avere un limite. Una minoranza (creditori dissenzienti) non può imporre la sua volontà a una maggioranza, maggioranza che, in molti paesi, implica un'alta percentuale delle passività pendenti.[191] E i creditori non vincolati dal piano non dovrebbero generalmente subire alcun danno, in quanto i propri debiti saranno interamente rimborsati in caso di attuazione del piano. Il loro rischio risulta, pertanto, limitato al danno che potrebbero subire se il piano non potesse essere attuato in modo efficace e se i suddetti effetti del piano non potessero essere eliminati.

Sia gli interessi dei creditori di minoranza che partecipano o sono vincolati dal piano, sia quelli dei creditori non vincolati meritano una protezione, ma ciò deve essere bilanciato con la decisione obiettiva e informata del resto dei creditori. In considerazione di ciò, la discrezionalità dell'autorità incaricata dell'omologazione deve essere limitata ad assicurare che non vi siano abusi all'interno del piano. Consideriamo conforme al principio secondo cui l'autorità giudiziaria o amministrativa dovrebbe annullare la decisione della maggioranza dei creditori, respingendo quindi un piano nel merito (più precisamente, per la sua mancanza di "fattibilità") quando risulterebbe evidente ad un operatore del mercato, nel settore di attività del debitore, che quest'ultimo non potrebbe essere attuato con successo applicando una diligenza economica di base. Infine, deve essere evidenziato che un'eccessiva discrezionalità giuridico/amministrativa potrebbe ridurre la prevedibilità, compromettere la certezza del diritto e compromettere l'uso del sistema.[192]

Il contenuto del piano deve inoltre essere verificato con riferimento al trattamento dei creditori interessati. Soprattutto negli accordi di ristrutturazione stragiudiziali, alcuni creditori possono essere trattati in modo diverso rispetto a creditori in una posizione simile, ovvero può essere loro richiesto di assumersi un sacrificio che potrebbe essere considerato ingiustificato. Se il giudice ritiene che ciò sia il caso, il piano non dovrebbe essere omologato. Nella maggior parte dei modelli, tuttavia, il controllo di tale tipologia di illegittimità è gestito ex post,

[191] In alcuni paesi è richiesta una maggioranza del 75% (ad esempio in Spagna; in Italia, per quanto riguarda gli accordi extragiudiziali con i creditori finanziari); in altri la maggioranza del 50%+1 dell'importo dei crediti più la maggioranza per teste (Germania); in altri ancora la maggioranza semplice del 50%+1 dell'importo dei crediti (procedura formale di insolvenza in Italia).

[192] Ciò è in linea con il risultato ottenuto in Spagna, dove gli stakeholder hanno mostrato una maggiore preoccupazione per la scarsa prevedibilità del sistema che per il rischio di comportamenti abusivi da parte del debitore e dei suoi principali creditori (ossia i creditori non di minoranza).
Le ricerche condotte in Spagna, tuttavia, hanno mostrato una certa preoccupazione per un possibile abuso da parte della maggioranza dei creditori in caso di ristrutturazioni di grandi dimensioni. In particolare, i fondi di investimento esteri che avevano acquistato grandi quantità di debiti in difficoltà, ma che erano comunque creditori minoritari, si sono lamentati del fatto che le banche spagnole (i creditori di maggioranza) accettassero piani "oggettivamente irrealizzabili" per quelli che hanno definito "motivi politici" (cfr. il report nazionale sulla Spagna, disponibile all'indirizzo www.codire.eu). Deve essere rilevato che tali denunce non sono state supportate dai tribunali. È interessante notare che i creditori finanziari possono avere profili molto diversi e che i loro interessi non sono sempre allineati. Mentre i fondi specializzati in imprese in difficoltà spesso cercano di realizzare un profitto rapido, le banche potrebbero voler compiere uno sforzo per continuare a operare con un cliente abituale. Inoltre, sembra ragionevole ritenere che, almeno nei casi più rilevanti (*Abengoa*, *FCC*, ecc.), le banche abbiano valutato le conseguenze negative per la reputazione che l'espressione di un dissenso sul piano avrebbe creato. È sbagliato? Il sistema dovrebbe occuparsi di questo problema?

mediante un ricorso *ex parte* avverso l'omologa del piano. Dal punto di vista dell'efficienza, è probabilmente più ragionevole mantenere tale controllo ex post, poiché le parti interessate sono quelle che possono individuare i trattamenti ingiustificati con costi di transazione inferiori. Questo argomento sarà ulteriormente trattato nella prossima sezione.

Infine, l'omologazione sarà anche l'atto procedurale in cui prendere in considerazione il cram down dei creditori e delle categorie di creditori dissenzienti. Le complessità di questo aspetto sono analizzate in altri punti del presente report.[193]

In considerazione di quanto esposto, i possibili scenari per l'omologazione di un piano di ristrutturazione sono i seguenti:

- **Scenario I. Omologazione obbligatoria con controllo ex ante**. In base a tale scenario, il debitore o, meno frequentemente, i creditori, può presentare una domanda di omologazione, con le maggioranze necessarie, di un piano di ristrutturazione precedentemente concordato. La domanda di omologazione deve includere non solo un'istanza formale con il piano e i suoi allegati, ma anche l'eventuale valutazione del piano da parte di esperti (indipendenti o ex parte). In base a tale schema, il tribunale/agenzia procederà ad un'analisi completa del piano. Questa include: i) la verifica del rispetto di tutte le condizioni formali previste dalla legge; e ii) un'analisi nel merito, compresa una valutazione della validità del piano. Tale scenario prevede due possibili modelli, a seconda della tempistica con cui le parti dissenzienti possono opporsi. Nel modello più comune, il tempo che intercorre tra la domanda di omologa e l'emissione di una decisione è breve (ad esempio, 10 giorni per la Spagna) e non vi è alcuna possibilità di fornire documenti o sostenere argomentazioni, possibilità accordato solo per mezzo di un'impugnazione ex post avverso la decisione di omologa del piano. In alternativa, la procedura può consentire alle parti di fornire informazioni durante il periodo che precede l'omologa o il respingimento del piano, facilitando il processo decisionale dell'autorità competente (cfr. anche l'Art. 10, par. 4, della Direttiva, il quale prevede che la decisione sia emessa entro 30 giorni dalla presentazione della domanda).[194] Come già evidenziato, quest'ultimo modello potrebbe arricchire una decisione che deve essere adottata nel merito, ma potrebbe anche ritardare la procedura (se sono disponibili maggiori informazioni, il giudice/agenzia potrebbe aver bisogno di più tempo per decidere). In ogni caso, entrambi i modelli dovrebbero consentire alle parti di impugnare la decisione. L'impugnazione, che dovrebbe essere proposta davanti alla corte di grado superiore, *non dovrebbe sospendere l'attuazione del piano*, fatta salva la possibilità per il giudice competente di adottare misure cautelari. Tali misure cautelari dovrebbero avere effetti limitati e riguardare solo la parte del piano che causerebbe danni non rimediabili (o a cui sarebbe troppo oneroso rimediare). La ricerca dimostra che lunghi periodi di sospensione degli effetti del piano causano gravi danni alla credibilità del sistema.
- **Scenario II. Omologazione obbligatoria con controllo ex post.** Tale modello mira ad accelerare il processo decisionale includendo un controllo iniziale sommario e lasciando l'analisi nel merito ad un ricorso ex post avverso il piano. Questo tipo di modello fa forte affidamento sull'idea che il processo che conduce all'accordo preveda già controlli e meccanismi sufficienti a garantire una sufficiente protezione delle parti coinvolte e che,

[193] Si veda il Capitolo 2, par. 9.

[194] Ad esempio, in Italia i creditori hanno 30 giorni di tempo per opporsi all'omologa ed il tribunale solitamente decide entro poche settimane dalla scadenza del termine per la presentazione delle opposizioni.

quindi, le controversie (impugnazioni avverso l'omologa) saranno rare. Ovviamente, tale idea sarà più convincente quanto più elevate saranno le maggioranze necessarie per l'approvazione del piano e quanto più numerose saranno le informazioni obbligatorie da produrre nel processo (ad esempio, relazioni obbligatorie di esperti). In base a tale scenario, il debitore (o i creditori) domanderanno l'omologa del piano già concordato con le maggioranze richieste. Il tribunale/agenzia effettuerà soltanto un semplice controllo nel merito (mero aspetto oggettivo della "fattibilità") e un controllo approfondito del rispetto dei requisiti giuridici (requisiti formali, maggioranze, ecc.). Ovviamente la decisione può essere oggetto di impugnazione da parte di creditori non partecipanti o dissenzienti. È in sede di impugnazione che il giudice competente si pronuncerà sul merito del piano, inclusa la sua "fattibilità". Il creditore potrà, inoltre, contestare i requisiti formali e legali del processo, già verificati dal giudice di primo grado o dall'organo amministrativo. In tale caso, la mancanza di un controllo iniziale del merito del piano consiglia prudenza per quanto riguarda l'attuazione immediata dell'accordo. Sebbene non vi sia ancora motivo di ritardarne la piena efficacia fino a quando l'impugnazione non sia stata decisa, l'ammissione dell'impugnazione potrebbe comportare una sospensione iniziale di alcune parti del piano. Tale decisione dovrebbe essere adottata dal tribunale competente in occasione dell'ammissione del ricorso.

- **Scenario III. Omologazione eventuale.** In base a tale scenario, l'omologa è la conseguenza automatica del trascorrere di un periodo di tempo: se nessun soggetto richiede un controllo giudiziale/amministrativo o contesta l'omologa (ciò a seconda del modello), il piano è da ritenersi omologato trascorso un determinato periodo di tempo. Questo modello ha due obiettivi: da un lato, ha come obiettivo quello di ridurre l'intervento dei tribunali, snellendo il processo e riducendo il peso gravante sulle istituzioni; dall'altro, ricerca una partecipazione attiva dei creditori, spesso troppo passivi in presenza di procedure di ristrutturazione, con particolare riguardo alle microimprese e alle piccole imprese. Come indicato nel Capitolo 5, la passività può essere affrontata anche escludendo i creditori non partecipanti dal calcolo delle maggioranze richieste e, in alcuni casi, introducendo una regola del "silenzio assenso". Quando la legge prevede la regola del "silenzio assenso", il legislatore dovrebbe essere prudente nell'introdurre anche la regola dell'"omologa eventuale"; combinare le due regole potrebbe essere sconsigliabile. In ogni caso, l'omologa ottenuta in ragione del solo trascorrere del tempo dovrebbe poter essere oggetto di impugnazione da parte dei creditori dissenzienti/non partecipanti, eventualmente sulla base di motivi più limitati, legati al fatto che i propri diritti potrebbero essere lesi. Il fatto che non abbiano agito tempestivamente non può essere considerato, in nessun caso, un motivo valido per privare questi ultimi di *ogni* diritto di impugnazione.

  In tale ipotesi, il giudice competente è quello competente per l'omologazione (non la corte di grado superiore), il quale giudica in primo grado.[195] Deve essere notato che, in alcuni casi (soprattutto nei casi di maggiori dimensioni, in cui l'omologa potenziale appare meno appropriata), saranno forniti nuovi finanziamenti. In molti sistemi, i nuovi finanziamenti sono protetti ex post dall'insolvenza del debitore. Ciò inciderebbe immediatamente sui livelli di rischio di tutti i creditori, compresi quelli che, in teoria, non sono interessati dal piano. In tali

[195] Un'alternativa potrebbe essere quella di consentire ai creditori dissenzienti/non partecipanti di domandare l'omologazione durante un periodo previsto dalla legge. In tal caso, il creditore che presenta la domanda potrebbe aggiungere documenti, relazioni e altri elementi di prova. Naturalmente, anche in questo caso - e coerentemente con gli scenari precedenti - i creditori potrebbero impugnare l'omologa, ma questa volta dinanzi al corte di grado superiore. Tuttavia, è meno evidente se i creditori regolarmente notificati, ai quali è stata data la possibilità di domandare l'omologazione, e non hanno agito, dovrebbe essere loro permesso di impugnare l'omologa automatica ottenuta con il decorrere del tempo. Se consentito, la legge potrebbe limitare i motivi dell'impugnazione.

casi, tutti i creditori dovrebbero avere la possibilità di domandare l'omologazione, anche se per motivi limitati.

Gli effetti dell'omologa del piano sono rappresentati dalla sua immediata attuazione, nonché dalla sostituzione della precedente situazione legale del debitore ed i suoi creditori con quella prevista dal piano stesso (principalmente la rinegoziazione e/o la riduzione dei crediti). Il rigetto del piano comporta, di regola, la fine della procedura e la cessazione della maggior parte degli effetti giuridici che quest'ultima può aver generato, anche se non necessariamente tutti[196]; occorre tuttavia tenere presente che, in alcuni casi, le parti possono riformulare il piano. Il rifiuto del tribunale di omologare il piano conduce spesso all'apertura di una procedura formale di insolvenza (se il debitore è insolvente) o, in alcuni casi, all'avvio di una procedura di liquidazione.[197]

4.5. Impugnazione della decisione di omologa o di rigetto dell'omologa del piano

Come si evince dalle sezioni precedenti, la possibilità di impugnare la decisione che accoglie o respinge la domanda di omologa del piano è accordata nella maggior parte dei sistemi ed è conforme alla best practice. Infatti, privare le parti in linea di principio della possibilità ricorrere avverso la decisione può creare problemi di costituzionalità in alcune giurisdizioni.[198] Nella maggior parte dei casi, la decisione sull'impugnazione sarà di competenza della corte di grado più alto. Ciò può tuttavia non avvenire quando vi è stata un'omologa a seguito di un mero controllo dei requisiti formali, quando la decisione iniziale è stata adottata da un'agenzia amministrativa, ovvero quando l'impugnazione può essere decisa dal giudice di primo grado. La legge di ciascun Paese deve stabilire se la funzione giurisdizionale sarà attribuita ad una sezione specializzata del tribunale delle imprese (ossia al tribunale civile che sarebbe competente a conoscere una procedura formale di insolvenza nei confronti di un determinato debitore) o a un tribunale amministrativo. Tuttavia, se la soluzione è quest'ultima, sarebbe opportuno assegnare la decisione sull'impugnazione a un tribunale che abbia una certa competenza in materia commerciale o economica (o, almeno, tale competenza dovrebbe essere raggruppata in uno o pochissimi tribunali amministrativi di primo grado, in modo che, grazie a una massa critica di cause, possano acquisire la necessaria esperienza).

La decisione dovrebbe essere adottata con una procedura rapida. Le operazioni di ristrutturazione non tollerano lunghi periodi di incertezza: la reputazione si deteriora, i finanziamenti diventano sempre più difficili da ottenere e i nuovi progetti non vengono realizzati. Inoltre, in linea generale, per il corretto funzionamento del sistema è essenziale che l'impugnazione non abbia l'effetto di sospendere l'esecuzione del piano. Al fine di tutelare gli interessi di coloro i cui diritti potrebbero essere lesi dall'attuazione del piano, dovrebbe essere sufficiente dare al giudice (il giudice dell'omologazione o il giudice superiore, a seconda del sistema procedurale esistente nella giurisdizione) la possibilità di limitare l'attuazione solo ad alcuni degli elementi previsti dal piano o

[196] Vi sono alcuni effetti che dovrebbero essere mantenuti nonostante il rigetto del piano da parte del tribunale competente, ad esempio la protezione contro la revocatoria dei finanziamenti ponte concessi in buona fede allo scopo di consentire al debitore di mantenere l'impresa in attività durante la negoziazione dell'accordo di ristrutturazione.

[197] L'introduzione di una norma che prevede l'avvio automatico della liquidazione in caso di fallimento delle procedure di ristrutturazione extragiudiziali regolamentate è stata, in Spagna, ampiamente considerata come latrice di forti conseguenze negative. Questa norma è stata in vigore fino al 2015 per la procedura extragiudiziale speciale per le MPMI (*Acuerdo Extrajudicial de Pagos*). Come conseguenza, la procedura non è mai stata applicata, in quanto i debitori non volevano rischiare la liquidazione immediata. Da allora la regola è stata cambiata.

[198] Anche se questo non è necessariamente il caso in tutte le giurisdizioni. Secondo la Carta Europea dei Diritti dell'Uomo, un secondo grado di giudizio è strettamente necessario solo nei procedimenti penali.

di applicare determinate misure cautelari. La sospensione generale del piano dovrebbe essere eccezionale e basata su motivi molto chiari.

Nella maggior parte dei sistemi, il piano può essere contestato sulla base degli stessi motivi sopra elencati, che hanno rappresentato oggetto di verifica da parte del giudice omologante/agenzia. Nelle giurisdizioni in cui l'omologa iniziale è stata meramente formale e non vi è stata un'analisi approfondita del contenuto, basata sulla "fattibilità" del piano, la questione dovrebbe essere esaminata in dettaglio in sede di impugnazione. In assenza di chiari casi di abuso (che, nella maggior parte dei casi, non saranno sfuggiti al controllo del primo giudice/agenzia), il controllo sulla "fattibilità" non deve necessariamente essere altrettanto approfondito quando il controllo è già stato effettuato in primo grado (un limite alla revisione della sentenza riguardante la valutazione dei fatti è prevista in molti sistemi procedurali). Avverso l'omologa può essere presentato un ricorso sulla base di ciò che, il creditore dissenziente/non partecipante, ritiene un trattamento iniquo del proprio diritto contrattualmente previsto o di proprietà. Non è raro che le leggi utilizzino concetti giuridici non definiti per giustificare l'impugnazione: ad esempio, l'espressione "sacrificio sproporzionato", utilizzata nell'ordinamento spagnolo, o "ingiusto pregiudizio" utilizzata dalla Proposta di Direttiva. Anche se tali espressioni possono essere interpretate adeguatamente in giurisdizioni con un elevato livello di competenza giudiziaria, esse possono essere causa di incertezza in altre, in cui i giudici non dispongono di un livello tecnico così elevato. In questi ultimi casi, l'opzione migliore potrebbe consistere nell'effettuare un intervento legislativo che chiarisca tali concetti.[199]

Il sistema dovrebbe disciplinare chiaramente gli effetti di una decisione favorevole sull'impugnazione. Vi sono poche controversie quando l'omologa è revocata a causa della violazione di un obbligo legale, dell'errato conteggio delle maggioranze o dell'evidente, oggettiva impossibilità di attuare il piano: l'attuazione è annullata, gli effetti previsti non sono riconosciuti e gli effetti già verificatisi possono essere annullati nella misura in cui ciò è ancora possibile, fatta salva la tutela dei terzi in buona fede. In altre parole, l'accordo viene a cessare con riferimento ad ogni creditore. Tuttavia, la portata degli effetti di un'impugnazione vittoriosa che riguarda solo una o più parti è meno chiara e può dare adito a problemi di incertezza.[200] Ciò si verifica, ad esempio, quando la corte accerta che ad un creditore o ad un gruppo di creditori è stato imposto un "sacrificio sproporzionato", come avviene nel sistema spagnolo, o che il criterio del miglior interesse dei creditori non è stato soddisfatto con riferimento ad un creditore o ad una categoria di creditori.

In molti casi, ciò metterà in discussione la fattibilità dell'intero piano, in particolare quando un creditore importante o un gran numero di creditori sono (potenzialmente) interessati. In tale scenario, l'intero piano dovrebbe essere annullato (*rebus sic stantibus*). Al fine di evitare questa conseguenza, il piano può prevedere riserve sufficienti per far fronte agli imprevisti (cfr. Capitolo 4), di cui sono un esempio le opposizioni dei creditori. La legge può prevedere[201] che, in assenza di tali riserve, il giudice debba respingere o annullare l'intero piano o può lasciare al giudice la discrezionalità di decidere, sentiti i creditori partecipanti, se annullare o meno l'intero piano.

Nel caso in cui un'impugnazione riguardi solamente la posizione di un singolo stakeholder nell'ambito del piano e la fattibilità del piano non sia messa in dubbio, un'applicazione rigorosa dei

[199] Anche nelle giurisdizioni in cui il livello tecnico e l'esperienza della magistratura competente in materia sono adeguati, gli stakeholder lamentano l'eccessiva vaghezza del concetto e, di conseguenza, la sua mancanza di prevedibilità. È il caso della Spagna, dove, a seguito di un'applicazione piuttosto intensa del sistema, non è ancora chiaro cosa si intenda per "sacrificio sproporzionato" dei creditori.

[200] Ciò è quanto avvenuto in Spagna (cfr. il report nazionale spagnolo, disponibile all'indirizzo www.codire.eu).

[201] Come avviene, ad esempio, in Germania.

principi procedurali potrebbe limitare l'effetto della decisione del tribunale al singolo ricorrente (ambito soggettivo del contenzioso) e i risultati della singola controversia (si pensi alla pronuncia sul migliore trattamento) non potrebbero essere estesi agli altri stakeholder che si trovino nella stessa posizione. Non è possibile sostenere validamente che un tale risultato potrebbe avere l'effetto di incentivare il contenzioso (ovvero, poiché l'esito positivo del ricorso andrebbe a vantaggio del solo ricorrente, ogni stakeholder nella stessa posizione sarebbe incentivato a presentare ricorso), poiché - o meglio, nella misura in cui - le norme procedurali di base consentono la riunione di cause identiche, le quali dovrebbero essere giudicate in un unico procedimento e risolte con un'unica decisione giudiziaria. È vero, tuttavia, che ciò comporterebbe una situazione di relativa iniquità (stakeholder identici verrebbero trattati in modo diverso), ma gli stakeholder sono liberi di presentare ricorso e non dovrebbero poter beneficiare dell'altrui - costosa - attività proattiva (*caveat creditor*).

Indicazione di policy #6.4 (*Omologazione del piano*). Un'omologazione giudiziale o amministrativa di un piano è preferibile quando la legge protegge l'accordo da azioni revocatorie, riconosce priorità a favore dei nuovi finanziamenti, ovvero vincola i creditori dissenzienti o non partecipanti.

L'omologa può essere pronunciata da un giudice o da un organo amministrativo. La preferenza per un modello o per l'altro dipende dalle caratteristiche della giurisdizione rilevante.

L'omologazione deve verificare i) l'osservanza dei requisiti formali di legge, ii) l'adeguatezza dell'autorizzazione dei creditori richiesta per l'approvazione del piano e iii) il contenuto sostanziale del piano, compresa la sua oggettiva fattibilità.

A seguito dell'approvazione di un piano, la maggioranza dei creditori assume volontariamente un nuovo rischio. Il giudice/agenzia, pur dovendo tutelare i creditori di minoranza, deve astenersi dal valutare l'adeguatezza del rischio assunto: solo in casi *molto chiari* di non fattibilità del piano l'omologa di quest'ultimo può essere negata.

Possono esistere diversi modelli di omologazione: l'omologazione obbligatoria con controllo ex ante o ex post e, in alcuni casi, anche un'omologazione meramente potenziale.

L'omologa dovrebbe essere soggetta ad impugnazione. Il processo di decisione dell'impugnazione dovrebbe essere rapido e semplice e gli effetti del piano non dovrebbero essere - in linea di massima - sospesi, fatto salvo il ricorso a misure cautelari, ove ciò sia giustificato.

In linea di principio, l'esperimento di un'impugnazione vittoriosa, avente ad oggetto il trattamento di un singolo stakeholder nell'ambito del piano, dovrebbe produrre i propri effetti sulla sola parte interessata, non anche su altri soggetti che si trovino in una situazione simile o addirittura identica. Tuttavia, il tribunale dovrebbe avere la possibilità di annullare il piano qualora la nuova, conseguente situazione renda il piano non più fattibile, ovvero quando il sacrificio richiesto ai creditori risulta eccessivo.

Capitolo VII

L'Attuazione del piano ed il suo monitoraggio[202]*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Attuazione del piano. - 2.1. Responsabilità per l'attuazione del piano. - 2.2. Cambiamenti nella composizione del consiglio di amministrazione e mantenimento dei dipendenti chiave. - 2.3. Amministratori e dirigenti specificamente nominati per l'attuazione del piano (CRO). - 2.4. Nomina di un professionista con il compito di realizzare l'attivo. - 3. Monitoraggio sull'attuazione del piano. - 3.1. L'importanza di un monitoraggio adeguato. - 3.2. Soggetti incaricati del monitoraggio - 3.3. Dispositivi di monitoraggio. - 4. La reazione a seguito della mancata attuazione. - 4.1. Conseguenze della mancata attuazione: "Piani zombie". - 4.2. Possibili rimedi per i piani che non sono pienamente attuati.

1. Introduzione

La fase di attuazione segue l'approvazione del piano di ristrutturazione, nonché la sua omologa da parte del tribunale: ciò qualora il piano sia soggetto ad omologazione. La durata e la rilevanza di tale fase risultano molto diverse a seconda delle condizioni del piano: tale fase è particolarmente ridotta, se non sostanzialmente assente, nell'ipotesi di piani di ristrutturazione che prevedono un'attuazione istantanea (ossia che prevedono azioni da attuare attraverso il piano stesso o solo al momento dell'approvazione/omologa del piano, come la cessione dell'intera azienda a terzi identificati nel piano). In altri casi, l'attuazione ed il monitoraggio del piano di ristrutturazione possono richiedere anni, acquisendo così una maggiore complessità.

In considerazione di quanto sopra, i seguenti paragrafi prenderanno in considerazione esclusivamente l'attuazione ed il monitoraggio dei piani "non istantanei". In tali casi, la legge dovrebbe sempre occuparsi, tra l'altro, delle seguenti questioni:

(i) chi è responsabile dell'attuazione del piano (ad esempio, la persona/organismo ordinariamente incaricato della gestione dell'impresa, il liquidatore o un manager incaricato della ristrutturazione);
(ii) se l'attività di vigilanza debba essere svolta direttamente dal giudice o affidata ad un amministratore indipendente di procedure d'insolvenza, ai creditori e/o ad un altro soggetto (ad esempio uno o più amministratori, un collegio sindacale, un professionista designato dai creditori);
(iii) a chi dovrebbe riferire il soggetto/organismo incaricato di monitorare l'attuazione del piano (tipicamente, al tribunale, al debitore e, quando si tratta di una società, al consiglio di amministrazione, ma molto spesso anche ai creditori), e quali saranno le conseguenze del mancato rispetto dei termini del piano (ad esempio, concessione di misure di tolleranza, insolvenza, ovvero modifica del piano direttamente per ordine del tribunale o con l'accordo del debitore e dei suoi creditori);
(iv) quale dovrebbe essere la reazione alla prolungata mancata attuazione di un piano di ristrutturazione.

---

[202]* *Sebbene discusso approfonditamente e condiviso da tutti i membri del team di ricerca di Co.Di.Re., il paragrafo 1 è stato scritto da Diletta Lenzi, il paragrafo 2 è stato scritto da Iacopo Donati (il paragrafo 2.3 è parzialmente tratto da una bozza di documento presentata da Annika Wolf), i paragrafi 3 e 4 sono stati scritti da Andrea Zorzi.*

Per ragioni storiche, le norme relative a tali questioni spesso non sono così efficaci come dovrebbero. Il diritto fallimentare analizza con maggior attenzione, in genere, la fase d'accesso del debitore agli strumenti di ristrutturazione, l'equità della procedura per l'ottenimento dell'approvazione da parte dei creditori e l'omologazione del piano da parte del giudice, piuttosto che le fasi di attuazione e di controllo. Tale fase è, tuttavia, importante ed i dati empirici mostrano che, durante la fase di attuazione, emergono problemi significativi.

In considerazione di quanto appena evidenziato, le disposizioni contenute nei piani di ristrutturazione che definiscono le regole ed i criteri volti a garantire un'attuazione ed un controllo efficaci devono essere considerate in modo particolarmente favorevole.[203]

In ogni caso, la predisposizione di sistemi formali di attuazione e monitoraggio, sia contrattualmente che per legge, dovrebbe sempre tenere conto dei relativi costi. In considerazione di ciò, la dimensione dell'impresa ristrutturata è un aspetto rilevante da prendere in considerazione: in presenza di imprese di minori dimensioni, i vantaggi derivanti da un efficace sistema di attuazione e controllo possono essere facilmente compensati dai costi che dovrebbero essere sostenuti per porre in essere tali sistemi.

2. Attuazione del piano

La questione relativa all'adeguata attuazione di un piano di ristrutturazione presenta un duplice aspetto:

- Da un lato, il successo nell'attuazione dipende in larga misura da una meticolosa elaborazione del piano, con particolare riferimento alla ragionevolezza delle misure e delle proiezioni dei risultati attesi, nonché alla previsione di efficaci meccanismi di autoregolazione;

- Dall'altro lato, in relazione ai piani la cui esecuzione avrà luogo per un periodo di tempo prolungato, la responsabilità della loro attuazione deve essere chiaramente attribuita.

Le disposizioni da inserire nel piano, al fine di garantire una corretta attuazione dello stesso, sono già state trattate nel Capitolo 4, paragrafo 5. I paragrafi che seguono si concentreranno sul secondo degli aspetti summenzionati, vale a dire l'effettiva assegnazione della responsabilità dell'attuazione.

2.1. Responsabilità per l'attuazione del piano

Uno degli elementi caratterizzanti la maggior parte degli strumenti e delle procedure di ristrutturazione, al di fuori delle procedure formali di insolvenza, è quello di mantenere la gestione da parte del debitore, eventualmente sotto il controllo di un'autorità giudiziaria o amministrativa, a seconda del tipo di strumento/procedura e delle scelte operate da ciascun legislatore. In considerazione di tale caratteristica, a meno che il piano non sia attuato "istantaneamente" (cfr. par. 1), la responsabilità dell'attuazione del piano di ristrutturazione è, di regola, attribuita alla persona o

[203] B. WESSELS, S. MADAUS, "Instrument of the European Law Institute - Rescue of Business in Insolvency Law" (2017), pag. 339. Tali disposizioni "possono essere sia di natura contrattuale (ad esempio, obblighi di segnalazione previsti nei covenants) o avvalersi di disposizioni specifiche che incarichino l'amministratore di procedure d'insolvenza (o un revisore indipendente), di sorvegliare il debitore e allertare i creditori in caso di azioni illecite o di sviluppi negativi, al fine di consentire loro di avviare una modifica del piano o una nuova procedura (di insolvenza)" (ibidem).

all'ente responsabile della gestione dell'impresa (ossia l'imprenditore nel caso di imprese individuali; gli amministratori e i dirigenti nel caso di società).

Gli stakeholder, in particolare i creditori, sono ovviamente interessati dall'adeguatezza e dalla tempestività nell'attuazione del piano. I tempi ed i tassi di recupero dipendono strettamente dalla capacità di realizzare le azioni previste nel piano. Tuttavia, dato che il debitore rimane incaricato di gestire l'impresa mentre fa ricorso a strumenti di ristrutturazione (cfr. Art. 5 del progetto di Direttiva), la legge non conferisce ai creditori il potere di attuare direttamente il piano, concedendo eventualmente solo dei diritti di controllo e la possibilità di avviare azioni correttive in caso di attuazione inadeguata (cfr. *infra*, par. 3).

In alcuni casi può risultare opportuno sostituire i membri del consiglio di amministrazione, nonché l'alta dirigenza e/o nominare una persona specificamente incaricata dell'attuazione del piano di ristrutturazione. Il debitore e i suoi creditori possono sempre negoziare tali misure all'interno del piano, misure che possono essere considerate utili da parte di quei creditori a cui è richiesto di approvare il piano (ciò può avvenire, ad esempio, quando i creditori non hanno fiducia nel management o questo non ha le competenze e le conoscenze necessarie per attuare il piano, o in entrambe le ipotesi).

Tuttavia, l'imposizione da parte della legge di tali misure - che comporterebbe inevitabilmente l'applicazione di quest'ultime in tutti i casi - potrebbe non risultare efficiente, in particolare con riferimento alla sostituzione degli amministratori e del senior management della società debitrice in quanto, con ogni probabilità, potrebbe dar luogo ad un incentivo negativo (cfr. par. 2.2). Può invece risulta opportuno, in alcuni casi, prevedere la nomina di un soggetto incaricato di realizzare l'attivo del debitore, figura nota in alcune giurisdizioni come "liquidatore" (cfr. par. 2.4).

2.2. Cambiamenti nella composizione del consiglio di amministrazione e mantenimento dei dipendenti chiave

Come evidenziato in precedenza, il piano può prevedere cambiamenti nel consiglio di amministrazione e nel senior management della società debitrice. Tali misure possono essere particolarmente vantaggiose nella prospettiva dell'attuazione del piano di ristrutturazione, qualora gli amministratori o i dirigenti esistenti non dispongano delle capacità o dell'esperienza necessarie per attuare con successo il piano. Anche qualora gli amministratori e i dirigenti siano esperti e qualificati, può darsi che i creditori non abbiano più fiducia in loro e, quindi, subordinino il proprio consenso a al piano di ristrutturazione alla loro sostituzione, ovvero che questi che non si trovino in una posizione sufficientemente obiettiva ed indipendente per attuare adeguatamente le misure che il piano richiede (ad esempio, possono essere vincolati da legami personali con dipendenti in esubero, possono essere tenuti a rendere note tutte le operazioni passate che si sono rivelate svantaggiose per la società).

In Italia vi sono evidenze empiriche riguardo al fatto che, laddove il piano prevede la continuazione dell'attività da parte della stessa società, la sostituzione del consiglio di amministrazione è positivamente correlata alla probabilità di piena attuazione del piano.[204] Una delle possibili ragioni è che la nomina di nuovi amministratori può contribuire ad uno specifico cambiamento delle conoscenze e ad adottare un "visione fresca" dell'impresa, facilitando in tal modo

[204] In Italia, la sostituzione dei membri del consiglio di amministrazione avviene raramente, in particolare per quanto riguarda le MPMI e le imprese familiari. La sostituzione di tutto o parte del top management è invece più comune nelle imprese spagnole medio-grandi (in particolare la nomina di un nuovo CFO). Si veda la parte qualitativa delle ricerche empiriche italiane e spagnole, pubblicate sul sito www.codire.eu.

l'attuazione delle misure previste nel piano. Va osservato, tuttavia, che nelle ristrutturazioni extragiudiziali, quando l'attività è proseguita dal debitore (ossia senza trasferimento dell'attività), i cambiamenti nel consiglio di amministrazione avvengono molto raramente.

Sebbene le disposizioni del piano relative alla sostituzione di tutto o parte del consiglio di amministrazione e dell'alta dirigenza possano comportare i suddetti benefici, appare sconsigliabile imporre un obbligo legislativo riguardo l'applicazione di tali misure a tutte le ristrutturazioni societarie. Tale obbligo generale può creare incentivi ex ante negativi per gli amministratori e i dirigenti, che potrebbero percepire il proprio licenziamento come inevitabile, con il probabile effetto di ritardare l'accesso a misure preventive di ristrutturazione.

Al contrario, è importante mantenere all'interno dell'impresa i dipendenti maggiormente qualificati e competenti, in grado di contribuire all'attuazione del piano di ristrutturazione, soprattutto nel breve termine, quando la sopravvivenza dell'azienda può dipendere dalla rapida gestione delle problematiche e dalla neutralizzazione delle minacce (ad esempio, gestione della liquidità, contenziosi pendenti, riscossione dei crediti, mantenimento dei rapporti con fornitori e clienti strategici). Al fine di trattenere i dipendenti chiave della società, che sono anche quelli con maggior possibilità di ricevere altre offerte d'impiego, è importante coinvolgere questi ultimi quanto prima nella negoziazione del piano e fissare adeguati incentivi economici e morali affinché essi rimangano nella società (cfr. Capitolo 5, par. 4.2).

Indicazione di policy #7.1. (*Disposizioni relative alle modifiche della composizione del consiglio di amministrazione*). La legge dovrebbe consentire di inserire nei piani di ristrutturazione disposizioni che impegnano la società a modificare, nell'ambito dell'attuazione del piano, la composizione del consiglio di amministrazione e/o dell'alta dirigenza. Tuttavia, non vi dovrebbe essere alcun obbligo giuridico di includere tale tipologia di previsioni nei piani di ristrutturazione.

2.3. Amministratori e dirigenti specificamente nominati per l'attuazione del piano (CRO)[205]

L'attuazione del piano di ristrutturazione può essere delegata ad un chief restructuring officer ("CRO"), nominato con l'obiettivo specifico di aiutare l'impresa nell'attuazione delle misure previste dal piano di ristrutturazione. Tale soggetto può essere nominato nell'ambito di un più ampio cambiamento della composizione del consiglio e/o del gruppo dei manager.

La nomina di un CRO produce benefici significativi in numerose situazioni. Ovviamente, i costi aggiuntivi connessi alla nomina dell'CRO possono essere compensati dai benefici della sua attività solo qualora l'impresa ristrutturata abbia una dimensione di rilievo.

I principali vantaggi associati alla nomina di un CRO sono elencati di seguito.

In primo luogo, il processo di ristrutturazione richiede un significativo impegno in termini di tempo. In alcuni casi, il tempo che il management dovrebbe dedicare al tentativo di ristrutturazione può influire negativamente sull'attività commerciale in sé considerata e, in ultima analisi, costituire la ragione stessa della mancata attuazione del piano di ristrutturazione. La nomina di un CRO può avere l'effetto di consentire al management di focalizzare la propria attenzione sulla strategia

[205] *Questo sotto-paragrafo si basa in parte su una bozza di articolo presentato da Annika Wolf appositamente per il presente report.*

aziendale e sulle attività proprie dell'impresa, mentre il CRO sarà investito del compito di guidare l'impresa attraverso la ristrutturazione.

In secondo luogo, anche qualora il management avesse il tempo necessario da dedicare al processo di ristrutturazione, spesso non disporrà delle competenze specifiche necessarie. Pertanto, l'assunzione di un CRO può essere consigliabile qualora il gruppo manageriale esistente non disponga delle conoscenze necessarie per effettuare il risanamento.

In terzo luogo, i creditori potrebbero ritenere inaffidabili gli amministratori ed i dirigenti della società e, dunque, non ritenere questi ultimi in grado di perseguire la ristrutturazione con integrità e credibilità. In tal caso, i creditori di maggior rilievo possono subordinare la concessione del proprio consenso al piano di ristrutturazione alla nomina di un CRO dotato di ampi poteri nell'attuazione del piano, imponendo alla società debitrice, in pratica, di nominare un CRO scelto dai creditori stessi.

In quarto luogo, oltre alle conoscenze che CRO mette a disposizione della società, le quali possono o non possono già rientrare nelle competenze del management della società, le prove empiriche qualitative dimostrano che uno dei principali vantaggi derivanti dall'assunzione di un CRO esterno è rappresentata dal fatto che, quest'ultimo, non presenterà legami con il management del debitore e, quindi, sarà più incline a gestire la società adottando tutti i cambiamenti che riterrà necessari, senza essere gravato da alcun legame emotivo che limiti le proprie azioni.[206]

Il CRO è generalmente una posizione temporanea ricoperta da un professionista (nella maggior parte dei casi un soggetto abilitato a gestire procedure d'insolvenza, un amministratore di procedure d'insolvenza, ovvero un professionista esperto in ristrutturazioni e situazioni di crisi, iscritto ad un albo) incaricato dalla società debitrice, frequentemente a seguito della decisione dei creditori finanziari. Inoltre, il CRO ha spesso una vasta esperienza in materia di contabilità, finanza o diritto.

Il compenso del CRO è determinato in base alle condizioni contenute nella propria lettera di incarico con la società debitrice. Le modalità di retribuzione variano e possono prevedere uno stipendio mensile, tariffe orarie, compensi giornalieri o compensi parametrati in base ai servizi resi. Talvolta, la lettera di incarico può contenere una disposizione che prevede una "success fee", subordinata alla definizione di "successo" contenuta nella lettera stessa. Tale previsione può basarsi su una "percentuale del...valore di una transazione (vendita o rifinanziamento), ovvero su una porzione del miglioramento dei risultati finanziari che il CRO è in grado di realizzare".[207]

Il ruolo del CRO non è definito dalla legge, essendo regolato in base alle esigenze del caso specifico dalle parti, anche attraverso disposizioni incluse nel piano di ristrutturazione. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, *nel breve termine* il CRO è generalmente tenuto ad acquisire tutte le informazioni riguardanti la società ed il piano di ristrutturazione, a concentrarsi sulla gestione della liquidità, nonché ad affrontare le sfide attuali dell'organizzazione (ad esempio, la chiusura di settori non redditizi, la gestione delle controversie pendenti o imminenti). Affrontare tali potenziali problemi

[206] Il CFO di una grande società italiana che ha recentemente subito una ristrutturazione (il nome è stato omesso per motivi di riservatezza) ha spiegato che, anche se molte società non vogliono che un CRO intervenga in quanto rappresenta un segnale di difficoltà finanziarie, il CRO risulta spesso una risorsa preziosa per l'azienda debitrice in ragione della sua "visione fresca" e della sua competenza. Il risultato della nostra ricerca empirica qualitativa è in linea con H. HENRICH (2004). "The Role of the CRO in Debtor/Lender Communications in Bankruptcy" (2004) 23 (6), in American Bankruptcy Institute Journal.

[207] T. ONICH, "The Chief Restructuring Officer: What Does He or She Do?" (2013), all'indirizzo www.dailydac.com/commercialbankruptcy/alternatives/print-view/268 (visitato il 24 giugno 2018), con riferimento alla possibilità di riconoscere al CRO un compenso interamente basato sul successo.

a breve termine, garantendo in tal modo la continuazione a breve termine dell'attività del debitore, è una condizione essenziale per la positiva attuazione del piano. Nel *medio-lungo termine*, alla luce degli obiettivi societari, nonché dei punti di forza e di debolezza, il CRO dovrebbe assumere il controllo formale della ristrutturazione della società in crisi, in particolare adottando le misure previste dal piano di ristrutturazione e, se necessario, superando eventuali resistenze interne opposte al cambiamento della società (come può accadere quando il management o i dipendenti esistenti, pur formalmente a favore del piano di ristrutturazione, ne ostacolino l'attuazione).

È opportuno ricordare che il coinvolgimento del CRO può anche precedere l'approvazione (e l'omologazione) del piano di ristrutturazione. Un CRO può essere nominato, come avviene comunemente in Germania, con un mandato con un oggetto più ampio rispetto alla semplice attuazione del piano, ivi inclusa anche la sua concezione e negoziazione. A tal proposito, tuttavia, deve essere rilevato che il coinvolgimento del CRO nella elaborazione e negoziazione del piano può, da un lato, risultare vantaggioso in ragione della maggiore conoscenza della società, che potrebbe risultare utile nella fase di attuazione; dall'altro lato, il precedente coinvolgimento di quest'ultimo potrà, talvolta, interferire con la sua "visione fresca" durante l'attuazione del piano.

<u>Raccomandazione #7.1</u> (*Nomina di un CRO*). La nomina di un chief restructuring officer (CRO) incaricato dell'attuazione del piano di ristrutturazione è raccomandata per tutte le grandi imprese, mentre i costi aggiuntivi della nomina di un CRO possono superare i suoi benefici nel caso delle piccole imprese.

2.4. Nomina di un professionista con il compito di realizzare l'attivo

Quando il piano di ristrutturazione prevede la vendita di tutti, o di parte degli, assets del debitore (ad esempio, la cessione dell'azienda), la responsabilità per l'attuazione del piano (o della parte di piano che prevede la realizzazione dell'attivo) può essere attribuita ad un amministratore di procedure di insolvenza, ovvero ad un altro professionista che agisca sulla base di un mandato specifico.

La nomina di un professionista con tale incarico può essere disposta sia dalla legge, che può conferire al tribunale o ai creditori il diritto di nominarlo, nonché essere prevista dal piano.[208]

Il primo approccio risulta sensato quando il piano prevede la cessione di tutti gli assets o di una parte significativa di questi. Se la vendita degli assets rappresenta la misura principale prevista dal piano, il debitore (ossia la persona o l'ente ordinariamente incaricato della gestione dell'impresa) non avrà alcun interesse o avrà un interesse limitato a massimizzarne il valore nell'interesse dei creditori, in particolare quando il debitore beneficerà della responsabilità limitata o di una seconda possibilità. La scelta del professionista da nominare dovrebbe essere affidata, in primo luogo, ai creditori (eventualmente con l'approvazione da parte del giudice) e, qualora i creditori non esercitino il potere loro riconosciuto, al giudice.

[208] Nell'ordinamento italiano, il tribunale nomina come liquidatore un professionista che agisce nell'interesse dei creditori quando il piano di ristrutturazione giudiziale ("*concordato preventivo*") prevede la vendita dei beni del debitore. In Germania, l'attuazione di un piano di insolvenza ("Insolvenzplan") spetta al debitore; il debitore riacquista il pieno controllo degli assets non ancora ceduti dall'amministratore della procedura durante la (precedente) procedura di insolvenza e, ad esempio, non rientranti nel trust ai sensi del piano.

In tutti gli altri casi, il secondo approccio, il quale rimette al piano la possibilità di prevedere la nomina di un professionista con il compito specifico di realizzare l'attivo del debitore, sembra migliore. La nomina di tale figura, infatti, comporta costi aggiuntivi. Quando non vi è rischio che il debitore non presenti alcun interesse nell'attuazione del piano, è ragionevole lasciare che sia la contrattazione tra il debitore e i creditori a decidere se la sua nomina sia una misura generatrice di valore. Ovviamente, tale valutazione dipenderà strettamente dal valore di mercato degli assets da cedere, nonché dalla loro liquidità: maggiore è il valore di mercato e minore è la liquidità dei beni, più urgente sarà la necessità di un professionista che abbia il compito specifico di realizzare i beni del debitore agendo nel migliore interesse dei creditori.

Raccomandazione #7.2 (*Nomina di un professionista per la realizzazione degli assets*). Quando il piano di ristrutturazione prevede la cessione di determinati assets con un valore economico rilevante, in particolare quando tali attività non risultano facilmente liquidabili, il piano dovrebbe considerare la possibilità di attribuire ai creditori il diritto di nominare un professionista incaricato di cedere gli assets nel migliore interesse dei creditori.

Indicazione di policy #7.2 (*Nomina di un professionista per la realizzazione degli assets*). La legge dovrebbe prevedere la nomina di un professionista incaricato di attuare il piano di vendita dei beni del debitore nel migliore interesse dei creditori, quando il piano è interamente o prevalentemente basato sulla realizzazione dei beni del debitore. I creditori dovrebbero avere il diritto di scegliere il liquidatore.

3. Monitoraggio sull'attuazione del piano

3.1. L'importanza di un monitoraggio adeguato

I piani risultano spesso complessi ed includono numerose misure eterogenee, alcune delle quali è previsto che entrino in vigore in corrispondenza dell'esecuzione del piano (o della sua omologa), ed altre i cui effetti si manifesteranno successivamente. Con il passare del tempo, il debitore ed i creditori potrebbero distogliere l'attenzione dall'attuazione del piano e ciò potrebbe causare una situazione di paralisi di quest'ultimo. I dati empirici provenienti da alcune giurisdizioni (in particolare dall'Italia) indicano che una percentuale sorprendentemente elevata di piani non è attuata pienamente.[209] Tuttavia, generalmente, il grado di incompletezza non è registrato, per cui tali dati potrebbero comprendere sia casi in cui l'attuazione è quasi completa, sia casi in cui è appena iniziata sia, addirittura, casi – talvolta oggetto di aneddoti - dove persino l'obbligazione principale non è stata rispettata. Un monitoraggio adeguato e, in alcuni casi, una reazione a tale mancata attuazione sono molto importanti al fine di evitare tale fenomeno (si veda il precedente par. 4.1 per alcune possibili ragioni del fenomeno ed il par. 4.2, con riferimento ai motivi per cui i piani non attuati non hanno un effetto positivo per il sistema).

3.2. Soggetti incaricati del monitoraggio

[209] I dati raccolti in Italia sugli accordi giudiziali con i creditori ("*concordato preventivo*") mostrano che solo una minoranza dei piani omologati (compresi i piani di meramente liquidatori) sono attuati tempestivamente e che alcuni saranno pienamente attuati ben oltre il termine di attuazione previsto. Si vedano i risultati della ricerca empirica italiana, pubblicata all'indirizzo www.codire.eu.

Il piano è solitamente attuato dal debitore e, quando il debitore è una società, dai suoi amministratori e dirigenti. Il debitore, oltre ad essere tenuto a compiere quanto previsto all'interno del piano, è anche il primo soggetto incaricato di monitorare l'attuazione di quest'ultimo. È nell'interesse del debitore verificare se le ipotesi del piano risultino essere corrette, nonché se gli eventi previsti si siano effettivamente verificati o risulti probabile che si verificheranno quando programmato. Pertanto, gli amministratori delegati e i dirigenti del debitore hanno certamente il dovere nei confronti del debitore di monitorare l'attuazione del piano. Tale obbligo può spettare anche ai sindaci o agli amministratori indipendenti, a seconda del sistema di governance adottato dal debitore.

Gli amministratori e i dirigenti presentano un interesse ad attuare un monitoraggio continuo e scrupoloso, ma non hanno alcun interesse a condividere tali informazioni con i creditori o, quantomeno, potrebbero risultare selettivi nel rivelare il grado di attuazione e le sue eventuali criticità. In alcuni casi, ad esempio, alcuni problemi di attuazione, anche involontari, possono costituire una violazione di un covenant ed i debitori potrebbero non voler rivelare tale violazione ai creditori, ciò in quanto potrebbero temere che questi ultimi non soprassiedano rispetto a tale violazione.

I sindaci e gli amministratori indipendenti possono essere maggiormente incentivati ad assumere iniziative in merito alle problematiche connesse all'attuazione dei piani. Tuttavia, tali soggetti devono far fronte a problemi ben noti, quali la mancanza di indipendenza, la mancanza di informazioni aggiornate, etc., in questa sede rafforzati dal fatto che il principale fattore di disciplina nei confronti dei creditori è rappresentato dalla responsabilità nei confronti di questi ultimi, mentre i diritti di nomina spettano ancora al debitore o ai suoi azionisti.

Pertanto, al fine di tutelare adeguatamente gli interessi dei creditori, è importante includere questi ultimi nel processo di monitoraggio. Naturalmente, il monitoraggio diretto da parte del singolo creditore, per quanto possibile, incontra ostacoli significativi (tempi, costi, accesso alle informazioni) ed è soggetto a problemi "classici" di azione collettiva, nella misura in cui ciascun creditore che effettua il monitoraggio sostiene l'intero costo di tale operazione, ma ne trae solo benefici parziali. Si presume, pertanto, che una qualche forma di monitoraggio "collettivo" possa risultare efficace, quantomeno al fine di generare un adeguato flusso di informazioni (per le possibili misure di reazione si veda il par. 4.2).

Esistono vari modi per coinvolgere e tutelare i creditori nel monitoraggio sull'attuazione del piano.

Lo strumento principale per il monitoraggio dei creditori può essere rappresentato dalla nomina di un comitato *ad hoc* dei creditori o di un rappresentante dei creditori che controlli l'attuazione, che fornisca informazioni tempestive ai creditori e interagisca con il debitore per conto di questi ultimi.[210] Tale forma di monitoraggio "diretto" richiede che vi siano incentivi sufficienti per svolgere tale compito, il che dipenderà in larga misura dalle dimensioni dell'attività del debitore.

Un sistema volontario che contenga disposizioni per la nomina, nonchè la nomina stessa all'interno piano può funzionare efficacemente quando il piano comprende solo creditori consenzienti. Infatti, lo stesso sistema può rivelarsi carente quando il piano è stato oggetto di cram down con riferimento ad alcuni creditori. Poiché i creditori non consenzienti non hanno partecipato alla nomina dei soggetti controllori, non potranno far affidamento su di loro per far valere i propri

[210] Le ricerche empiriche condotte in Spagna mostrano che la nomina di un comitato direttivo (un organo composto da rappresentanti dei creditori finanziari incaricati di controllare l'adempimento dell'accordo, tra le varie funzioni) è estremamente rara (meno del 3% degli accordi di rifinanziamento approvate).

interessi, esattamente come i creditori in generale non possono far affidamento sul debitore nella sorveglianza del piano.

Pertanto, quando il piano produce effetti su creditori non consenzienti, dovrebbe essere nominato un soggetto incaricato del monitoraggio del piano dotato di piena indipendenza. Il soggetto incaricato del monitoraggio potrebbe essere rappresentato da un esperto indipendente designato dal tribunale o da un'autorità amministrativa o, eventualmente, e a seconda dei casi, da un'organizzazione di esperti, ovvero da un organismo simile. I soggetti incaricati di monitorare il piano dovrebbero, inoltre, essere dotati di esperienza, al pari degli amministratori di procedure di insolvenza, al fine di poter comprendere non solo gli sviluppi dell'attività, ma anche le conseguenze sul piano del diritto fallimentare di eventuali problemi che si verifichino in fase di attuazione.

Poiché molte legislazioni nazionali prevedono già la tutela delle operazioni effettuate per favorire l'attuazione di un piano di ristrutturazione (cfr. anche l'Art. 17 del progetto di Direttiva) dei nuovi finanziamenti, compresa l'esenzione dalla responsabilità civile, amministrativa e penale (Art. 16 del progetto di Direttiva), potrebbe essere sostenuto che, in tutti i casi in cui vi siano creditori non consenzienti, anche se il piano ne prevede il rimborso integrale, questi potrebbero avere interesse ad un monitoraggio adeguato. Ne consegue che, un comitato nominato dal creditore, non potrà mai essere sufficientemente indipendente, anche qualora non sia stato effettuato alcun cram down, poiché il piano produce anche effetti che vanno al di là del cram down (ovvero le citate esenzioni).

È tuttavia ragionevole distinguere tra gli effetti diretti sui diritti dei creditori (cram down dei creditori dissenzienti) e gli effetti indiretti che si verificano in conseguenza della protezione concessa a determinate operazioni. Il progetto di Direttiva stesso evidenzia la differenza tra le misure che incidono direttamente sui creditori (cram down e sospensione delle azioni esecutive) e quelle che riguardano questi ultimi solo indirettamente (tutte le altre misure), laddove dispone che un amministratore di procedure d'insolvenza debba essere nominato in caso di sospensione delle azioni esecutive o di *cross-class* cram down (Art. 5), ovvero che i piani debbano essere omologati da parte di un tribunale o di un'autorità amministrativa, qualora il piano leda gli interessi dei creditori dissenzienti o preveda la concessione di un nuovo finanziamento (Art. 10). In linea generale, quindi, è possibile sostenere che dovrebbe essere nominato un soggetto indipendente incaricato del monitoraggio ogniqualvolta il piano incida direttamente sui diritti dei creditori dissenzienti.

Raccomandazione #7.3 (*Monitoraggio in presenza di piani che coinvolgono solo i creditori consenzienti*). I piani dovrebbero prevedere un adeguato monitoraggio da parte creditori, al fine di attivare le azioni e i rimedi che il piano o la legge applicabile prevedono in caso di inadempimento.

Raccomandazione #7.4 (*Monitoraggio in presenza di piani che coinvolgono creditori non consenzienti*). Quando il piano produce effetti sui diritti dei creditori dissenzienti e la legge non prevede adeguati dispositivi di monitoraggio [cfr. Indicazione di policy #7.3], il piano dovrebbe prevedere un adeguato monitoraggio da parte di un soggetto indipendente.

Indicazione di policy #7.3 (*Monitoraggio in presenza di piani che interessano i creditori non consenzienti*). La legge dovrebbe prevedere un adeguato monitoraggio, almeno con riferimento ai piani che incidono sui diritti dei creditori dissenzienti, al fine di garantire che la mancata

attuazione non passi inosservata a causa della mancanza di incentivi o di mezzi che consentano ai creditori di monitorare l'attuazione del piano.

3.3. Dispositivi di monitoraggio

Il monitoraggio sull'attuazione del piano richiede, in primo luogo, che sia incaricato un soggetto indipendente (ed esperto) (cfr. paragrafo 3.2). Il monitoraggio può essere agevolato in vari modi, ad esempio fissando tappe e soglie con riferimento a determinati indici. In alcuni casi, tuttavia, non si tratta solamente di individuare problemi nell'attuazione, ma anche di garantire che il debitore adotti misure adeguate a consentire il risanamento quando il piano è in ritardo. Non è sempre possibile fare affidamento sulla reazione da parte dei creditori, sia a causa di problemi di azione collettiva (cfr. par. 4.2) sia perché i creditori potrebbero non avere alcun interesse a reagire, anche se potrebbe sussistere un interesse generale a non lasciare inattuato il piano (cfr. par. 3.1); inoltre, il debitore potrebbe non presentare i requisiti per essere incaricato del monitoraggio del proprio piano, almeno per quanto riguarda gli interessi dei terzi.

Pertanto, potrebbe essere discussa l'introduzione di un meccanismo, in caso di inadempimento, che trasferisca l'onere dell'azione dai creditori (o dall'organismo di controllo) al debitore. Il piano ovvero, con maggior probabilità, la legge, potrebbe stabilire un termine specifico per la sua attuazione e richiedere al debitore o a qualsiasi altra parte interessata di presentare un'istanza di proroga al fine di evitare che il piano si arresti. La legge potrebbe prevedere requisiti sempre più stringenti per la concessione della proroga del piano, almeno quando l'istanza proviene dal debitore. Tale tipologia di meccanismo è comune ed è utilizzata anche dalla proposta di Direttiva per la proroga della sospensione delle azioni esecutive (cfr. Art. 6, par. 4-6).

4. La reazione a seguito della mancata attuazione

4.1. Conseguenze della mancata attuazione: "Piani zombie"

I dati empirici mostrano che una parte significativa dei piani di ristrutturazione non ha prodotto i risultati attesi, come sopra indicato.[211] In alcuni casi è presente solamente un ritardo, in altri la mancata produzione dei risultati attesi, in molti casi entrambe le situazioni: i piani non sono attuati nei tempi previsti *e* non producono i risultati attesi.

Ciò può portare a conseguenze diverse. In primo luogo, il piano può essere dotato di meccanismi interni per far fronte all'inadempimento: cioè il piano, in una certa misura, si "autoregola". Ad esempio, il piano può contenere clausole contrattuali con cui i creditori hanno accettato ex ante il risultato di una liquidazione "*best effort*" di specifici assets, qualunque sia il risultato, o clausole con cui i crediti sono automaticamente ridotti qualora, per ragioni oggettive, l'attività dell'impresa produca risultati peggiori del previsto. Tali meccanismi sono tipici di piani ben elaborati e di qualità (cfr. Capitolo 4) e, rappresentando il risultato della negoziazione tra il debitore e i creditori, devono in linea di principio essere rispettati.

In secondo luogo, il debitore o i creditori possono assumere l'iniziativa di rinegoziare il piano per far fronte alle circostanze del caso. Le ristrutturazioni ripetute nel tempo sono frequenti, in particolare in Italia. Da un lato, questo fenomeno sembra essere il risultato dell'ottimismo e della riluttanza a riconoscere appieno l'entità delle perdite subite o dell'impossibilità di ottenere le

[211] Cfr. *supra* la nota 209.

opportune rinunce da parte dai creditori (cfr. Capitolo 4, par. 4.5, sull'importanza di proiezioni realistiche dei flussi di cassa). Dall'altro lato, la rinegoziazione è facilitata dal fatto che le parti interessate hanno acquisito informazioni significative e, soprattutto per quanto riguarda il debitore, competenze che raramente i debitori possiedono in circostanze normali. Tuttavia, se il management non cambia, potrebbe sorgere un problema di sfiducia nel nuovo piano. In caso di rinegoziazione, dovrà essere elaborato, concordato e omologato un nuovo piano, secondo le regole applicabili nel nuovo contesto (ad esempio, un piano pienamente consensuale potrebbe sfociare in un piano che richiede una omologa giudiziale). In tal caso, l'inadempimento sarà sanato. Dato che la rinegoziazione di un piano comporta dei costi, il legislatore può prendere in considerazione la possibilità di conferire al giudice o a un organo di controllo indipendente, quantomeno in caso di inadempienze di lieve entità, il potere di modificare il piano in base a quello che appare essere il miglior interesse dei creditori.[212]

In terzo luogo, il piano può – sia automaticamente, in base alla legge, che per decisione d'ufficio del giudice o, ad esempio, su istanza dei creditori - essere annullato e i crediti originari essere ripristinati, di regola causando l'insolvenza del debitore.[213]

Tuttavia, può accadere che i piani rimangano in una situazione di non attuazione, senza che sia presa alcuna iniziativa per modificarli o porvi fine, o, se necessario, per convertire tali situazioni in vere e proprie procedure di insolvenza ("piani zombie"). Ciò può avvenire a causa del costo che i singoli creditori devono sostenere per acquisire informazioni sul debitore e sulle prospettive del piano in corso di attuazione, ovvero a causa della consapevolezza che procedure d'insolvenza formali possono non sempre produrre il risultato migliore per i creditori. Proprio per tale motivo è opportuno prevedere un monitoraggio adeguato ed efficace dell'attuazione del piano, al fine di ridurre i costi che i creditori devono sostenere per poter adottare decisioni consapevoli (cfr. par. 3.2). Ciò posto, anche creditori pienamente informati possono decidere, per vari motivi, di rimanere passivi e tollerare un piano zombie.

<u>Indicazione di policy #7.4</u> (*Modifica e cura del piano durante la sua attuazione*). La legge dovrebbe conferire al tribunale o ad un amministratore di procedure di insolvenza indipendente, incaricato di controllare l'attuazione del piano, l'autorità di modificare quest'ultimo e di sanare le inadempienze minori, in linea con quello che appare essere il miglior

[212] Solo alcuni Stati membri prevedono modifiche semplificate del piano: cfr. B. WESSELS, S. MADAUS, "Instrument of the European Law Institute - Rescue of Business in Insolvency Law", (2017), pag. 326: "In Francia e in Polonia, ad esempio, il tribunale può adattare il piano alle nuove circostanze su istanza di parte. In Grecia, in linea di principio, un piano non può essere modificato dopo l'approvazione da parte dell'autorità giudiziaria, salva la possibilità nei procedimenti di recupero dei crediti di modificare l'accordo per opera del tribunale fallimentare, solo una volta, sulla base di un accordo successivo concluso da tutte le parti contraenti e purché siano soddisfatte determinate condizioni".

L'Art. L626-26 del Codice di Commercio francese prevede che: "Modifiche sostanziali degli obiettivi o dei mezzi del piano possono essere apportate solo dall'autorità giudiziaria, su istanza del debitore e sulla base della relazione dell'autorità di vigilanza sull'attuazione del piano. Quando la situazione del debitore consente una modifica sostanziale del piano a vantaggio dei creditori, l'istanza al tribunale può essere presentata dal supervisore dell'attuazione del piano....

Il tribunale si pronuncia dopo aver ricevuto il parere del Pubblico ministero e dopo aver sentito o regolarmente convocato il debitore, il responsabile del piano, i responsabili e i rappresentanti del comitato aziendale o, in mancanza di quest'ultimo, i delegati dei lavoratori e qualsiasi parte interessata".

[213] In Germania, il credito originario è automaticamente ripristinato per legge se il relativo creditore non è soddisfatto puntualmente o con un ritardo minore in base ai termini previsti dal piano (che nella maggior parte dei casi non supera le due settimane dal momento in cui il debitore ha ricevuto una notifica dal creditore in questione) o se viene avviata un'ulteriore procedura di insolvenza. Si veda sez. 255 InsO.

interesse dei creditori. Tale potere dovrebbe essere esercitato dal giudice o dall'amministratore di procedure di insolvenza indipendente dopo aver acquisito sufficienti informazioni dalle parti.

4.2. Possibili rimedi per i piani che non sono pienamente attuati

Potrebbe porsi la domanda se la legge dovrebbe occuparsi dei piani zombie: se i creditori non reagiscono alla mancata attuazione, perché dovrebbe farlo qualcun altro? Sebbene ciò risulti vero in linea di principio, una legge ben concepita dovrebbe anche prendere in considerazione l'affidabilità del sistema, nel senso che un gran numero di piani che non producono gli effetti previsti può minare la fiducia dell'opinione pubblica nel processo di ristrutturazione, inducendo quindi i creditori, ex ante, ad essere più scettici anche nei confronti di validi candidati per la ristrutturazione.[214] Ovviamente, ciò è particolarmente importante per gli attori abituali, in genere creditori finanziari, e meno per altre tipologie di creditori, come i creditori commerciali. Tuttavia, l'importanza per i creditori finanziari è tale da giustificare una particolare attenzione a non minare la credibilità dell'impegno dei debitori nel contesto delle ristrutturazioni. Molti creditori commerciali, d'altronde, non possono essere di per sé attori abituali, ma possono aver fatto ricorso ad un'assicurazione sul credito, factoring, etc., trasferendo così la gestione del proprio credito ad attori abituali.

In secondo luogo, le risorse dei partecipanti al piano possono rimanere inutilmente vincolate per molto tempo invece di essere reinvestite in altre iniziative. Ad esempio, è possibile immaginare un processo di ristrutturazione in cui gli assets non strategici devono essere ceduti. Se la parte del piano relativa alla liquidazione non si concretizza, tali assets, pur non producendo alcun beneficio per i creditori, non sono nemmeno a disposizione del debitore.

In terzo luogo, deve essere osservato che il monitoraggio è importante con riferimento alla responsabilità dei soggetti incaricati di attuare il piano: la prosecuzione dell'attuazione di un piano non più idoneo a raggiungere gli obiettivi di ristrutturazione inizialmente stabiliti può comportare una responsabilità per il debitore, per i suoi amministratori ed i suoi dirigenti.

Inoltre, la formale, prolungata esecuzione della fase di attuazione, anche qualora non siano attuate misure o intraprese iniziative, può richiedere alcune attività e generare costi (ad esempio, si pensi all'adempimento degli obblighi informativi) che non sono giustificati con riferimento a piani la cui attuazione non avrà mai luogo.

Come già evidenziato, vi sono ragioni storiche che illustrano i motivi per cui il diritto fallimentare tende a trascurare la fase di attuazione e di controllo, mentre presta particolare attenzione all'accesso del debitore agli strumenti di ristrutturazione, all'equità della procedura per l'ottenimento dell'approvazione da parte dei creditori e all'omologazione del piano da parte del tribunale. Pertanto, dovrebbe essere valutato positivamente il fatto che il piano preveda un diritto del soggetto incaricato del monitoraggio, o di un rappresentante dei creditori, di avviare una procedura per la risoluzione del piano, ripristinando così pienamente i diritti dei creditori o, comunque, consentendo loro di intraprendere quelle azioni che appaiano appropriate nell'interesse dei creditori. Ad esempio, il piano può prevedere la sostituzione obbligatoria del consiglio di amministrazione o dei dirigenti in caso di divergenze significative tra il piano ed i risultati effettivamente ottenuti.

[214] Per quanto riguarda, ad esempio, il problema dei "piani zombie", la Corte di Cassazione italiana ha stabilito nel 2017 che il debitore che ha ottenuto l'omologazione di un concordato preventivo può essere sottoposto ad una procedura d'insolvenza (su richiesta del Pubblico Ministero) senza che sia stata precedentemente emessa una sentenza di risoluzione del piano (che richiede una specifica istanza da parte del creditore) quando l'attuazione del piano è cessata o appare manifestamente inadeguata a soddisfare i creditori (Corte di Cassazione, 11 dicembre 2017, n. 29632).

Qualora vi sia un problema di azione collettiva, disposizioni in tal senso potrebbero essere previste dalla legge al fine di garantire che il contenuto della ristrutturazione, negoziato dalle parti, sia completo anche con riferimento alla fase di attuazione. Ad esempio, la legge potrebbe conferire al soggetto incaricato del monitoraggio o al supervisore il potere di adottare azioni correttive (compreso, se necessario, il potere di domandare l'accertamento dell'insolvenza del debitore). Inoltre, il legislatore potrebbe valutare se la continuazione del piano debba essere subordinata alla decisione espressa dalle parti interessate, trascorso un adeguato periodo di tempo dalla mancata completa attuazione del piano.

Tuttavia, il legislatore dovrebbe evitare di adottare norme eccessivamente stringenti. Una disposizione obbligatoria che consenta ad un "rappresentante" del creditore, quale un amministratore di procedure di insolvenza, di presentare una istanza volta all'accertamento dell'insolvenza del debitore, ecc. ha senso solo una volta accertato che i creditori non agiscono essi stessi in tal senso per mancanza di incentivi. Qualora la loro passività sia razionale, anche a livello collettivo, devono sussistere delle ottime ragioni per consentire ad un supervisore indipendente (ad esempio un amministratore di procedure di insolvenza nominato dal tribunale) di presentare un'istanza per l'accertamento dello stato di insolvenza in sostituzione dei creditori.

Indicazione di policy #7.5 (*Potere di adottare misure correttive*). La legge dovrebbe conferire al soggetto incaricato del monitoraggio/supervisore il potere di adottare misure correttive (compreso, a seconda del caso, il potere di proporre la risoluzione del piano o di presentare una domanda di accertamento dell'insolvenza del debitore), ovvero prevedere la risoluzione automatica del piano, trascorso un adeguato periodo di non esecuzione, a meno che una parte interessata non chieda una proroga.

Capitolo VIII

Considerazioni speciali sulle micro, piccole e medie imprese*

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 1.1. L'importanza della questione. - 1.2 Le conclusioni della ricerca sulle MPMI. - 2. La necessità di adottare un sistema adatto alle esigenze delle MPMI. - 3. Gli elementi principali della riforma: un approccio globale volto ad introdurre una procedura flessibile ed efficace in termini di costi. - 4. La struttura del procedimento. - 4.1. Le soluzioni procedurali "di base". - 4.2. Le opzioni a disposizione del debitore. - 4.3. Le opzioni a disposizione dei creditori. - 5. Incentivi all'utilizzo tempestivo del regime previsto per le MPMI. - 6. Misure relative ai creditori.

1. Introduzione

1.1. L'importanza della questione

Il presente report non risulterebbe completo senza uno specifico riferimento alle difficoltà finanziarie ed economiche delle micro, piccole e medie imprese e delle piccole e medie imprese (d'ora in avanti anche "MPMI"). È impossibile esagerare l'importanza delle MPMI, che la Commissione europea definisce "la spina dorsale dell'economia europea".[215] Le MPMI rappresentano oltre il 99% di tutte le imprese dell'UE, forniscono due terzi dell'occupazione nel settore privato e, negli ultimi cinque anni (partendo a ritroso dal 2018), sono risultate responsabili della creazione dell'85% di tutti i nuovi posti di lavoro. Sebbene diverse iniziative europee si siano concentrate sulle loro particolari esigenze ed anche se il progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni sembra evidenziarne l'importanza, né la precedente azione legislativa né il progetto di Direttiva sulle ristrutturazioni - nella sua forma attuale - prevedono misure adeguate ad affrontare quello che costituisce probabilmente il problema principale dell'Europa nell'ambito del diritto fallimentare e della pre-insolvenza.

1.2 Le conclusioni della ricerca sulle MPMI

Le ricerche condotte nelle diverse giurisdizioni analizzate hanno mostrato tendenze simili e hanno condotto a risultati comparabili. Le principali conclusioni sono le seguenti:

- Le micro e le piccole imprese raramente ricorrono volontariamente a procedure formali di insolvenza e, quando ciò avviene, è quasi inevitabilmente troppo tardi per preservarne il valore. Tale affermazione può essere suddivisa nelle seguenti parti: *(i)* la percentuale di casi formali di insolvenza attivati su iniziativa dei creditori è più elevata nel caso di micro e piccole imprese rispetto alle medie e grandi imprese; *(ii)* quando sono avviate procedure di insolvenza, la percentuale di casi che terminano in una liquidazione è notevolmente più elevata per le micro e piccole imprese che per il resto delle imprese (ben oltre il 90%); e *(iii)* tra le imprese che terminano in liquidazione, la percentuale di cessioni d'azienda tende ad

* *Anche se discusso approfonditamente e condiviso da tutti i membri del gruppo di ricerca di Co.Di.Re., il presente Capitolo è stato scritto da Ignacio Tirado, con l'aiuto di Riz Mokal.*

[215] Cfr. https://ec.europa.eu/growth/smes_en (visitato il 10 settembre 2018). I dati contenuti nella parte rimanente del presente paragrafo provengono dalla stessa pagina web. Mentre i riferimenti contenuti nella pagina web riguardano le piccole e medie imprese ("PMI"), l'esclusione delle microimprese è probabilmente errata e le conclusioni ivi riportate sono valide per MPMI nel loro complesso.

essere molto bassa per le imprese più piccole. In altre parole, la grande maggioranza degli imprenditori che operano nelle giurisdizioni analizzate ricorre a procedure formali troppo tardi, con il risultato di liquidazioni distruttive di valore.

- Tra le principali ragioni riguardanti il fatto che le piccole imprese non fanno ricorso a procedure formali di insolvenza, ovvero fanno ricorso a queste ultime troppo tardi, quando sono ormai in piena crisi e in una situazione di insolvenza, è possibile citare le seguenti: *(i)* nella grande maggioranza dei casi, i micro e piccoli debitori hanno scarsa conoscenza della propria situazione legale, chiedono troppo tardi una consulenza legale e, non di rado, la consulenza ricevuta dai consulenti legali e finanziari è di scarsa qualità (probabilmente poiché i debitori possono permettersi di pagare solamente compensi molto modesti e, spesso, incaricano professionisti inesperti/non preparati tecnicamente, oppure poiché questi ultimi sono poco incentivati a studiare la questione; ovvero il debitore ricorre al proprio commercialista o ad altri consulenti che non possiedono competenze specifiche in materia di crisi); *(ii)* le informazioni disponibili sulla situazione finanziaria sono spesso ridotte, situazione che ostacola una presa di consapevolezza tempestiva sulle difficoltà finanziarie; *(iii)* la mancanza di informazioni finanziarie adeguate incide anche sulla capacità dei creditori di controllare il debitore; *(iv)* i creditori possono assumere atteggiamenti passivi nei confronti dei debitori più piccoli e/o possono ricorrere a procedure di recupero del credito individuali piuttosto che a procedure concorsuali di insolvenza; e, forse, il fattore di maggior rilievo riguardo il ritardato o mancato ricorso a procedure formali di insolvenza è rappresentato dal fatto che *(v)* la maggior parte delle piccole imprese sono a conduzione familiare, nonché basate su rapporti di parentela e queste costituiscono frequentemente l'unica fonte di reddito della famiglia e lo stigma reputazionale associato alle procedure formali di insolvenza rimane significativo.[216]
- Le informazioni sulla situazione finanziaria sono spesso scarse, la conservazione della documentazione è carente e, quindi, il ricorso a procedure extragiudiziali e ad accordi bilaterali di rifinanziamento, volti a preservare il valore di un'impresa solida è scarso. Informazioni sufficienti e affidabili sono fondamentali al fine di risolvere i problemi in modo tempestivo e informale e, la loro assenza, costituisce un serio ostacolo.[217]
- Spesso i maggiori creditori delle micro e piccole imprese sono istituti finanziari e creditori pubblici. Il comportamento e la posizione giuridica di tali creditori si sono rivelati un problema in alcune giurisdizioni. Le ragioni principali sono le seguenti:

  - *Istituti finanziari.* Nella maggior parte dei casi sono coinvolti solamente uno o due istituti finanziari. Sebbene non vi sia unanimità nelle risposte raccolte nelle diverse giurisdizioni, i principali problemi causati dal comportamento dei creditori finanziari nei confronti delle micro e delle piccole imprese sono: *(i)* alcune giurisdizioni segnalano una mancanza di proattività da parte delle banche, che rifiutano – o, in ogni caso, ritardano – l'avvio della negoziazione con i propri debitori di minori dimensioni. Tuttavia, altre risposte vanno nella direzione opposta e segnalano una tendenza delle banche a modificare i relativi termini quasi automaticamente, senza una precedente analisi sulla redditività dell'impresa (creando dunque il rischio di un "evergreening"); *(ii)* le banche che siedono al tavolo delle

[216] I risultati della ricerca quantitativa e qualitativa condotta nelle quattro giurisdizioni (Germania, Italia, Spagna, Regno Unito, Italia, Spagna) dimostrano chiaramente che le piccole imprese - a conduzione familiare e/o a base familiare - non ricorrono a procedure formali di insolvenza o le utilizzano molto tardivamente. Si vedano i risultati della ricerca empirica, pubblicati sul sito www.codire.eu. Le ragioni di tale fenomeno sono state descritte nel Capitolo 1.

[217] Le piccole imprese spesso dispongono di un sistema di segnalazione inadeguato che ostacola l'individuazione tempestiva della crisi. I dati emergono da diverse interviste a professionisti che assistono sia debitori che creditori. Si veda la ricerca empirica pubblicata sul sito www.codire.eu.

trattative tendono a limitare l'oggetto della negoziazione ad una dilazione del debito (le riduzioni del debito non sono un'opzione), e richiedono garanzie aggiuntive o garanzie personali (scelta di Hobson), senza una precedente valutazione della redditività dell'impresa (ciò comporta la perdita dell'opportunità di un momento iniziale in cui la banca può svolgere un ruolo socialmente utile, filtrando e separando le imprese redditizie da quelle che dovrebbero essere liquidate in una fase relativamente precoce); *(iii)* non infrequentemente, in alcune giurisdizioni, le banche presentano un processo decisionale lento e l'assegnazione interna dei compiti, talvolta, non fornisce i giusti incentivi alla ristrutturazione di imprese redditizie.

- *Creditori pubblici*. I creditori pubblici sono i creditori di maggior rilievo di molte micro e piccole imprese, poiché le imposte più elevate sono dovute su base annuale (a differenza delle scadenze a breve termine relative a rate bancarie o forniture), poiché i debitori non vogliono mettere a repentaglio il rapporto con i propri creditori commerciali, poiché tentano di evitare l'escussione di garanzie e, più comunemente, poiché il mancato pagamento degli stipendi dei pochi dipendenti non è considerato un'opzione se non assolutamente necessario. In tale situazione, i creditori pubblici tendono a comportarsi in modo rigido, sequestrando i beni e rifiutandosi di negoziare. In alcune giurisdizioni, la negoziazione - quando avviene - è giuridicamente limitata ad un rifinanziamento del debito (con una riduzione consentita solo nell'ambito di procedure formali di insolvenza). È stato constatato che, spesso, è proprio il sequestro da parte dei creditori pubblici a spingere i debitori a chiedere una consulenza professionale.[218]

- Sorprendentemente, un numero elevato di intervistati nelle diverse giurisdizioni sostiene di possedere una scarsa conoscenza sulle alternative extragiudiziali alle procedure formali di insolvenza all'interno della comunità delle micro e delle piccole imprese. La scarsa conoscenza di tali alternative spinge i debitori a procrastinare e a "contrattare per la resurrezione".

2. La necessità di adottare un sistema adatto alle esigenze delle MPMI

L'importanza quantitativa e qualitativa delle micro e piccole imprese in particolare, nonché lo scenario negativo rappresentato dalle ricerche condotte negli attuali sistemi di insolvenza e pre-insolvenza, indicano la necessità di un'azione legislativa e istituzionale. L'azione dovrebbe investire sia le soluzioni extragiudiziali sia quelle giudiziali, data la forte probabilità - superiore a quella delle imprese di maggiori dimensioni - che la maggior parte dei microimprenditori necessiti di una liquidazione rapida ed efficiente, con un valore da salvaguardare, rappresentato dalla continuazione dell'attività d'impresa, molto limitato. La riforma dovrebbe, inoltre, tener conto delle differenze tra persone giuridiche e singoli imprenditori ed affrontare la questione del *cross-over* tra impresa e insolvenza personale.

L'azione legislativa dovrebbe mirare ad adottare procedure efficienti in termini di costi e tempestive, al fine di affrontare le difficoltà finanziarie ed economiche dei microimprenditori e dei

[218] In Spagna, giurisdizione in cui esiste una specifica procedura extragiudiziale per le MPMI, la posizione giuridica privilegiata dei creditori pubblici costituisce la causa principale del fallimento del sistema. I creditori pubblici sono esonerati dalla sospensione automatica delle azioni esecutive durante il periodo di negoziazione extragiudiziale. Ciò costituisce un privilegio procedurale che permette loro di confiscare i beni del debitore quando gli altri creditori non possono, spesso compromettendo ogni possibilità di successo delle trattative di ristrutturazione (poiché i creditori finanziari rifiutano di fornire nuovi finanziamenti "per pagare le tasse" del debitore).

In Italia, le autorità fiscali sembrano cooperare nelle trattative con i grandi debitori, ma non con le imprese più piccole. Si veda la ricerca empirica italiana, pubblicata sul sito www.codire.eu.

piccoli imprenditori. Di seguito sono riportate le ragioni a sostegno di una riforma con tali caratteristiche: *(i)* una procedura rapida che consenta una liquidazione efficiente ed un effetto liberatorio dai debiti incoraggerebbe l'azione tempestiva degli imprenditori e faciliterebbe il filtraggio delle imprese inefficienti, svincolando risorse che potrebbero essere meglio utilizzate sul mercato; *(ii)* la "seconda opportunità" offerta ai piccoli debitori favorirebbe l'attività imprenditoriale, aumentando la creazione di imprese e consentendo il ritorno sul mercato degli imprenditori - ora più esperti; *(iii)* poiché molte microimprese sono gestite da singoli imprenditori o da famiglie, un "*fresh start*" libererebbe risorse pubbliche altrimenti utilizzate a fini sociali; *(iv)* i creditori finanziari avrebbero l'opportunità di "ripulire" i propri bilanci, nonché cessare lo spreco di risorse rappresentato dai tentativi di recupero di crediti non recuperabili; *(v)* il mercato beneficerebbe, in generale, di una maggiore trasparenza e di un rafforzamento della certezza giuridica; *(vi*) nella maggior parte dei casi - e questo rappresenta uno dei principi della riforma - il nuovo sistema produrrebbe un maggiore tasso di recupero per i creditori; e *(vii)*, non meno importante, un sistema ben funzionante di insolvenza per le MPMI aiuterebbe ad alleviare il carico dei sistemi giudiziari, liberandoli da un consistente arretrato di pratiche pendenti.

L'azione legislativa dovrebbe seguire una serie di principi ed un disegno comune di base, ma dovrebbe anche essere personalizzata, adattata alle caratteristiche di ciascuna giurisdizione. Abbiamo individuato elementi comuni a tutte le giurisdizioni per quanto riguarda i problemi delle micro e piccole imprese in crisi ma, in alcuni casi, le differenze legali ed istituzionali sono di primaria importanza. Certamente, un'unica soluzione per tutte le situazioni non è adatta in tale contesto. Tradizioni giuridiche diverse, diversi tipi di diritti di garanzia, diversi comportamenti dei creditori finanziari e dei creditori pubblici, la situazione dell'infrastruttura giudiziaria e le capacità tecniche di giudici e professionisti dovrebbero influenzare il tipo di riforma adottata da ciascuna giurisdizione.

Indicazione di policy #8.1 (*Regime speciale per le MPMI*). Ogni ordinamento dovrebbe prevedere un regime di risoluzione delle crisi e ed una disciplina delle situazioni di insolvenza adatto alle esigenze specifiche delle micro, piccole e medie imprese. Tale regime dovrebbe rispondere alle caratteristiche comuni delle imprese MPMI in crisi, tra cui, in particolare, (i) la scarsa conoscenza e comprensione della legge da parte degli imprenditori che gestiscono tali imprese; (ii) gli investimenti non diversificati di tali imprenditori, compresi quelli non di mercato, nella propria attività; (iii) l'avvio tardivo delle procedure di insolvenza; (iv) la scarsità di risorse dell'impresa per pagare una consulenza legale e finanziaria; (v) la scarsa tenuta dei dati contabili e la presenza di informazioni inadeguate; (vi) creditori con un interesse individuale nell'impresa insufficiente a giustificare un monitoraggio o un impegno costruttivo a favore dell'impresa, o la loro partecipazione attiva in una procedura di insolvenza; e, (vii) la preferenza dei creditori garantiti verso un'esecuzione individuale rispetto alle procedure concorsuali di insolvenza.

Indicazione di policy #8.2 (*Incentivi per i creditori finanziari*). I regimi di regolamentazione e di vigilanza applicabili ai finanziatori istituzionali dovrebbero incoraggiare questi ultimi a impegnarsi in modo costruttivo e tempestivo con le MPMI debitrici, ad effettuare analisi proporzionate e in buona fede sulla redditività dei debitori in difficoltà e, se necessario, a concludere accordi di ristrutturazione che consentano ai debitori in crisi ancora redditizi di eliminare le passività non rimborsabili, nonché che prevedano la possibilità di superare la crisi senza indebolire la "disciplina" finanziaria o generare un rischio morale.

<u>Indicazione di policy #8.3</u> (*Poteri e incentivi dei creditori pubblici*). Le autorità fiscali e gli altri creditori del settore pubblico dovrebbero avere il potere e gli incentivi per partecipare in buona fede ai tentativi di ristrutturazione, quando ritengono che una MPMI in difficoltà sia redditizia.

3. Gli elementi principali della riforma: un approccio globale volto ad introdurre una procedura flessibile e vantaggiosa in termini economici.

Le tradizionali procedure di insolvenza giudiziali non sono concepite con un'attenzione particolare per le MPMI; nella migliore delle ipotesi, per tale tipologia di debitori sono previste eccezioni limitate (termini abbreviati, costi ridotti, ecc.), ma - come dimostra l'indagine - tali soluzioni *ad hoc* non sembrano funzionare. I sistemi in questione sono sottoutilizzati, troppo costosi, troppo rigidi e, generalmente, inefficienti. Il funzionamento del quadro istituzionale tende ad essere complicato se applicato a debitori di minori dimensioni, i quali spesso presentano poco valore da preservare: ed infatti, i costi "generali" delle procedure ordinarie di insolvenza risultano troppo elevati per giustificare un loro utilizzo da parte delle MPMI. Per tale motivo, la gestione della crisi finanziaria ed economica delle MPMI richiede un riesame sistematico al fine di raggiungere, efficientemente, gli obiettivi fondamentali di tutte le procedure di insolvenza: la massimizzazione del valore dell'impresa e del suo patrimonio, una distribuzione equa degli importi recuperati, l'accertamento delle responsabilità per le irregolarità riconducibili ai debitori/amministratori/azionisti, nonché il riconoscimento di una liberazione dai debiti a favore dei debitori onesti.

Al fine di realizzare una riforma efficace, proponiamo un nuovo tipo di sistema, un sistema che vada oltre la tradizionale divisione tra procedimenti giudiziali ed extragiudiziali. La *flessibilità* è il principio ispiratore del sistema proposto. Pertanto, il processo può essere completamente extragiudiziale, ovvero parzialmente o totalmente giudiziale a seconda della decisione delle parti nello scenario di crisi (cioè, l'imprenditore di una particolare MPMI in crisi, nonché i relativi creditori e stakeholder) e di una serie di altri fattori legali. Sulla base degli insegnamenti tratti da un ricco insieme di procedure, esistenti nelle giurisdizioni interessate dal progetto e non solo, l'approccio "dal basso verso l'alto" della ricerca ha permesso di individuare i principali e più efficaci elementi procedurali. La proposta consiste nello *scorporare* i principali elementi tradizionalmente disponibili nelle procedure di ristrutturazione e di liquidazione, lasciando un processo di default. Le parti, in ciascun caso, avranno quindi la possibilità di selezionare qualsiasi combinazione degli elementi scorporati che si adattano meglio al caso specifico, in considerazione della natura e del tipo di debitore, degli assets, delle cause delle difficoltà e delle prospettive di redditività e di risanamento dell'impresa.[219]

Affinché una riforma avente ad oggetto tale approccio sia efficace, devono essere rispettati i seguenti principi:

- *L'autonomia delle parti*. - Il principio fondamentale alla base del sistema è che le parti di un determinato caso di insolvenza saranno nella posizione migliore per selezionare gli strumenti adeguati a tale specifico caso. Rendendo alcune misure procedurali, nonché gli effetti giuridici sostanziali della procedura meramente facoltativi, l'onere istituzionale risulterà ridotto e

[219] Questo schema è stato definito "approccio modulare", con ciascuna delle diverse opzioni identificate come "moduli" che devono essere selezionati dalle parti. Una spiegazione dettagliata di questo approccio può essere trovata qui: R. DAVIES, S. MADAUS, A. MAZZONI, I. MEVORACH, R. MOKAL, B. ROMAINE, J. SARRA, I. TIRADO, "Micro, Small and Medium Enterprise Insolvency. A Modular Approach", Oxford, OUP, 2018. Il presente capitolo si basa ampiamente su tale lavoro.

l'applicazione di misure altrimenti costose sarà limitato alle situazioni in cui tali misure sono realmente necessarie. Ovviamente, l'applicazione di tale principio comporta l'adozione di misure volte a migliorare la qualità delle informazioni a disposizione delle parti, nonché alcuni incentivi per l'azione di queste ultime (cfr. *infra*).

- *Coinvolgimento istituzionale proporzionato*. - Come sopra evidenziato, i costi relativi al ricorso al sistema giudiziario sono generalmente troppo elevati in caso di insolvenza di micro e piccole imprese. Analogamente, i servizi professionali degli amministratori di procedure d'insolvenza, dei mediatori o dei consulenti professionali comportano un costo che, non di rado, supererà i benefici generati dal loro coinvolgimento. In considerazione di ciò, la riforma dovrebbe cercare di minimizzare il più possibile la partecipazione istituzionale: il tribunale (o un'agenzia amministrativa) dovrebbe essere considerato una risorsa potenziale, da utilizzare solo su istanza delle parti e/o qualora vi siano preoccupazioni relativamente alla tutela del diritto di proprietà, ovvero di diritti procedurali fondamentali. In linea con quanto appena esposto, professionisti privati devono essere coinvolti qualora le parti ne facciano esplicita richiesta e vi siano fondi sufficienti a coprire i relativi compensi e le spese.
- *Un approccio olistico*. - Le principali carenze osservate nei sistemi di insolvenza delle MPMI in tutta Europa (e non solo) sono di ampia portata. Una riforma che si limiti ad affrontare le questioni procedurali delle procedure extragiudiziali non sarebbe assolutamente sufficiente a risolvere il problema. Le difficoltà finanziarie e/o economiche delle piccole imprese non rappresentano solamente un problema di azione collettiva (come nell'insolvenza di qualsiasi altra impresa), ma anche il caso più evidente di fallimento del mercato, in cui elementi informativi, organizzativi e sociali spesso vengono meno. Nelle giurisdizioni dell'UE è stato possibile identificare problemi rappresentati da un ritardo nell'azione delle parti, passività dei creditori, mancanza di informazioni finanziarie adeguate, carenza di finanziamenti ponte e post-iniziativa ed un regime di responsabilità degli amministratori inefficace: ciò solo per citare alcuni degli aspetti rilevanti. Tali aspetti dovrebbero essere affrontati in modo specifico dalla riforma al fine di garantirne il successo. Per tale motivo, nell'ambito della riforma sono proposte misure che riguardano i debitori, i creditori e persino i finanziatori professionali.

<u>Indicazione di policy #8.4</u> (*Principi guida del regime relativo alle MPMI*). Il regime speciale per le MPMI dovrebbe rispettare i seguenti principi:

(i) *autonomia delle parti* - le parti all'interno di un determinato scenario di crisi dispongono, nel loro insieme, delle migliori informazioni sulle cause del crisi, sulla redditività del debitore in crisi e sul modo migliore per affrontare quest'ultima;

(ii) *coinvolgimento istituzionale proporzionato* - il consumo di risorse e di tempo associato al coinvolgimento di tribunali ed altre istituzioni, nonché di professionisti legali e non, non è sempre giustificato nei casi riguardanti MPMI e, tale coinvolgimento, dovrebbe aver luogo se e nella misura in cui le parti di un caso particolare lo ritengano giustificato; e,

(iii) *approccio olistico* - il regime previsto per le MPMI dovrebbe affrontare in modo sistematico ed olistico le particolari esigenze delle MPMI in crisi non solo all'interno ma anche al di fuori del diritto fallimentare.

Le sezioni che seguono illustreranno, innanzitutto, la struttura procedurale generale proposta e, successivamente, provvederanno ad elencare i principali effetti suggeriti per i debitori (e gli amministratori), i creditori (compresi i creditori finanziari), nonché le misure riguardanti terzi.

4. La struttura della procedura

Come già anticipato, è proposta una struttura duale, composta da una procedura base con due possibili esiti (questa può infatti portare alla liquidazione o alla ristrutturazione dell'impresa) e da una serie di misure facoltative, con un'ulteriore differenziazione tra quelle riservate ai debitori e quelle riservate ai creditori. La flessibilità non riguarda solo le opzioni o i meccanismi scelti dalle parti, ma anche i legislatori degli Stati membri: in base alle caratteristiche specifiche di ciascuna giurisdizione, i legislatori potranno scegliere di non considerare una o più delle opzioni proposte di seguito. Le opzioni proposte sono prive di particolari specificità e, dunque, dovrebbero poter funzionare in qualsiasi Stato membro dell'Unione europea, sebbene sia opportuno rilevare che la scelta di non includere un'opzione, avente ad oggetto uno o più meccanismi, non pregiudicherà necessariamente il risultato finale della riforma.

4.1 Le soluzioni procedurali "di base"

Le soluzioni procedurali di base sono rappresentate da *(i)* un'opportuna, in alcuni casi automatica, *liquidazione*, nonché da *(ii)* una procedura di *ristrutturazione*, principalmente con la previsione della gestione dell'impresa da parte del debitore.

(i) Liquidazione. - La liquidazione dell'impresa rappresenta una soluzione di default. Tale soluzione è facile da motivare, considerando le statistiche delle giurisdizioni analizzate, in cui le liquidazioni atomistiche costituiscono la grande maggioranza dei casi. Senza dubbio, ciò vale per tutte le giurisdizioni dell'UE. La riforma dovrebbe mirare a creare una procedura di liquidazione efficiente ed economica per le micro e le piccole imprese non redditizie. La procedura dovrebbe concludersi con la liberazione dai debiti a favore del debitore onesto, soluzione che renderebbe tale procedimento attraente per gli imprenditori interessati ad un "*fresh start*". Naturalmente, la liquidazione può consistere in una cessione dell'azienda (che rappresenta la soluzione preferita), anche se è probabile che ciò avvenga solamente in pochi casi. La liquidazione automatica si verificherà quando il debitore è insolvente (anche se non è necessario dimostrare l'insolvenza al momento della richiesta di liquidazione) e non è stato presentato alcun piano di ristrutturazione da parte del debitore o di uno o più creditori, oppure il piano proposto non è stato approvato con una maggioranza sufficiente. L'apertura di una procedura di liquidazione non comporta, di per sé, una sospensione delle azioni dei creditori. Tale misura dovrebbe rappresentare una facoltà, ricorribile solo in caso di una possibile (con un oggettivo grado di probabilità) cessione dell'azienda e dovrebbe essere concessa solo per un limitato periodo di tempo. La previsione di una sospensione generale come regola automatica di default non avrebbe senso nella maggior parte dei casi di insolvenza di microimprese in cui, difficilmente, sono presenti assets non gravati da vincoli. Rendere la sospensione solamente un'opzione potrebbe, con ogni probabilità, ridurre i tempi e i costi dei procedimenti nella maggior parte delle giurisdizioni e, in ogni caso, avrebbe come effetto quello di liberare il sistema giudiziario da molti casi inutili. Coerentemente con quanto sostenuto, un procedimento di insinuazione dei crediti dovrebbe essere avviato solo se è probabile una distribuzione ad una o più categorie di creditori, diversa da quella dei creditori garantiti. Tale procedura, relativamente informale ed oggetto di "scorporo" potrebbe, in alcuni casi, essere utilizzata in modo abusivo dal debitore (o, più raramente, dai creditori). Per tale motivo, il sistema dovrebbe includere meccanismi di tutela dei

diritti fondamentali delle parti interessate (in particolare i diritti di proprietà ed il diritto, spesso costituzionale, ad un processo equo). In particolare, la riforma dovrebbe, in primo luogo, includere un sistema di notifica dei creditori efficace, proporzionato ed economico. A tal fine, dovrebbe essere presa in considerazione la notifica a mezzo di posta elettronica, l'uso di piattaforme online ed altri meccanismi gratuiti. Inoltre, le parti dovrebbero avere la possibilità di rivolgersi al tribunale per la tutela dei propri diritti di proprietà. Il sistema proposto si basa sulla presunzione che un imprenditore onesto, che collabora attivamente con la procedura di liquidazione, sarà automaticamente esonerato dalle proprie responsabilità trascorso un periodo di tempo relativamente breve (ad esempio, un anno dall'inizio della procedura di liquidazione). Tale riforma può - e, riteniamo, deve - prevedere tale liberazione automatica senza la necessità di un intervento del tribunale. Qualora tale liberazione automatica fosse incostituzionale o indesiderabile da un punto di vista politico, l'imprenditore potrebbe, trascorso il periodo fissato, chiedere la liberazione dai debiti pregressi al tribunale. La liberazione dovrebbe, in ogni caso, essere concessa a meno che il tribunale non sia convinto che l'imprenditore abbia commesso una frode, abbia agito in malafede, abbia reso dichiarazioni incomplete, negligentemente o intenzionalmente, ovvero non abbia collaborato con gli organi della procedura.

(ii) Ristrutturazione. - Gli imprenditori che vogliono continuare l'attività possono tentare di concordare un piano di ristrutturazione con i propri creditori. Tale percorso è riservato esclusivamente alle imprese redditizie e può essere attivato sia dal debitore sia - qualora la legge applicabile lo preveda (cfr. Capitolo 1, par. 4) - dai suoi creditori. Anche la prova dell'insolvenza è, *a fortiori*, non necessaria per avviare tale procedura. La regola di default – ed anche una delle principali regole di tale procedura - è che il debitore manterrà il controllo dell'impresa e continuerà a gestire le attività correnti (che non dovrebbero arrestarsi, al fine di evitare la liquidazione). Tale misura risulta particolarmente appropriata nel caso delle micro e piccole imprese, così come risulta delle nostre interviste con gli stakeholder rilevanti: il mantenimento del controllo è un incentivo molto forte per favorire l'uso volontario, in una fase precoce, del sistema da parte dei debitori (la maggior parte delle micro e piccole imprese sono a base familiare e, psicologicamente, gli imprenditori non vogliono rischiare di perdere la loro - troppo spesso - unica fonte di reddito per la famiglia); proprio a causa della natura delle micro e piccole imprese, generalmente caratterizzate da un importante avviamento soggettivo, il valore dell'impresa sarà legato al continuo coinvolgimento dei precedenti proprietari (i.e. *decisionmakers*); e, infine, non di rado, nel momento in cui il debitore interverrà, saranno rimasti ben pochi beni nell'impresa e, quindi, poche risorse per pagare il compenso di un amministratore di una procedura d'insolvenza incaricato della gestione diretta dell'impresa. Il piano, che potrà essere proposto sia dal debitore che dai suoi creditori, può prevedere una ristrutturazione dell'impresa e/o del debito. Il contenuto, che non dovrebbe avere vincoli maggiori rispetto a quelli applicabili alle ordinarie procedure di insolvenza, nella maggior parte dei casi sarà semplice e non richiederà un controllo speciale o un'analisi da parte di esperti. La sua redazione dovrebbe essere agevolata da modelli forniti gratuitamente dalle autorità competenti. In generale, devono essere adottate misure per ridurre i costi di avvio della procedura e per la partecipazione delle parti. Il procedimento sarà concepito in modo tale da ridurre al minimo la complessità e conferirà discrezionalità ai responsabili decisionali solo qualora ciò contribuisca a massimizzare la certezza del diritto. Il procedimento potrà quindi essere avviato e proseguito online, ad esempio attraverso la votazione sul piano proposto e dovrebbero essere applicati termini perentori e brevi.

Al pari delle procedure di liquidazione, i diritti procedurali fondamentali ed i diritti di proprietà dei creditori devono essere tutelati, mediante l'adozione di efficaci strumenti di notifica della procedura proposta e delle sue fasi principali, nonché concedendo alle parti la possibilità di

ricorrere al tribunale. Mentre un piano consensuale non dovrebbe generalmente essere approvato da un tribunale, le eccezioni dei creditori o di altri stakeholder potrebbero generare la necessità di un controllo giurisdizionale.

<u>Indicazione di policy #8.5</u> (*Procedure di base del regime previsto per le MPMI*). Il regime speciale per le MPMI dovrebbe prevedere le seguenti procedure "di base":

(i) *Liquidazione* – La procedura dovrebbe consentire la rapida cessione dell'azienda o degli assets che la costituiscono, senza la necessità di un intervento da parte dell'autorità giudiziaria e senza inutili ostacoli procedurali, con la sola previsione di una notifica economicamente vantaggiosa a favore di tutti i creditori e degli altri stakeholder, nonché del diritto di ogni parte di invocare un controllo giudiziale, ovvero un'altra tipologia di controllo indipendente del procedimento. Il procedimento dovrebbe concludersi con l'esdebitazione dell'imprenditore, a meno che non vi siano motivi per sospettare frode, malafede, una *disclosure* inadeguata di informazioni/assets rilevanti da parte del debitore, ovvero qualora quest'ultimo non abbia collaborato con gli organi della procedura.

(ii) *Ristrutturazione* - La procedura dovrebbe essere accessibile al debitore medesimo, senza che sia necessario dimostrare una situazione d'insolvenza. Tale procedura potrebbe anche essere messa a disposizione dei creditori. L'imprenditore dovrebbe continuare, di regola, a gestire l'impresa durante l'intero processo. Dovrebbero essere messi a disposizione modelli di piani di ristrutturazione "proforma", in grado di essere adattati alle specificità del caso concreto con il minimo contributo delle parti.

4.2. Le opzioni a disposizione del debitore[220]

Le diverse misure ed opzioni a disposizione del debitore, che andrebbero ad aggiungersi alle procedure di base descritte nella sezione precedente, sono rappresentate da:

(i) Una moratoria delle azioni dei creditori. - Come sopra rilevato con riferimento all'ipotesi liquidatoria (applicabile, *a fortiori*, all'alternativa costituita dal piano di ristrutturazione), la sospensione dei rimedi procedurali dei creditori non costituisce una conseguenza automatica dell'apertura del procedimento: il debitore deve richiederla, barrando l'apposita casella nel modello, indicando la durata e l'oggetto della sospensione richiesta. La moratoria può comportare costi rilevanti (ad esempio, l'invio di un segnale negativo sullo status e sulle prospettive del debitore, il deterioramento dei rapporti del debitore con i creditori soggetti alla moratoria, ovvero il potenziale abuso da parte dell'imprenditore e, quindi, una distruzione di valore). Per tale motivo, la sospensione delle azioni dei creditori è proposta come un'opzione che potrebbe non risultare auspicabile o necessaria in tutti i casi. La sospensione dovrebbe essere disponibile solo per un periodo di tempo limitato, ad esempio, il periodo necessario al fine di votare ed approvare il piano o, in aggiunta, al fine di coprire il breve periodo concesso al debitore per presentare un piano. In ogni caso, la sospensione dovrebbe essere revocata qualora il piano fallisca ovvero, su istanza, qualora un creditore interessato dimostri che i suoi diritti non sono sufficientemente tutelati.

[220] Per un'analisi dettagliata della presente sezione, nonché di quella successiva, si veda R. DAVIES, S. MADAUS, A. MAZZONI, I. MEVORACH, R. MOKAL, B. ROMAINE, J. SARRA, I. TIRADO, "Micro, Small and Medium Enterprise Insolvency. A Modular Approach", Oxford, OUP, 2018, Capitolo 4.

(ii) Mediazione. - Al fine di facilitare la conclusione di un accordo sulla ristrutturazione, l'imprenditore potrebbe chiedere la nomina di un mediatore. La riforma può prevedere che l'utilizzo in buona fede di tale opzione sospenda temporaneamente alcuni termini procedurali (ad esempio il termine per la proposizione del piano). I costi del mediatore dovrebbero gravare sul patrimonio del debitore o sulle parti, ma, in ogni caso, la maggioranza dei creditori dovrebbe essere in grado di bloccare tali ulteriori spese.

4.3. Le opzioni a disposizione dei creditori

All'interno della riforma proposta - e non potrebbe essere altrimenti - i creditori ricoprono il ruolo più importante e, gli interessi di questi ultimi, sono meritevoli di una tutela prioritaria. Se l'imprenditore è insolvente, i creditori sono i proprietari residuali dell'impresa; in caso di imprenditori solventi ma con tensioni nei flussi di cassa, invece, i creditori nel loro insieme sono incentivati a massimizzare il valore dell'impresa al fine di aumentare le proprie probabilità di rimborso. Inoltre, i creditori tendono a possedere il livello più elevato di informazioni sull'impresa (dopo il debitore e i suoi collaboratori) e sono, spesso, nella posizione migliore per adottare una decisione riguardo alla sua redditività. Per tale motivo, ai creditori dovrebbe essere riconosciuto il controllo della procedura, dotandoli di poteri atti a limitare le azioni del debitore o, addirittura, a causare l'apertura immediata di una procedura di insolvenza in qualsiasi fase. Ciò posto, le principali opzioni riservate ai creditori sono le seguenti:

(i) Mediazione. - Tale opzione rispecchia quella *supra* concessa al debitore. I creditori che rappresentano una percentuale predefinita del totale dei crediti possono, in qualsiasi fase del procedimento, chiedere la nomina di un mediatore, che potrebbe avere un mandato generale o limitato a compiti specifici, ad esempio l'elaborazione di un piano, l'elaborazione di un elenco dei crediti o qualsiasi altro tipo di controversia tra le parti. Il fallimento della mediazione non dovrebbe produrre conseguenze negative e il mediatore dovrebbe essere nominato solo se tutte le parti in causa sono d'accordo ed i costi sono coperti.

(ii) Moratoria delle azioni del debitore. - Come indicato nella precedente sezione, il debitore continuerà, di regola, a gestire l'impresa ed i suoi beni, specialmente nel processo che potrebbe condurre all'adozione di un piano di ristrutturazione. Tuttavia, i creditori potrebbero ritenere che tale situazione comporti un elevato rischio di danno ai beni o di appropriazione indebita del valore derivante dalla gestione di questi ultimi. Pertanto, un determinato numero di creditori che rappresentano una percentuale predefinita dell'importo totale dei crediti potrà chiedere la revoca totale o parziale della capacità dell'imprenditore di gestire l'impresa e/o i suoi assets, ovvero di incorrere in ulteriori passività. A condizione che venga raggiunta la soglia necessaria, l'opzione dovrebbe trovare applicazione automatica al momento della domanda. Poiché tale misura è in grado di interferire sulla continuazione dell'impresa (soprattutto nei casi in cui il valore dell'impresa è direttamente collegato alla persona dell'imprenditore), tale opzione dovrebbe essere utilizzata con cautela. Il debitore potrà ricorrere contro tale misura, che potrà essere respinta quando venga dimostrato che essa è ingiustificata o dannosa per il valore del patrimonio.

(iii) Nomina di un amministratore di procedure d'insolvenza. - In stretto collegamento con l'opzione precedente, i creditori che rappresentano una percentuale predefinita dell'importo totale dei crediti potrebbero richiedere la nomina di un amministratore di procedure d'insolvenza. Il modello dovrebbe riflettere i diversi compiti richiesti a quest'ultimo: egli, infatti, potrebbe essere incaricato di sorvegliare o gestire la totalità o parte del patrimonio. Il professionista potrebbe anche essere incaricato di indagare sugli affari del debitore e sul suo comportamento tenuto prima dell'avvio del

procedimento. L'esistenza di fondi sufficienti nel patrimonio, o la presa in carico del pagamento dei compensi da parte delle parti, dovrebbe essere un prerequisito.

(iv) "Doomed to fail". - Tale opzione mira a scongiurare il rischio che un debitore mantenga artificialmente in vita un'impresa che non ha reali e obiettive prospettive di salvataggio. L'opzione in questione dota i creditori di uno strumento di rapida attuazione, volto ad impedire qualsiasi tentativo di raggiungere un accordo di ristrutturazione quando la liquidazione rappresenta l'unica soluzione attuabile. Tale misura potrebbe essere adottata in qualsiasi fase della procedura e, la sua adozione, comporterà l'apertura automatica della procedura di liquidazione. In ogni caso, tale opzione dovrebbe trovare applicazione quando i soggetti richiedenti rappresentano una percentuale di crediti sufficiente a far fallire il piano in continuità.

<u>Indicazione di policy #8.6</u> (*Moduli opzionali a disposizione delle parti*). Il regime riservato alle MPMI dovrebbe consentire all'imprenditore e/o ai creditori, in ogni scenario di crisi, di ricorrere agli strumenti chiave che ritengono necessari nel caso concreto, tra cui: (i) una moratoria delle azioni del creditore; (ii) una moratoria delle azioni del debitore; (iii) una mediazione; (iv) la nomina di un amministratore di procedure d'insolvenza; e, (v) la cessazione di una procedura di ristrutturazione iniziata da un debitore in ragione del fatto che è "destinata a fallire".

5. Incentivi all'uso tempestivo del regime previsto per le MPMI

Come già evidenziato nel presente capitolo, la nostra ricerca è giunta alla conclusione che le imprese tendono, generalmente, ad utilizzare troppo tardi i sistemi di pre-insolvenza e insolvenza, quando oramai è rimasto poco valore da preservare nell'impresa. Tale problema, presente in varia misura in ogni giurisdizione analizzata, risulta ancora più grave con riferimento alle MPMI. Le ragioni sono evidenti: *(i)* l'informalità della procedura è più elevata, la vigilanza da parte dei creditori è meno intensa e gli imprenditori spesso sono privi di sofisticazione, situazione che contribuisce a ritardare il riconoscimento dell'esistenza di problemi finanziari; *(ii)* la micro-impresa è spesso l'unica fonte di reddito e presenta una forte componente familiare e, dunque, i debitori sono riluttanti ad intraprendere qualsiasi azione che possa mettere in pericolo il controllo - per non parlare della sopravvivenza - dell'attività; e *(iii)* con riferimento al punto precedente, in alcune giurisdizioni sembra essere diffusa una tendenza degli imprenditori a formulare giudizi eccessivamente ottimistici sulla redditività delle proprie imprese. Tutto ciò evidenzia l'importanza di adottare misure specifiche per garantire l'uso tempestivo ed adeguato del sistema pre-insolvenza e insolvenza. Nel presente capitolo, proporremo brevemente alcune misure particolarmente adeguate alla situazione delle piccole imprese. Tuttavia, anche altre misure proposte in altri capitoli del presente report (cfr. la proposta riguardante la responsabilità degli amministratori o la necessità di un'azione tempestiva) dovrebbero essere applicabili, *mutatis mutandis*, anche in questo caso.

La riforma dovrebbe prendere in considerazione la possibilità di includere una combinazione di incentivi e sanzioni (il cosiddetto approccio "bastone e carota"). In sintesi:

- *Mantenimento del management*. - L'incentivo principale è già stato parzialmente menzionato all'interno della descrizione del quadro procedurale: generalmente, il debitore qualora avvii volontariamente una procedura dovrebbe essere autorizzato a continuare a gestire l'impresa. Solo qualora i creditori chiedano la rimozione o la parziale cessione dei poteri di gestione, gli imprenditori dovrebbero perdere il proprio diritto di guidare l'impresa durante il

procedimento. Ciò avverrà, ovviamente, con maggiore frequenza nelle procedure di liquidazione, quando il debitore potrebbe aver perso tutti gli incentivi a preservare il valore residuo.

- *Affrontare il comportamento dell'imprenditore sull'orlo dell'insolvenza*. – In ragione delle particolari esigenze delle micro e delle piccole imprese, è particolarmente importante regolamentare in modo efficace, equilibrato e pratico il comportamento del debitore nel periodo antecedente l'insolvenza. Il sistema dovrebbe avere come obiettivo l'adozione di un intervento tempestivo, promuovendo un comportamento adeguato quando l'impresa è vicina, o si trova già, in una situazione di difficoltà finanziaria, ma non è né incapace di pagare i propri debiti né, *a fortiori*, insolvente in base alle risultanze del bilancio. Mentre tale regola risulta generalmente applicabile a tutti i debitori, nel caso di un imprenditore di minori dimensioni sarà necessario compiere uno sforzo al fine di garantire che le opzioni di salvataggio extragiudiziale siano prese in considerazione tempestivamente, rendendo gli imprenditori responsabili dell'esternalizzazione del rischio ovvero, direttamente, del danno ai creditori. Quando si avvicina all'insolvenza, l'imprenditore dovrebbe gestire l'impresa nell'interesse dell'insieme degli stakeholder, nonché cercare attivamente di evitare l'insolvenza o di minimizzarne gli effetti nella misura oggettivamente possibile.

  Il regime deve risultare equilibrato al fine di non ostacolare l'imprenditorialità o limitare indebitamente l'assunzione di rischi sul mercato. È stato riscontrato che, in alcune giurisdizioni, vi sono preoccupazioni circa il livello di formalità e di conoscenza del contesto finanziario e giuridico applicabile alle piccole imprese. È, quindi, di fondamentale importanza la creazione di un programma che fornisca informazioni sugli obblighi degli imprenditori e sulle conseguenze positive di un'azione tempestiva. In base alle migliori pratiche internazionali (come previsto nella Guida Legislativa dell'UNCITRAL[221]), proponiamo un regime conforme ad un sistema di *wrongful trading*, adattato alle peculiarità delle piccole imprese, con la previsione di semplici attività per conformarsi a tali disposizioni e l'eliminazione di alcune misure e azioni ivi contemplate, che non sarebbero necessarie od opportune nell'ambito delle MPMI (ad esempio, l'obbligo per il debitore di avvalersi di una consulenza professionale sofisticata e costosa; ovvero, data la comune assenza di separazione tra gestione e proprietà, la necessità di convocare il consiglio di amministrazione o le assemblee degli azionisti, di chiedere la consulenza dei revisori contabili, ecc.).

  Analogamente, così come nell'ipotesi di *wrongful trading*, gli imprenditori dovrebbero intervenire quando sanno o avrebbero dovuto ragionevolmente sapere che l'impresa si trova in una situazione di imminente insolvenza (definita come l'incapacità di pagare i propri debiti alla loro scadenza). Quando si verifica tale situazione, il debitore è tenuto ad attivarsi al fine di ridurre al minimo i danni ai creditori e agli altri stakeholder. A differenza del sistema generale, l'obbligo può essere rispettato attraverso una considerazione attiva delle soluzioni alternative previste dal sistema procedurale proposto in questa sede, ad esempio la mediazione, l'avvio di una procedura di liquidazione o di una procedura che preveda la continuazione controllata dell'attività di impresa. L'opzione prescelta dovrebbe essere adeguata alla situazione finanziaria del debitore affinché si possa considerare rispettato l'obbligo. Il debitore dovrebbe inoltre assicurarsi che le informazioni economiche, finanziarie e giuridiche relative all'impresa siano disponibili e accurate e, in particolare, dovrebbe garantire che le risorse della micro o piccola impresa non siano utilizzate in modo dannoso per l'insieme degli stakeholder.

[221] Si veda la Parte IV della Guida legislativa, consultabile online all'indirizzo www.uncitral.org.

L'importanza di mantenere informazioni finanziarie adeguate non può essere esagerata. Senza queste ultime, le probabilità di raggiungere soluzioni extragiudiziali si riducono drasticamente e gli abusi possono moltiplicarsi. Anche se ciò può comportare costi aggiuntivi per la gestione delle startups e delle piccole imprese, i benefici dovrebbero essere superiori a tali costi e generare migliori pratiche di corporate governance e, in generale, rafforzare la certezza del diritto sul mercato. Gli Stati membri dovrebbero considerare la possibilità di sostenere attivamente tale requisito informativo attraverso la fornitura di servizi di sostegno ed attraverso campagne adeguate aventi ad oggetto i mezzi per gestire le micro e piccole imprese in difficoltà finanziaria.

La conseguenza della violazione delle pratiche descritte nei paragrafi precedenti dovrebbe essere rappresentata dall'obbligo di risarcire i danni causati ai creditori - ed eventualmente agli altri stakeholder - dalla mancanza/ritardo dell'azione richiesta. È essenziale che tale conseguenza sia chiaramente indicata nella riforma e che siano adottate iniziative istituzionali al fine di garantire che, i proprietari/amministratori di piccoli debitori societari, siano consapevoli del fatto che la responsabilità limitata potrebbe essere eliminata in caso di violazione. Inoltre, possono essere imposte ulteriori sanzioni civili all'imprenditore, quali, in genere, l'interdizione dall'assunzione in futuro di funzioni di management, limitazioni all'ottenimento di finanziamenti e l'inclusione di informazioni negative da parte delle agenzie che si occupano di rating creditizio.

Le riflessioni sopra esposte potrebbero non essere pienamente applicabili in tutte le giurisdizioni. La legislazione generale in materia di insolvenza di alcuni Stati membri prevede già meccanismi per affrontare il comportamento del debitore sull'orlo dell'insolvenza, mediante un *obbligo di ricorrere ad una procedura concorsuale*. Mentre, come evidenziato, riteniamo che un sistema riferibile al *wrongful trading* sia generalmente preferibile, in alcuni casi l'obbligo di accedere ad una procedura concorsuale può essere più efficace. Ciò potrebbe risultare opportuno qualora il livello di formalità delle piccole imprese sia basso o molto basso, qualora gli imprenditori posseggano un livello di sofisticazione molto ridotto e, soprattutto, qualora il sistema giudiziario non abbia la capacità di condurre un'adeguata valutazione delle azioni che avrebbero dovuto essere intraprese mediante un'analisi retrospettiva. Più il sistema è sottosviluppato, più è probabile che un obbligo di ricorrere ad una procedura concorsuale possa funzionare altrettanto bene o addirittura meglio. La ragione di tale distinzione è che, in tali contesti, gli imprenditori - e i giudici - potrebbero essere agevolati da una regola relativamente più chiara, più facile da capire e più semplice da applicare, che prevede un solo modo di agire. L'obbligo dovrebbe essere innescato da una situazione di insolvenza imminente e dovrebbe essere legato anche all'adeguatezza delle opzioni procedurali scelte. I legislatori dovrebbero adottare una visione onesta e sincera della propria situazione nazionale al fine di effettuare la scelta tra i due strumenti. In ogni caso, sarebbe auspicabile una modifica del sistema che prevede l'obbligo di ricorso ad una procedura, in base al quale la violazione di tale obbligo creerebbe solamente la presunzione che il ritardo abbia causato e/o aggravato la crisi finanziaria, presunzione che può essere confutata dal debitore con i normali mezzi di prova disponibili nella giurisdizione.

- *Disciplinare il comportamento dell'imprenditore nel corso della procedura di insolvenza.* - La disciplina speciale prevista per le MPMI dovrebbe consentire all'imprenditore, di regola, di gestire l'impresa durante la procedura di insolvenza, ma dovrebbe consentire ciò a condizione che l'imprenditore sia fortemente incentivato ad agire in modo responsabile, competente ed onesto. Due misure chiave appaiono particolarmente utili per raggiungere tale obiettivo. In primo luogo, i creditori che agiscono in base ad una percentuale determinata (ad

esempio, i creditori che detengono insieme almeno il 20% del valore delle passività totali non garantite del debitore) dovrebbero essere in grado di rimuovere l'imprenditore dalla gestione dell'impresa e dovrebbero anche essere in grado di prevalere sulla strategia scelta dall'imprenditore con riferimento al procedimento (ad esempio, costringendo l'impresa alla liquidazione invocando l'opzione "doomed to fail"). In secondo luogo, il regime dovrebbe consentire ai creditori di chiedere ad un tribunale o ad un'altra autorità designata di negare all'imprenditore l'esonero dalle responsabilità personali associate all'impresa. È probabile che tali misure incentivino fortemente l'imprenditore ad agire in modo tale da guadagnare e mantenere la fiducia dei creditori.

Indicazione di policy #8.7 (*Utilizzo tempestivo del regime speciale*). Il regime previsto per le MPMI dovrebbe fornire un adeguato mix di incentivi negativi e positivi ("bastoni e carote") al fine di incentivare l'imprenditore e le altre parti ad agire tempestivamente.

(i) Gli incentivi positivi comprendono, peraltro, il mantenimento del controllo dell'impresa da parte dell'imprenditore durante il procedimento, a meno che un'altra parte non ne chieda la rimozione.

(ii) Gli incentivi negativi comprendono una regola di *wrongful trading* dell'impresa in grado di rendere l'imprenditore personalmente responsabile dei debiti della MPMI se, e nella misura in cui, tali debiti non sarebbero stati contratti se l'imprenditore avesse tenuto una documentazione adeguata, avesse tenuto ragionevolmente ben informati i creditori sull'attività e sulle sue prospettive, nonchè avesse adottato tempestivamente le misure adeguate dopo essere venuto a conoscenza che la MPMI non era o non sarebbe stata in grado di adempiere le proprie obbligazioni alla loro scadenza. Tuttavia, in alcune giurisdizioni con mercati relativamente poco sviluppati, con operatori non sofisticati ed un elevato livello di informalità, l'obbligo di ricorrere ad una procedura concorsuale può risultare più appropriato di una regola di *wrongful trading*.

Indicazione di policy #8.8 (*Incentivi per l'imprenditore a comportarsi in modo competente e responsabile durante la procedura di insolvenza*). La disciplina dovrebbe consentire ad una determinata percentuale di creditori di sottrarre all'imprenditore il controllo dell'impresa durante la procedura di insolvenza, di prevalere sulle scelte dell'imprenditore con riferimento allo svolgimento della procedura, nonché di domandare che all'imprenditore non sia concesso l'esonero dalla responsabilità personale per i debiti commerciali.

6.6. Misure relative ai creditori

Il regime speciale per le MPMI dovrebbe anche affrontare i problemi causati dalla passività razionale dei creditori, che, come indica la nostra ricerca, mina l'efficacia delle procedure di insolvenza in alcune giurisdizioni. Dovrebbero essere prese in considerazione le seguenti misure procedurali:

- La regola "*scream or die*". Il contenuto dei diritti dei creditori, all'interno di una procedura che conduce all'approvazione di un piano che prevede la continuazione dell'attività, sarà determinato dal modo in cui i propri crediti saranno considerati e classificati, nonché dal modo in cui saranno trattati qualora il piano sia approvato ed attuato. È, dunque, proposto che la riforma preveda un periodo di tempo entro il quale i creditori possono approvare od opporsi

al trattamento loro riservato nel piano, decorso il quale i propri diritti saranno considerati cristallizzati e la facoltà di questi ultimi di contestare il piano sarà annullata. Tale misura riguarderebbe sia i creditori che sono stati inseriti nell'elenco dei creditori partecipanti, ma dissentono riguardo al proprio trattamento, sia quelli che, dopo essere stati regolarmente notificati, non sono stati inclusi nell'elenco definitivo dei creditori partecipanti. Pertanto, il termine "scream" si riferisce alla possibilità per i creditori di opporsi e il termine "die" indica la perdita della possibilità di presentare successivamente un ricorso, qualora i creditori non si oppongano entro il termine previsto.

- La regola dell'"*approvazione presunta*". Abbiamo rilevato che, troppo spesso, i creditori non si interessano di partecipare alle votazioni nelle procedure di insolvenza delle micro e delle piccole imprese. Tale tipologia di apatia dei creditori - che non è stata riscontrata in tutte le giurisdizioni - può risultare estremamente dannosa e distruttiva di valore, procrastinando la procedura o condannando un debitore redditizio ad una liquidazione atomistica. In alcune giurisdizioni (ad esempio in Spagna), il problema era così rilevante che i legislatori hanno previsto una norma che subordinava i creditori che ignoravano le notifiche e non votavano. Sebbene riteniamo che tale soluzione sia inutilmente severa ed invadente, sembra ragionevole prevedere una norma che promuova la partecipazione attiva dei creditori, anche qualora ciò conduca ad una liquidazione. In ragione di quanto appena detto, è proposto che i legislatori nazionali prendano in considerazione l'inclusione di una norma che consideri l'atteggiamento passivo dei creditori come un voto positivo: i creditori - ed eventualmente gli azionisti - saranno considerati come se avessero votato a favore di un piano avente ad oggetto una micro e piccola impresa: ciò qualora non esprimano il proprio voto entro un determinato periodo di tempo. Come indicato in altre parti del presente report, quando la maggioranza dei voti è stata ottenuta attraverso la regola del silenzio assenso, un tribunale - o un'agenzia - dovrebbe omologare il piano.

<u>Indicazione di policy #8.9</u> (*Risposta alla passività dei creditori*). La disciplina prevista per le MPMI dovrebbe garantire che la procedura di insolvenza non si arresti a causa della mancata partecipazione dei creditori. In particolare, dovrebbe essere previsto che i creditori regolarmente notificati (i) che non si oppongono a particolari fasi della procedura di insolvenza debbano essere considerati come se avessero rinunciato al diritto di opporsi a tali fasi ("scream or die"), e (ii) che non votano con riferimento ad un piano debbano essere considerati come favorevoli ("silenzio assenso").

Appendice

RACCOMANDAZIONI ED INDICAZIONI DI POLICY

La presente appendice raccoglie tutte le "Raccomandazioni" rivolte agli attori principali delle procedure di ristrutturazione (siano esse procedure giudiziali o extragiudiziali), nonché le "Indicazioni" rivolte ai responsabili politici a livello europeo e nazionale, formulate nei precedenti Capitoli del presente Report.

Le Raccomandazioni e le Indicazioni di policy sono state formulate in base ai risultati dell'analisi empirica condotta in quattro giurisdizioni dell'UE (Germania, Italia, Spagna e Regno Unito).

I. RACCOMANDAZIONI

Capitolo I. - Identificare tempestivamente ed affrontare la crisi

Raccomandazione #1.1 - *Sistemi volontari di allarme tempestivo*

Anche in assenza di obblighi previsti dalla legge o di standard riconosciuti a livello internazionale, i debitori dovrebbero adottare adeguati sistemi di allarme tempestivo per monitorare la propria attività alla ricerca di indicatori di una crisi o di "eventi di crisi". Questi dovrebbero, dunque, istruire i propri dipendenti a riconoscere tali indicatori e ad allertare tempestivamente il management.

Raccomandazione #1.2 - *Accesso a informazioni aggiornate e accurate da parte dei consulenti*

I consulenti professionali incaricati dal debitore dovrebbero avere accesso ad informazioni aggiornate e accurate ed essere incaricati di valutarle anche alla luce dei segnali di crisi, nonché di consigliare il management sulle soluzioni da adottare.

Raccomandazione #1.3 - *Valutazione della situazione finanziaria del debitore da parte delle banche*

Le istituzioni finanziarie e gli altri creditori istituzionali con accesso privilegiato alle informazioni finanziarie del debitore dovrebbero valutare queste ultime per individuare chiari indizi di una potenziale crisi. Quando ciò sia opportuno, i contratti di finanziamento dovrebbero contenere covenants finanziari che prevedano un obbligo di informazione periodica da parte del debitore così come un obbligo collegato al verificarsi di eventi specifici.

Raccomandazione #1.4 - *Dialogo sulla situazione finanziaria del debitore su iniziativa di un creditore o di un'altra part*e

Se un creditore (o un azionista) viene a conoscenza di indicatori sufficientemente forti della crisi di un debitore, dovrebbe mettersi in contatto con quest'ultimo nella prospettiva di discutere apertamente la situazione e le opzioni per affrontarla.

Raccomandazione #1.5 - *Il debitore dovrebbe affrontare la crisi in modo tempestivo*

I debitori dovrebbero affrontare la crisi in modo tempestivo valutandola adeguatamente e, a condizione che l'impresa sia ancora redditizia, intervenendo per evitare quest'ultima prestando particolare attenzione a minimizzare i rischi per i creditori nel loro insieme, ad esempio, apportando modifiche operative e/o avviando negoziati con i principali creditori, clienti, fornitori o potenziali investitori.

Capitolo II - Equità

Non vi sono Raccomandazioni all'interno del presente Capitolo. Si vedano le Indicazioni di Policy formulate più avanti.

Capitolo III - Obiettivi, contenuti e struttura del piano

Raccomandazione #3.1 - *Ristrutturazione operativa e finanziaria*

La parte che propone il piano dovrebbe valutare se, al fine di consentire al debitore di perseguire una ristrutturazione che ripristini la propria redditività, tanto le attività quanto le passività del bilancio del debitore richiedono una ristrutturazione.

Raccomandazione #3.2 - *Misure relative agli assets*

La parte che propone un piano dovrebbe valutare se siano necessarie modifiche operative, quali la cessione di assets o dell'azienda o la riduzione del costo del lavoro, al fine di offrire al debitore il contesto migliore per ripristinare la propria redditività.

Raccomandazione #3.3 - *Metodi di valutazione*

Quando è richiesta una valutazione dell'impresa, dovrebbe essere fatto ricorso ad una o più tecniche di valutazione consolidate. I parametri rilevanti dovrebbero essere scelti in modo trasparente, se possibile in contraddittorio tra gli stakeholder. Dovrebbe inoltre essere oggetto di considerazione quale soggetto debba effettuare la valutazione e, in particolare, se sia necessaria la nomina di un esperto qualora la valutazione provenga dal debitore.

Raccomandazione #3.4 - *Contenuto del piano*

Il piano e le relazioni informative devono contenere tutte le informazioni necessarie, unitamente ai relativi documenti, per consentire agli stakeholder di valutare quest'ultimo e decidere

se approvarlo o meno. Il piano dovrebbe, quantomeno, prendere in considerazione 1) il contesto della ristrutturazione, 2) le conseguenze della mancata attuazione della ristrutturazione, 3) una descrizione dell'indebitamento esistente, 4) il calendario per l'attuazione del piano, 5) le proiezioni finanziarie e un'analisi di fattibilità, 6) la valutazione e la ripartizione del valore tra le parti, 7) i prerequisiti giuridici della ristrutturazione; (8) le azioni che gli stakeholder devono intraprendere; (9) le obiezioni al piano proposto emerse nel corso delle trattative; (10) gli accantonamenti per far fronte a situazioni di emergenza; (11) il trattamento dei crediti infra-gruppo; (12) un'analisi sulla posizione degli amministratori e dell'alta dirigenza e sulla corporate governance dell'entità debitrice; (13) le questioni fiscali; (14) i costi professionali associati alla predisposizione e all'approvazione del piano; (15) la competenza giurisdizionale.

Capitolo IV - Elaborazione di piani di elevata qualità ed il ruolo dei professionisti

Raccomandazione #4.1 - *Qualificazione professionale ed esperienza dei consulenti*

È consigliabile che il debitore acquisisca rapidamente una conoscenza più completa possibile della situazione dell'impresa in crisi e del contesto generale in cui si prevede avverrà la ristrutturazione. Tale conoscenza dovrebbe orientare quest'ultimo nella scelta dei consulenti ed essere condivisa con questi il prima possibile, richiedendo ai consulenti incaricati di dichiarare per iscritto di disporre delle competenze e delle risorse necessarie.

Raccomandazione #4.2. - *Indipendenza dei consulenti*

La qualità e l'efficacia di un piano di ristrutturazione, sia in base ad una prospettiva ex ante che ex post, sono condizionate positivamente dalla capacità dei consulenti di mantenere una prospettiva distaccata ed imparziale, così da poter elaborare un piano di ristrutturazione equo, basato su valutazioni accurate e previsioni realistiche. In generale, è opportuno incaricare consulenti che non hanno prestato servizi di consulenza al debitore nel corso del normale svolgimento dell'attività d'impresa, eventualmente in aggiunta ai consulenti precedenti.

Raccomandazione #4.3 - *Verifica dei dati economici e finanziari*

I consulenti devono elaborare il piano di ristrutturazione sulla base di dati che sono stati sottoposti ad un esame approfondito da parte degli stessi consulenti o di altri professionisti appositamente assunti al fine di ristrutturare l'impresa in crisi. I dati interni, ovvero quelli risultanti da relazioni non collegate alla ristrutturazione dovrebbero essere utilizzati solo in via eccezionale, a condizione che siano ritenuti accurati e che i consulenti dichiarino espressamente di essersi basati su dati non verificati.

Raccomandazione #4.4 - *Focus sul controllo giurisdizionale*

Il piano di ristrutturazione dovrebbe essere elaborato in modo tale da facilitare il controllo giurisdizionale ex ante ed ex post. Pertanto, il piano deve essere chiaro, inequivocabile e, per quanto possibile, conciso.

Raccomandazione #4.5 - *Sintesi e descrizione delle principali azioni*

Il piano di ristrutturazione deve contenere una sintesi ed una breve descrizione delle azioni principali che devono essere adottate in base alla strategia indicata nel piano.

Raccomandazione #4.6 - *Trasparenza sulle cause della crisi*

Il piano di ristrutturazione deve individuare le cause specifiche che hanno determinato la crisi dell'impresa, al fine di (i) facilitare la valutazione da parte dei creditori circa l'adeguatezza del piano nell'affrontare tali cause e nell'impedirne la ricomparsa e (ii) consentire ai creditori di adottare una decisione informata sulla proposta.

Raccomandazione #4.7 - *Valutazione e dichiarazione della redditività dell'impresa in difficoltà*

La redditività dell'impresa in crisi deve essere accuratamente accertata dai consulenti che elaborano il piano. È opportuno che il piano contenga una valutazione positiva espressa della redditività dell'impresa, in modo tale da consentire ai creditori e, se necessario, al giudice di valutare quest'ultimo adeguatamente.

Raccomandazione #4.8 - *Elaborazione di previsioni accurate sui flussi di cassa*

Il successo di un piano di ristrutturazione può essere messo in pericolo da previsioni imprecise sui flussi di cassa che, ponendo l'impresa oggetto di salvataggio nella situazione di non essere in grado di soddisfare i crediti alla loro scadenza, spesso conducono all'apertura di una procedura d'insolvenza liquidatoria dell'impresa. Pertanto, il piano dovrebbe includere previsioni accurate sui flussi di cassa, le quali dovrebbero essere analizzate in modo esauriente nel piano di ristrutturazione, in modo da consentire una valutazione informata del piano da parte dei creditori e, se necessario, del tribunale.

Raccomandazione #4.9 - *Calendario del piano*

Il piano di ristrutturazione deve perseguire l'obiettivo di salvare l'impresa in crisi attraverso una serie di azioni e misure da attuare entro un periodo di tempo non superiore a 3-5 anni. A meno che ciò non sia giustificato da motivi specifici, un'attuazione più lunga non è consigliabile a causa della crescente probabilità di eventi imprevisti.

Raccomandazione #4.10 - *Riduzione dell'indebitamento ad un livello sostenibile*

Il piano di ristrutturazione deve illustrare il livello di indebitamento che il debitore può tollerare durante il normale svolgimento dell'attività e le modalità tramite cui raggiungerà tale livello. Particolare attenzione dovrebbe essere dedicata ai piani in cui una parte significativa del debito è semplicemente rinegoziata e rinviata ad una data futura.

Raccomandazione #4.11 - *Distinzione tra le condizioni necessarie per il successo del piano e i prerequisiti per la sua attuazione*

Il piano di ristrutturazione deve distinguere chiaramente tra eventi che, pur non essendo certi, sono considerati più probabili che non e, pertanto, non impediscono l'attuazione del piano ed eventi

che sono precondizioni del piano a tutti gli effetti e, dunque, devono verificarsi affinché il piano possa essere attuato.

Raccomandazione #4.12 - *Descrizione degli atti da attuare nell'ambito del piano*

Il piano deve descrivere dettagliatamente gli atti da compiere. Il livello di dettaglio dovrebbe essere proporzionale all'importanza dell'atto da compiere.

Raccomandazione #4.13 - *Le ipotesi e l'effetto delle loro variazioni*

Affinché i terzi possano verificare e valutare la solidità del piano, quest'ultimo deve indicare chiaramente le ipotesi e includere test che illustrino gli effetti della loro variazione.

Raccomandazione #4.14 - *Discostamento delle previsioni dalla realtà*

In presenza di un significativo scostamento tra previsioni e realtà, il piano non può essere ulteriormente attuato come originariamente previsto ed i suoi effetti protettivi non possono più trovare applicazione con riferimento agli atti compiuti successivamente. Tutti gli atti posti in essere prima dello scostamento dalle previsioni del piano non sono pregiudicati.

Raccomandazione #4.15 - *Riserve necessarie per far fronte a situazioni avverse*

Il piano deve includere riserve per far fronte a situazioni avverse, incluse strategie alternative al fine di raggiungere l'obiettivo della ristrutturazione.

Capitolo V - Negoziazione dei piani

Raccomandazione #5.1 - *Domanda di sospensione delle azioni dei creditori*

Il debitore dovrebbe richiedere una sospensione solamente in presenza di un valore da preservare, connesso alla continuazione dell'attività d'impresa. Il grado di certezza riguardo all'esistenza del presupposto di un valore insito nella continuità aziendale dovrebbe essere più elevato quando la sospensione richiesta abbia una lunga durata, qualora questa sia stata prorogata a seguito di una precedente domanda, ovvero qualora la procedura di revoca della sospensione può risultare onerosa per i creditori.

Raccomandazione #5.2 - *Proiezione dei flussi di cassa durante la sospensione*

Prima di domandare la sospensione, il debitore deve elaborare una proiezione dei flussi di cassa che indichi in dettaglio quali saranno i flussi di cassa in entrata e in uscita durante il periodo di sospensione delle azioni dei creditori. Tale proiezione deve tener conto della probabilità che i fornitori applichino condizioni commerciali più rigide (eventualmente, richiedendo al debitore di essere pagati in contanti) e, se disponibili, di finanziamenti ponte.

Raccomandazione #5.3 - *Neutralizzazione di una dannosa sospensione delle azioni dei creditori*

Se i flussi finanziari in uscita, previsti nel breve termine, sono superiori ai flussi in entrata e non sono ragionevolmente disponibili finanziamenti ponte, il debitore deve astenersi dal richiedere

una sospensione e deve ricorrere rapidamente alla migliore opzione disponibile per preservare il valore dell'impresa, sia mediante la continuazione che la liquidazione dell'impresa.

Raccomandazione #5.4 - *Sussistenza delle condizioni per il finanziamento ponte*

I finanziamenti ponte dovrebbero essere ricercati solo quando il debitore valuta, sulla base di dati affidabili e, se possibile, della consulenza di esperti, che ciò è nell'interesse dei creditori, in particolare al fine di preservare il valore dell'impresa.

Raccomandazione #5.5 - *Rapporti con i creditori durante le trattative*

Specialmente qualora il piano di ristrutturazione che il debitore intende presentare ai creditori richieda il consenso individuale di questi ultimi, il debitore dovrebbe fornire ai creditori interessati, fin dall'inizio delle trattative, informazioni adeguate e aggiornate sulla crisi e sulle sue possibili soluzioni. Dovrebbero essere fornite informazioni sulle cause della crisi, una descrizione del piano e dei suoi elementi e presupposti fondamentali, nonché informazioni finanziarie riguardanti il passato ed il futuro.

Raccomandazione #5.6 - *Consapevolezza dei vincoli normativi specificamente riguardanti le banche coinvolte nella ristrutturazione. Approccio cooperativo tra banche e debitori*

I debitori devono essere tempestivamente informarti sui rilievi che i loro istituti di credito potrebbero muovere da un punto di vista normativo, anche con riferimento alla propria strategia riguardante gli NPL ed al piano operativo che, in determinate circostanze, possono influenzare sensibilmente l'approccio di questi ultimi nella gestione della situazione.

Al fine di ottenere tale consapevolezza, il debitore dovrebbe tempestivamente rivolgersi ai propri finanziatori e condividere con questi ultimi, sulla base ad accordi di riservatezza adeguati, qualsiasi informazione rilevante in grado di influire negativamente sulla solidità della propria attività o sul valore delle garanzie e richiedere, a sua volta, di essere prontamente informato, all'inizio di qualsiasi negoziazione, in quanto possibile, sulla strategia del soggetto finanziatore riguardante gli NPL e su altri vincoli generali che potrebbero influenzare la disponibilità di quest'ultimo ad effettuare concessioni, o alcuni tipi di concessioni, in un determinato scenario di crisi.

Le banche non dovrebbero sfruttare le informazioni che ricevono dai debitori al fine di migliorare la propria posizione a danno di altri creditori, rendendo così più difficile o impossibile la ristrutturazione.

Raccomandazione #5.7 - *Valutazioni finanziarie interne compiute dalla banca aventi ad oggetto il debitore*

Le banche dovrebbero condividere con i debitori interessati (su richiesta motivata del debitore ed in quanto possibile) i risultati delle proprie valutazioni finanziarie interne, comprese analisi di settore, condotte sulla situazione del debitore o sullo status di uno specifico segmento di credito, che potrebbero favorire una migliore comprensione da parte del debitore della gravità della crisi, nonché un'identificazione ponderata dei possibili rimedi.

Raccomandazione #5.8 - *Durata minima dell'aspettativa di performance regolari nell'ambito del piano*

In occasione delle trattative per l'ottenimento di concessioni da parte delle banche, i debitori dovrebbero considerare la fattibilità delle azioni proposte, necessarie per la risoluzione della crisi, alla luce dei loro prevedibili effetti sui finanziatori in termini di classificazione delle esposizioni e di obblighi di segnalazione.

A tal fine, qualsiasi misura di ristrutturazione proposta dal debitore dovrebbe essere concepita in termini credibili e sulla base di una solida valutazione delle proprie capacità di ripristinare e mantenere la solidità finanziaria del debitore, nonchè della capacità di svolgere la propria funzione nel lungo periodo o, in ogni caso, per un orizzonte temporale di almeno tre anni.

Raccomandazione #5.9 - *Avvio anticipato delle trattative per la ristrutturazione*

Le negoziazioni dei piani di ristrutturazione dovrebbero iniziare non appena emergono i primi segnali di crisi e, se possibile, prima che le esposizioni siano classificate come deteriorate. Il piano dovrebbe essere concepito in modo tale da garantire che qualsiasi concessione sia concordata ed attuata, al più tardi, un anno prima del momento in cui si prevede che la banca raggiunga la copertura totale dell'esposizione.

Raccomandazione #5.10 - *Trattative con i lavoratori durante le negoziazioni*

Il debitore dovrebbe prestare particolare attenzione ai rapporti con i lavoratori durante le trattative sulla ristrutturazione, adottando eventualmente meccanismi di incentivazione e, in ogni caso, interfacciandosi con questi ultimi in modo trasparente, al fine di preservare o conquistare la loro fiducia.

Raccomandazione #5.11 - *Parere sul piano di ristrutturazione da parte di un professionista indipendente nominato volontariamente*

Quando un professionista indipendente è nominato volontariamente dalle parti interessate al fine di valutare la fattibilità di un piano di ristrutturazione, il suo parere dovrebbe a) esprimere in modo chiaro e conciso se il piano di ristrutturazione sia nel migliore interesse dei creditori; b) essere reso prontamente e facilmente disponibile a tutti i creditori; c) evitare qualsiasi *disclaimer* o altra espressione che abbia l'effetto di renderlo ambiguo.

Capitolo VI - Esame ed omologazione dei piani

Non vi sono Raccomandazioni all'interno del presente Capitolo. Si vedano le Indicazioni di Policy formulate più avanti.

Capitolo VII - L'Attuazione del piano ed il suo monitoraggio

Raccomandazione #7.1 - *Nomina di un CRO*

La nomina di un chief restructuring officer (CRO) incaricato dell'attuazione del piano di ristrutturazione è raccomandata per tutte le grandi imprese, mentre i costi aggiuntivi della nomina di un CRO possono superare i suoi benefici nel caso delle piccole imprese.

Raccomandazione #7.2 - *Nomina di un professionista per la realizzazione degli assets*

Quando il piano di ristrutturazione prevede la cessione di determinati assets con un valore economico rilevante, in particolare quando tali attività non risultano facilmente liquidabili, il piano dovrebbe considerare la possibilità di attribuire ai creditori il diritto di nominare un professionista incaricato di cedere gli assets nel migliore interesse dei creditori.

Raccomandazione #7.3 - *Monitoraggio in presenza di piani che coinvolgono solo i creditori consenzienti*

I piani dovrebbero prevedere un adeguato monitoraggio da parte creditori, al fine di attivare le azioni e i rimedi che il piano o la legge applicabile prevedono in caso di inadempimento.

Raccomandazione #7.4 - *Monitoraggio in presenza di piani che coinvolgono creditori non consenzienti*

Quando il piano produce effetti sui diritti dei creditori dissenzienti e la legge non prevede adeguati dispositivi di monitoraggio [cfr. Indicazione di policy #7.3], il piano dovrebbe prevedere un adeguato monitoraggio da parte di un soggetto indipendente.

Capitolo VIII - Considerazioni speciali sulle micro, piccole e medie imprese

Non vi sono Raccomandazioni all'interno del presente Capitolo. Si vedano le Indicazioni di Policy formulate più avanti.

II. INDICAZIONI DI POLICY

Capitolo I - Identificare tempestivamente ed affrontare la crisi

Indicazione di policy #1.1 - *Requisiti per l'inizio di una procedura di ristrutturazione*

Il debitore dovrebbe poter ricorrere alle procedure di ristrutturazione senza che ciò sia condizionato da alcun requisito di accesso, quale ad esempio la dimostrazione di una situazione di crisi o della probabilità di insolvenza. Tali requisiti dovrebbero essere previsti solamente in relazione a specifici strumenti e misure che incidono direttamente sui diritti degli stakeholder e (qualora ciò sia previsto) in relazione a procedimenti rimessi all'iniziativa dei creditori. In caso di domanda da parte di un numero minimo di creditori, un'autorità dovrebbe accertare se la procedura è stata iniziata abusivamente e, in caso affermativo, interromperla.

Indicazione di policy #1.2 - *Sistemi di allarme tempestivo*

La legge dovrebbe prevedere sistemi di allarme tempestivo universali, nonché obblighi per il management volti ad assicurare il monitoraggio costantemente dell'attività dell'impresa, ciò al fine di rilevare eventuali segnali di crisi. Tali disposizioni dovrebbero applicarsi - con eventuali requisiti aggiuntivi per le imprese grandi e/o pubbliche - a tutte le imprese, indipendentemente dallo status giuridico o dalle dimensioni.

Indicazione di policy #1.3 - *Obbligo di definire gli eventi di crisi*

La legge dovrebbe individuare "eventi di crisi" generali e prevedere l'obbligo per il management di definire "eventi di crisi" specifici che richiedano una segnalazione da parte dei dipendenti e dei professionisti quali, ad esempio, revisori dei conti, contabili e consulenti. Un "evento di crisi" generale di particolare importanza è rappresentato da qualsiasi inadempimento del debitore.

Indicazione di policy #1.4 - *Ruolo del management in relazione all'allarme tempestivo*

Tutti gli avvertimenti devono essere rivolti al management, che deve valutare come tutelare al meglio gli interessi dei creditori nel loro insieme e decidere, a sua discrezione, se coinvolgere altre parti (azionisti, creditori, tribunali o altre autorità). Tale discrezionalità può essere limitata dalla legge a tutela, ad esempio, del mercato o dei dipendenti, per mezzo di obblighi contrattuali o dei generali obblighi del management nei confronti degli azionisti.

Indicazione di policy #1.5 - *Consulenza accessibile dalle MPMI per prevenire ed affrontare le crisi*

Gli organismi pubblici o professionali, come le camere di commercio, dovrebbero valutare la possibilità di offrire consulenza gratuita o a prezzi sostenibili alle MPMI nella predisposizione di sistemi di allarme tempestivo, nonché nella valutazione di una situazione di crisi e per l'adozione di misure appropriate.

Indicazione di policy #1.6 - *Formazione di base in materia contabile, commerciale e finanziaria*

Gli imprenditori e i manager dovrebbero avere accesso ad una formazione di base contabile, finanziaria e commerciale e riguardo loro obblighi giuridici.

Indicazione di policy #1.7 - *Incentivi per prevenire ed affrontare le crisi*

La legge dovrebbe creare incentivi sia positivi che negativi per gli amministratori affinché salvaguardino gli interessi dei creditori e degli altri stakeholder monitorando l'attività dell'impresa, valutandone la redditività in caso di crisi ed adottando le misure necessarie (ad esempio, facendo ricorso ad una procedura di ristrutturazione o di liquidazione).

Indicazione di policy #1.8 - *Disincentivi alla cooperazione dei creditori e regimi di revocatoria eccessivamente severi*

I creditori e gli altri stakeholder non devono essere disincentivati, tanto dalla legge quanto dalla sua applicazione, dal monitorare la situazione finanziaria del debitore e dall'impegnarsi a comunicare e a negoziare con quest'ultimo riguardo alla crisi e ai modi per risolverla. Le ipotesi di revocatoria e la responsabilità dei finanziatori, in particolare, dovrebbero essere opportunamente ridotte e – fuori dai casi di insolvenza del debitore - limitati ai casi di abuso e frode.

Indicazione di policy #1.9 - *Contesto giuridico favorevole alle ristrutturazioni*

I legislatori dovrebbero adottare misure volte a creare un contesto giuridico generalmente favorevole alle ristrutturazioni, prevedendo i privilegi necessari all'esperimento di validi tentativi di ristrutturazione (sia a livello meramente contrattuale ed extragiudiziale sia nelle forme di un

procedimento di ristrutturazione) come, ad esempio, una priorità per i finanziamenti ponte e le nuove linee di credito, facilitando le cessioni d'azienda ed eliminando o riducendo gli ostacoli esistenti.

Capitolo II - Equità

Indicazione di policy #2.1 - *Il sostegno dei creditori come requisito per l'omologazione di un piano*

Un piano dovrebbe essere omologato solo se riceve il sostegno necessario da parte dei creditori i cui diritti sono pregiudicati.

Indicazione di policy #2.2 - *Avviso ai creditori*

Le parti interessate ad una ristrutturazione dovrebbero ricevere un adeguato preavviso nelle fasi del processo di predisposizione, approvazione ed omologazione del piano. Dovrebbe essere previsto un preavviso compreso tra le due e le quattro settimane, a meno che il tribunale non autorizzi un termine abbreviato o allungato.

Indicazione di policy #2.3 - *Avviso elettronico o online*

La notifica può essere eseguita in via elettronica e/o online se questa è la modalità abituale di comunicazione con il gruppo degli stakeholder.

Indicazione di policy #2.4 - *Notifica individuale*

Nei confronti di ciascun stakeholder deve essere eseguita una notifica individuale, a meno che il giudice non ritenga che tale notifica non è ragionevolmente praticabile e che sono state adottate tutte le misure ragionevoli per il compimento della notifica stessa.

Indicazione di policy #2.5 - *Informazioni adeguate da fornire agli stakeholder*

Gli stakeholder di cui si chiede il voto dovrebbero ricevere informazioni sufficienti sugli effetti del piano, sulla ripartizione dei benefici e dei costi che ne derivano con riferimento ai gruppi di stakeholder, su eventuali benefici collaterali previsti per alcuni stakeholder, nonchè sul trattamento riservato al management. Le informazioni dovrebbero essere aggiornate ed essere mantenute aggiornate.

Indicazione di policy #2.6 - *Informazioni sullo scenario che si prefigurerebbe in assenza del piano*

Il piano dovrebbe fornire informazioni sulle prospettive del debitore e sulle possibilità di recupero degli stakeholder nell'ipotesi in cui il piano non fosse approvato. A seconda delle circostanze del caso specifico, ciò può richiedere che siano fornite informazioni riguardo le conseguenze dell'apertura di una procedura liquidatoria o di altre procedure, ovvero riguardo al proseguimento dell'attività d'impresa da parte del debitore senza alcun intervento. Se il corretto termine di raffronto è rappresentato da una procedura liquidatoria, il piano dovrebbe chiarire se l'impresa del debitore sarebbe soggetta ad una vendita aggregata o ad una vendita atomistica. Quale che sia il termine di raffronto, il piano dovrebbe illustrare il motivo per cui è nell'interesse degli stakeholder approvarlo.

Indicazione di policy #2.7 - *Piani concorrenti*

Qualsiasi creditore o gruppo di creditori dovrebbe avere la possibilità di elaborare un proprio piano e di sottoporlo all'esame e al voto degli stakeholder.

Indicazione di policy #2.8 - *Classificazione degli stakeholder ai fini della votazione*

La parte che propone il piano dovrebbe anche proporre come classificare gli stakeholder ai fini del voto.

Indicazione di policy #2.9 - *Formazione delle classi: comunanza di interessi*

Gli stakeholder dovrebbero essere collocati nella stessa classe se i loro diritti sia anteriori che successivi, in caso di attuazione del piano proposto, non sono così diversi da rendere loro impossibile la consultazione con riferimento al proprio interesse comune.

Indicazione di policy #2.10 - *Formazione della classe: rilevanza dei diritti, non degli interessi privati*

Ciò che rileva ai fini della classificazione sono i diritti delle parti nei confronti del debitore. I loro interessi privati e i loro eventuali diritti nei confronti di terzi (in qualità di garanti) dovrebbero, in generale, essere irrilevanti ai fini della classificazione, anche se il giudice può tenerne conto nel valutare se il loro voto debba essere neutralizzato.

Indicazione di policy #2.11 - *Valore del diritto ai fini della votazione*

Ai creditori dovrebbe essere assicurato un diritto di voto pari al valore nominale del loro credito.

Indicazione di policy #2.12 - *Procedure di voto che non richiedono un'assemblea fisica*

La legge dovrebbe consentire il voto per delega e le assemblee virtuali per l'esercizio del voto riguardo al piano. I mezzi di comunicazione, preferibilmente digitali, utilizzati per consentire ai creditori di votare sul piano dovrebbero garantire la certezza riguardo la legittimazione dei creditori a partecipare all'assemblea virtuale.

Indicazione di policy #2.13 - *Presunzione di validità dell'assemblea degli stakeholder*

Dovrebbe sussistere una presunzione relativa che l'assemblea in cui le parti hanno votato si è svolta correttamente e che le parti hanno votato in modo valido. Il ridotto contraddittorio nel corso dell'assemblea non dovrebbe costituire un motivo per negare tale presunzione.

Indicazione di policy #2.14 - *Condizioni per l'omologazione di un piano approvato da ciascuna classe di stakeholder rilevante*

Il tribunale dovrebbe omologare un piano che è stato approvato da ciascuna classe di stakeholder su cui il piano produce effetti, qualora:

1) siano state fornite informazioni adeguate alle parti interessate, tenendo conto del loro livello di sofisticazione;

2) le maggioranze in ciascuna classe favorevole abbiano agito in buona fede nell'interesse della classe, con una presunzione relativa in favore di tale ultima circostanza;

3) non sussistano elementi che possono compromettere l'adeguatezza del piano nel contesto in cui lo stesso è stato formulato, proposto, votato o deve trovare attuazione;

4) il piano non è manifestamente non fattibile; e,

5) il piano è nel miglior interesse dei creditori dissenzienti o dei partecipanti al capitale di rischio, in quanto riserva loro quantomeno ciò che riceverebbero se il piano non fosse approvato.

Indicazione di policy #2.15 - *Condizioni imposte dal tribunale*

Il giudice dovrebbe poter imporre condizioni per l'approvazione del piano.

Indicazione di policy #2.16 - *Condizioni per l'omologazione di un piano che non è stato approvato da ciascuna categoria rilevante di stakeholder*

Il tribunale dovrebbe omologare un piano che non ha ricevuto il sostegno richiesto da parte dei membri di una o più classi di creditori o azionisti rilevanti ("cross-class cram down") qualora, in aggiunta alle condizioni di cui alla Indicazione di policy # 2.14:

1) almeno una categoria di creditori, i cui diritti siano stati lesi dal piano, abbia approvato il piano con la maggioranza richiesta; e

2) la regola della priorità relativa sia rispettata, in quanto

(i) ciascuna classe dissenziente riceverà un trattamento favorevole almeno quanto quello riservato alle altre classi dello stesso grado;

(ii) nessuna classe di grado inferiore riceverà un trattamento equivalente o migliore rispetto a quello riservato a tale classe; e

(iii) le classi di grado superiore non riceveranno più dell'intero valore economico attuale dei loro crediti.

Capitolo III - Obiettivi, contenuti e struttura del piano

Indicazione di policy #3.1 - *Portata del piano*

Un piano dovrebbe essere in grado di vincolare l'intera categoria dei finanziatori, compresi i creditori garantiti e privilegiati, le autorità fiscali ed i partecipanti capitale di rischio.

Indicazione di policy #3.2 - *Applicabilità ad un sottoinsieme di parti*

La legge dovrebbe consentire al piano di vincolare solo una parte di una determinata categoria di creditori. Ad esempio, un piano può riguardare solo i soggetti finanziatori, escludendo tutti gli altri creditori dal suo campo di applicazione, i quali pertanto non saranno vincolati da esso e, quindi, saranno intitolati a ricevere quanto loro spettante in base ai propri diritti.

Indicazione di policy #3.3 - *Cessione dell'azienda*

La legge dovrebbe consentire la cessione dell'azienda del debitore o di un suo ramo nell'ambito del processo di ristrutturazione.

Indicazione di policy #3.4 - *Cambiamenti nella forza lavoro*

La legge dovrebbe prevedere misure specifiche che consentano di ridurre l'organico del debitore nel quadro di un processo di ristrutturazione.

Indicazione di policy #3.5 - *Concessione di nuovi finanziamenti*

La legge dovrebbe prevedere la possibilità che i nuovi finanziamenti, erogati o promessi al debitore, siano concessi al di fuori dell'ordine di priorità stabilito per i crediti esistenti.

Indicazione di policy #3.6 - *Swaps debito/azioni*

La legge dovrebbe consentire al piano di ristrutturazione di effettuare una conversione del debito in capitale di rischio.

Indicazione di policy #3.7 - *Capitale di rischio privilegiato e debito convertibile*

La legge dovrebbe consentire al piano di ristrutturazione di prevedere i) diverse categorie di strumenti di capitale di rischio e ii) la possibilità per i creditori di convertire i propri crediti in capitale di rischio in una data futura, una volta che si sia verificata la condizione prevista dal piano.

Indicazione di policy #3.8 - *Non subordinazione dei finanziamenti di coloro che convertono il proprio credito in capitale di rischio*

Coloro che convertono il proprio credito a favore di capitale di rischio non dovrebbero essere soggetti alle norme che impongono la postergazione dei finanziamenti erogati dai soci.

Indicazione di policy #3.9 - *Nuovi finanziamenti*

La legge dovrebbe prevedere un'esenzione dal regime della revocatoria per i nuovi finanziamenti e prevederne la priorità rispetto ai creditori non garantiti, sotto la vigilanza del tribunale, quando un nuovo finanziamento è necessario per il successo del piano. In alcune circostanze, la legge applicabile può prevederne la priorità rispetto ai creditori garantiti esistenti, se questi ultimi acconsentono o se il tribunale è convinto che gli interessi di tali creditori sono adeguatamente tutelati. Il finanziatore dovrebbe essere esonerato da responsabilità quando il nuovo finanziamento è stato concesso in buona fede.

Indicazione di policy #3.10 - *Responsabilità degli amministratori e suoi effetti sul piano*

La legge o i tribunali non dovrebbero vietare aprioristicamente i piani che prevedono la rinuncia all'esercizio di azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori, purché siano state fornite adeguate informazioni e non vi siano state irregolarità nel processo di ottenimento del consenso da parte degli stakeholder.

Indicazione di policy #3.11 - *Imposizione fiscale nel quadro delle ristrutturazioni*

Le svalutazioni e gli altri sgravi riguardanti il debito non dovrebbero essere considerati un beneficio imponibile del debitore. I creditori dovrebbero essere autorizzati ad avvalersi di tale rinuncia come perdita deducibile.

Capitolo IV - Elaborazione di piani di elevata qualità ed il ruolo dei professionisti

Indicazione di policy #4.1 - *Qualificazione professionale ed esperienza dei consulenti*

Il quadro giuridico dovrebbe garantire che i consulenti dispongano di competenze adeguate con riferimento ai casi in cui sono chiamati a fornire una consulenza.

Indicazione di policy #4.2 - *Costi dei consulenti*

La legge dovrebbe garantire la ragionevolezza degli onorari dei consulenti, nonché che questi siano elaborati in modo tale che la remunerazione sia collegata al successo del piano. Dovrebbero essere previste eccezioni alla previsione di compensi basati sul successo per le consulenze relative all'analisi preliminare della pratica.

Capitolo V - Negoziazione dei piani

Indicazione di policy #5.1 - *Sospensione delle azioni dei creditori*

La legge dovrebbe attribuire ad un tribunale il potere, su istanza del debitore, di concedere una sospensione delle azioni dei creditori per facilitare i tentativi di ristrutturazione e le trattative. L'ordinanza iniziale di sospensione, la decisione del tribunale di non porre fine alla sospensione nonostante le istanze dei creditori e qualsiasi proroga della sospensione dovrebbero dipendere dalla valutazione riguardo la vantaggiosità della sospensione per i creditori nel loro insieme.

Indicazione di policy #5.2 - *Protezione contro la revocatoria e l'invalidità*)

La legge dovrebbe fornire una protezione contro il rischio di un'azione revocatoria e/o invalidità di transazioni ragionevoli, effettuate durante le negoziazioni e finalizzate a rendere possibili le negoziazioni aventi ad oggetto la ristrutturazione, prevedendo esenzioni o definendo, conseguentemente, i requisiti per la revocabilità e/o invalidità.

Indicazione di policy #5.3. - *Esenzione dal periodo di rimedio di un anno a seguito della concessione di misure di tolleranza da parte della banca*

Al fine di incentivare la partecipazione delle banche alla negoziazione dei piani di ristrutturazione, le disposizioni regolamentari, ovvero gli standard per l'abbandono dello status di credito deteriorato per le esposizioni creditizie, non dovrebbero trovare applicazione qualora vengano effettuate concessioni nel contesto di un piano di ristrutturazione omologato dal tribunale, nel quale un professionista indipendente, nominato dal tribunale o altrimenti designato nel quadro della

procedura, abbia confermato la solidità finanziaria del debitore a seguito dell'omologa, nonché la futura capacità del piano di garantire il rimborso puntuale ed integrale del debito (nei suoi termini originari o modificati).

Indicazione di policy #5.4 - *Effetti prudenziali collegati all'età delle esposizioni*

I requisiti di accantonamento dovrebbero essere calibrati in base al livello reale dei rischi relativi alle esposizioni, come costantemente verificati e valutati dalle banche sulla base di parametri affidabili ed oggettivi.

A seguito di eventuali concessioni di misure di tolleranza, previste nell'ambito di un piano di ristrutturazione, in base al quale è concordato il pagamento dell'importo originario o modificato, la maturazione dell'esposizione dovrebbe essere sospesa una volta concessa la misura di tolleranza e dovrebbe riprendere solo qualora l'esposizione continui ad essere deteriorata: ciò al termine di un periodo ragionevole, necessario per il conseguimento di una svolta positiva e, in ogni caso, trascorsi tre anni.

In ogni caso, l'accantonamento dovrebbe essere richiesto solo se e nella misura in cui la valutazione del rischio, effettuata in base a parametri oggettivi e affidabili, dimostri che non esistono prospettive residue di recupero entro un periodo di tempo ragionevole.

Indicazione di policy #5.5 - *Ristrutturazione limitata ai creditori finanziari*

La legge dovrebbe prevedere procedure o misure di ristrutturazione che producano effetti esclusivamente sui creditori finanziari, senza incidere sui creditori non finanziari non consenzienti.

Indicazione di policy #5.6 - *Adozione di codici di condotta da parte delle banche*

Le banche dovrebbero essere incoraggiate ad adottare codici di condotta per la promozione del coordinamento tra i soggetti finanziatori, della verifica indipendente delle informazioni e della correttezza durante le negoziazioni.

Indicazione di policy #5.7 - *Negoziati efficaci con le autorità fiscali*

Il debitore dovrebbe essere in grado di negoziare la ristrutturazione con il minor numero possibile di autorità fiscali, possibilmente una sola, e le negoziazioni dovrebbero avere come obiettivo quello di massimizzare gli interessi a lungo termine dell'insieme delle autorità fiscali. I dipendenti responsabili delle autorità fiscali dovrebbero essere in grado di decidere in modo obiettivo se la riduzione o la rinuncia di determinati crediti fiscali possa perseguire l'obiettivo summenzionato. A tal fine, i dipendenti responsabili dovrebbero essere esentati da qualsiasi responsabilità, possibilmente dopo aver ricevuto conferma della propria valutazione da parte di un professionista indipendente.

Indicazione di policy #5.8 - *Nomina di un mediatore in un procedura d'insolvenza. Obbligo di riservatezza*

Ogni volta che la legge impone o consente la nomina di un mediatore, quest'ultimo dovrebbe possedere le qualifiche e le competenze specificamente richieste per svolgere la funzione di mediatore, oltre ad essere competente in materia di ristrutturazione e insolvenza.

Al fine di agevolare la raccolta di informazioni adeguate in una fase precoce, evitando in tal modo ritardi, le parti dovrebbero poter condividere tutte le informazioni con il mediatore sulla base di un rigoroso obbligo di riservatezza. Se il mediatore ritiene che sia opportuno che determinate informazioni siano condivise tra le parti per l'avanzamento dei negoziati, deve chiedere alla parte che rivela le informazioni in questione di rinunciare alla riservatezza. Se non viene espressamente concessa tale rinuncia, il mediatore non deve in nessun caso divulgare le informazioni.

Indicazione di policy #5.9 - *Parere sul piano di ristrutturazione da parte di un professionista indipendente nominato consulente*

La legge dovrebbe prevedere che, quando un professionista indipendente viene nominato consulente al fine di valutare la fattibilità di un piano di ristrutturazione, il parere del consulente dovrebbe a) esprimere in modo conciso e chiaro se il piano di ristrutturazione è nel miglior interesse dei creditori; b) essere reso prontamente e facilmente disponibile a tutti i creditori; c) evitare qualsiasi *disclaimer* o altra espressione che abbia l'effetto di renderlo ambiguo.

Indicazione di policy #5.10 - *Esclusione dei creditori non partecipanti dal calcolo delle maggioranze richieste*

Le maggioranze richieste per l'adozione di un piano di ristrutturazione dovrebbero essere determinate senza tener conto dei creditori che, pur essendo stati regolarmente informati, non hanno votato sulla proposta di ristrutturazione.

Indicazione di policy #5.11 - *Disposizioni per l'attenuazione degli effetti negativi della regola del silenzio assenso*

Quando i creditori che si sono astenuti sono considerati consenzienti, la legge dovrebbe prevedere un esame giudiziale o amministrativo più approfondito dei piani di ristrutturazione che non sarebbero stati adottati se non fosse stata applicata la regola del silenzio assenso.

Capitolo VI - Esame ed omologazione dei piani

Indicazione di policy #6.1 - *Esame ed omologazione del piano*

L'esame e l'omologazione del piano sono sostanzialmente complementari e una buona prassi consiste nell'includerli entrambi all'interno della stessa procedura extragiudiziale regolamentata. In circostanze particolari, uno dei due può essere formalmente escluso. Mai entrambi.

Indicazione di policy #6.2 - *Esame del piano*

Anche se non risulta sempre necessario un esame professionale del piano, nella maggior parte dei casi è consigliabile. Solo quando il debitore è una micro-entità con un modello di business basico, l'esame può essere escluso *ab initio*.

La relazione può essere obbligatoria in tutti i casi o essere potenzialmente obbligatoria, su istanza del debitore o dei creditori. Sebbene entrambi i sistemi siano accettabili, quest'ultimo aggiunge un elemento di flessibilità e può essere in grado di limitare i costi della procedura.

Sebbene sia possibile più di un esame, ciò non dovrebbe essere la regola e, ancor più importante, dovrebbe essere inclusa una regola per l'allocazione dei costi delle relazioni aggiuntive a carico di coloro che ne fanno richiesta.

Il consulente dovrebbe essere un professionista esperto, adatto alla specificità del caso e indipendente dalle parti. I rapporti professionali preesistenti con i creditori non sono da considerarsi una causa automatica di esclusione dell'esperto, purché tali rapporti non impediscano al consulente di esprimere un giudizio indipendente. Deve essere effettuata una valutazione caso per caso.

La relazione deve essere completa e tenere conto, in particolare, della valutazione relativa alla redditività dell'impresa, nonché le possibilità di successo dell'attuazione della proposta.

Le relazioni devono essere oggetto di un controllo ex post.

Indicazione di policy #6.3 - *Partecipazione e approvazione del piano*

Nelle procedure formali di insolvenza, tutti i creditori devono avere la possibilità di partecipare. Ciò non vale per i procedimenti extragiudiziali, con riferimento ai quali possono essere prese in considerazione opzioni diverse.

Se una giurisdizione prevede una procedura extragiudiziale avente ad oggetto tutti i creditori, dovrebbe essere prestata particolare attenzione a creare incentivi per il suo utilizzo e ad evitare che sia riservato un trattamento peggiore rispetto a quello che le parti potrebbero ottenere in base ad un procedimento giudiziale formale.

Le procedure extragiudiziali potrebbero essere strutturate in modo tale da consentire ai debitori di scegliere quali creditori dovrebbero partecipare al procedimento. Tale possibilità potrebbe avere l'effetto di aggiunge un elemento di flessibilità al procedimento. Tuttavia, l'efficacia di tali piani è limitata e occorre prevedere norme che tutelino gli interessi dei creditori non partecipanti in caso di protezione degli accordi.

Un procedimento extragiudiziale che coinvolga solo alcuni creditori può costituire una soluzione adeguata a condizione che:

i) il campo di applicazione della procedura sia adeguatamente definito,

ii) i creditori interessati siano creditori professionali sofisticati,

iii) l'esclusione di altri creditori sia fondata su valide ragioni, si pensi - ad esempio – alla figura dei fornitori o dei creditori *non adjusting*. L'esclusione dei crediti pubblici crea *de facto* una priorità a favore di questi ultimi, compromettendo le possibilità di successo dell'accordo e ponendosi in contrasto con la best practice internazionale.

La decisione può essere adottata nel corso di una assemblea dei creditori o consentendo ai creditori di esprimere un voto per un certo periodo di tempo. Quest'ultimo metodo risulta preferibile per i casi di maggiori dimensioni. In generale, le maggioranze richieste nei procedimenti stragiudiziali non dovrebbero essere diverse da quelle previste per i procedimenti giudiziali.

Le soglie dovrebbero essere solo eccezionalmente superiori al 75%.

Indicazione di policy #6.4 - *Omologazione del piano*

Un'omologazione giudiziale o amministrativa di un piano è preferibile quando la legge protegge l'accordo da azioni revocatorie, riconosce priorità a favore dei nuovi finanziamenti, ovvero vincola i creditori dissenzienti o non partecipanti.

L'omologa può essere pronunciata da un giudice o da un organo amministrativo. La preferenza per un modello o per l'altro dipende dalle caratteristiche della giurisdizione rilevante.

L'omologazione deve verificare i) l'osservanza dei requisiti formali di legge, ii) l'adeguatezza dell'autorizzazione dei creditori richiesta per l'approvazione del piano e iii) il contenuto sostanziale del piano, compresa la sua oggettiva fattibilità.

A seguito dell'approvazione di un piano, la maggioranza dei creditori assume volontariamente un nuovo rischio. Il giudice/agenzia, pur dovendo tutelare i creditori di minoranza, deve astenersi dal valutare l'adeguatezza del rischio assunto: solo in casi *molto chiari* di non fattibilità del piano l'omologa di quest'ultimo può essere negata.

Possono esistere diversi modelli di omologazione: l'omologazione obbligatoria con controllo ex ante o ex post e, in alcuni casi, anche un'omologazione meramente potenziale.

L'omologa dovrebbe essere soggetta ad impugnazione. Il processo di decisione dell'impugnazione dovrebbe essere rapido e semplice e gli effetti del piano non dovrebbero essere - in linea di massima - sospesi, fatto salvo il ricorso a misure cautelari, ove ciò sia giustificato.

In linea di principio, l'esperimento di un'impugnazione vittoriosa, avente ad oggetto il trattamento di un singolo stakeholder nell'ambito del piano, dovrebbe produrre i propri effetti sulla sola parte interessata, non anche su altri soggetti che si trovino in una situazione simile o addirittura identica. Tuttavia, il tribunale dovrebbe avere la possibilità di annullare il piano qualora la nuova, conseguente situazione renda il piano non più fattibile, ovvero quando il sacrificio richiesto ai creditori risulta eccessivo.

Capitolo VII - L'Attuazione del piano ed il suo monitoraggio

Indicazione di policy #7.1. - *Disposizioni relative alle modifiche della composizione del consiglio di amministrazione*

La legge dovrebbe consentire di inserire nei piani di ristrutturazione disposizioni che impegnano la società a modificare, nell'ambito dell'attuazione del piano, la composizione del consiglio di amministrazione e/o dell'alta dirigenza. Tuttavia, non vi dovrebbe essere alcun obbligo giuridico di includere tale tipologia di previsioni nei piani di ristrutturazione.

Indicazione di policy #7.2 - *Nomina di un professionista per la realizzazione degli assets*

La legge dovrebbe prevedere la nomina di un professionista incaricato di attuare il piano di vendita dei beni del debitore nel migliore interesse dei creditori, quando il piano è interamente o prevalentemente basato sulla realizzazione dei beni del debitore. I creditori dovrebbero avere il diritto di scegliere il liquidatore.

Indicazione di policy #7.3 - *Monitoraggio in presenza di piani che interessano i creditori non consenzienti*

La legge dovrebbe prevedere un adeguato monitoraggio, almeno con riferimento ai piani che incidono sui diritti dei creditori dissenzienti, al fine di garantire che la mancata attuazione non passi inosservata a causa della mancanza di incentivi o di mezzi che consentano ai creditori di monitorare l'attuazione del piano.

Indicazione di policy #7.4 - *Modifica e cura del piano durante la sua attuazione*

La legge dovrebbe conferire al tribunale o ad un amministratore di procedure di insolvenza indipendente, incaricato di controllare l'attuazione del piano, l'autorità di modificare quest'ultimo e di sanare le inadempienze minori, in linea con quello che appare essere il miglior interesse dei creditori. Tale potere dovrebbe essere esercitato dal giudice o dall'amministratore di procedure di insolvenza indipendente dopo aver acquisito sufficienti informazioni dalle parti.

Indicazione di policy #7.5 - *Potere di adottare misure correttive*

La legge dovrebbe conferire al soggetto incaricato del monitoraggio/supervisore il potere di adottare misure correttive (compreso, a seconda del caso, il potere di proporre la risoluzione del piano o di presentare una domanda di accertamento dell'insolvenza del debitore), ovvero prevedere la risoluzione automatica del piano, trascorso un adeguato periodo di non esecuzione, a meno che una parte interessata non chieda una proroga.

Capitolo VIII - Considerazioni speciali sulle micro, piccole e medie imprese

Indicazione di policy #8.1 - *Regime speciale per le MPMI*

Ogni ordinamento dovrebbe prevedere un regime di risoluzione delle crisi e ed una disciplina delle situazioni di insolvenza adatto alle esigenze specifiche delle micro, piccole e medie imprese. Tale regime dovrebbe rispondere alle caratteristiche comuni delle imprese MPMI in crisi, tra cui, in particolare, (i) la scarsa conoscenza e comprensione della legge da parte degli imprenditori che gestiscono tali imprese; (ii) gli investimenti non diversificati di tali imprenditori, compresi quelli non di mercato, nella propria attività; (iii) l'avvio tardivo delle procedure di insolvenza; (iv) la scarsità di risorse dell'impresa per pagare una consulenza legale e finanziaria; (v) la scarsa tenuta dei dati contabili e la presenza di informazioni inadeguate; (vi) creditori con un interesse individuale nell'impresa insufficiente a giustificare un monitoraggio o un impegno costruttivo a favore dell'impresa, o la loro partecipazione attiva in una procedura di insolvenza; e, (vii) la preferenza dei creditori garantiti verso un'esecuzione individuale rispetto alle procedure concorsuali di insolvenza.

Indicazione di policy #8.2 - *Incentivi per i creditori finanziari*

I regimi di regolamentazione e di vigilanza applicabili ai finanziatori istituzionali dovrebbero incoraggiare questi ultimi a impegnarsi in modo costruttivo e tempestivo con le MPMI debitrici, ad effettuare analisi proporzionate e in buona fede sulla redditività dei debitori in difficoltà e, se necessario, a concludere accordi di ristrutturazione che consentano ai debitori in crisi ancora redditizi di eliminare le passività non rimborsabili, nonché che prevedano la possibilità di superare la crisi senza indebolire la "disciplina" finanziaria o generare un rischio morale.

Indicazione di policy #8.3 - *Poteri e incentivi dei creditori pubblici*

Le autorità fiscali e gli altri creditori del settore pubblico dovrebbero avere il potere e gli incentivi per partecipare in buona fede ai tentativi di ristrutturazione, quando ritengono che una MPMI in difficoltà sia redditizia.

Indicazione di policy #8.4 - *Principi guida del regime relativo alle MPMI*

Il regime speciale per le MPMI dovrebbe rispettare i seguenti principi:

(i) *autonomia delle parti* - le parti all'interno di un determinato scenario di crisi dispongono, nel loro insieme, delle migliori informazioni sulle cause del crisi, sulla redditività del debitore in crisi e sul modo migliore per affrontare quest'ultima;

(ii) *coinvolgimento istituzionale proporzionato* - il consumo di risorse e di tempo associato al coinvolgimento di tribunali ed altre istituzioni, nonché di professionisti legali e non, non è sempre giustificato nei casi riguardanti MPMI e, tale coinvolgimento, dovrebbe aver luogo se e nella misura in cui le parti di un caso particolare lo ritengano giustificato; e,

(iii) *approccio olistico* - il regime previsto per le MPMI dovrebbe affrontare in modo sistematico ed olistico le particolari esigenze delle MPMI in crisi non solo all'interno ma anche al di fuori del diritto fallimentare.

Indicazione di policy #8.5 - *Procedure di base del regime previsto per le MPMI*

Il regime speciale per le MPMI dovrebbe prevedere le seguenti procedure "di base":

(i) *Liquidazione* – La procedura dovrebbe consentire la rapida cessione dell'azienda o degli assets che la costituiscono, senza la necessità di un intervento da parte dell'autorità giudiziaria e senza inutili ostacoli procedurali, con la sola previsione di una notifica economicamente vantaggiosa a favore di tutti i creditori e degli altri stakeholder, nonché del diritto di ogni parte di invocare un controllo giudiziale, ovvero un'altra tipologia di controllo indipendente del procedimento. Il procedimento dovrebbe concludersi con l'esdebitazione dell'imprenditore, a meno che non vi siano motivi per sospettare frode, malafede, una *disclosure* inadeguata di informazioni/assets rilevanti da parte del debitore, ovvero qualora quest'ultimo non abbia collaborato con gli organi della procedura.

(ii) *Ristrutturazione* - La procedura dovrebbe essere accessibile al debitore medesimo, senza che sia necessario dimostrare una situazione d'insolvenza. Tale procedura potrebbe anche essere messa a disposizione dei creditori. L'imprenditore dovrebbe continuare, di regola, a gestire l'impresa durante l'intero processo. Dovrebbero essere messi a disposizione modelli di piani di ristrutturazione "proforma", in grado di essere adattati alle specificità del caso concreto con il minimo contributo delle parti.

Indicazione di policy #8.6 - *Moduli opzionali a disposizione delle parti*

Il regime riservato alle MPMI dovrebbe consentire all'imprenditore e/o ai creditori, in ogni scenario di crisi, di ricorrere agli strumenti chiave che ritengono necessari nel caso concreto, tra cui: (i) una moratoria delle azioni del creditore; (ii) una moratoria delle azioni del debitore; (iii) una mediazione; (iv) la nomina di un amministratore di procedure d'insolvenza; e, (v) la cessazione di una procedura di ristrutturazione iniziata da un debitore in ragione del fatto che è "destinata a fallire".

Indicazione di policy #8.7 - *Utilizzo tempestivo del regime speciale*

Il regime previsto per le MPMI dovrebbe fornire un adeguato mix di incentivi negativi e positivi ("bastoni e carote") al fine di incentivare l'imprenditore e le altre parti ad agire tempestivamente.

(i) Gli incentivi positivi comprendono, peraltro, il mantenimento del controllo dell'impresa da parte dell'imprenditore durante il procedimento, a meno che un'altra parte non ne chieda la rimozione.

(ii) Gli incentivi negativi comprendono una regola di *wrongful trading* dell'impresa in grado di rendere l'imprenditore personalmente responsabile dei debiti della MPMI se, e nella misura in cui, tali debiti non sarebbero stati contratti se l'imprenditore avesse tenuto una documentazione adeguata, avesse tenuto ragionevolmente ben informati i creditori sull'attività e sulle sue prospettive, nonchè avesse adottato tempestivamente le misure adeguate dopo essere venuto a conoscenza che la MPMI non era o non sarebbe stata in grado di adempiere le proprie obbligazioni alla loro scadenza. Tuttavia, in alcune giurisdizioni con mercati relativamente poco sviluppati, con operatori non sofisticati ed un elevato livello di informalità, l'obbligo di ricorrere ad una procedura concorsuale può risultare più appropriato di una regola di *wrongful trading*.

Indicazione di policy #8.8 - *Incentivi per l'imprenditore a comportarsi in modo competente e responsabile durante la procedura di insolvenza*

La disciplina dovrebbe consentire ad una determinata percentuale di creditori di sottrarre all'imprenditore il controllo dell'impresa durante la procedura di insolvenza, di prevalere sulle scelte dell'imprenditore con riferimento allo svolgimento della procedura, nonché di domandare che all'imprenditore non sia concesso l'esonero dalla responsabilità personale per i debiti commerciali.

Indicazione di policy #8.9 - *Risposta alla passività dei creditori*

La disciplina prevista per le MPMI dovrebbe garantire che la procedura di insolvenza non si arresti a causa della mancata partecipazione dei creditori. In particolare, dovrebbe essere previsto che i creditori regolarmente notificati (i) che non si oppongono a particolari fasi della procedura di insolvenza debbano essere considerati come se avessero rinunciato al diritto di opporsi a tali fasi ("scream or die"), e (ii) che non votano con riferimento ad un piano debbano essere considerati come favorevoli ("silenzio assenso").