Il ruolo dell'esperto valutatore in contesti di crisi d'impresa

Andrea Fontana - ODCEC Padova 11/12/2020

Le considerazioni, illustrazioni e rappresentazioni svolte nel presente documento sono esemplificative, non esaustive degli argomenti trattati e non possono ritenersi supporto sufficiente per l'adozione di scelte e/o decisioni, in quanto non devono considerarsi consulenza, ma hanno finalità esclusivamente informativa sulle pratiche correnti di tecnica finanziaria aziendale e concorsuale.

FONTANA BACCO SAVIO & PARTNERS

Il ruolo dell'esperto valutatore in contesti di crisi d'impresa
Andrea Fontana - ODCEC Padova 11/12/2020

riepilogo dei principali aspetti e questioni caratteristiche della valutazioni di azienda in contesti di crisi d'impresa:

ruolo/ruoli, concetti e funzioni nella crisi d'impresa (risorse interne, risorse esterne, risorse proprie del valutatore):

- **attestatore** (indipendente) vs/ valutatore
- organo ausiliario (**commissario giudiziale, curatore, ecc., pubblico ufficiale**) vs/ valutatore
- **perito/esperto asseveratore** (indipendente, per la falcidia concorsuale) vs/ valutatore
- periti **stimatori** vs/ valutatore
- ***advisor*** (professionisti concorsuali) vs/ valutatore
- **imprenditore** (e **gruppo** di imprese)
- **azienda**, **impresa** e interlocutori aziendali
- ***management*** (e gestione finanziaria/controllo strategico dell'impresa)
- (sindaci e/o revisori nelle società con controllo sulle gestione e/o revisione legale dei conti)
- → obbligazioni e **insolvenza** (dell'imprenditore) e **crisi** dell'impresa (valore degli ***asset*** vs/ valore dell'**indebitamento**)
- funzioni ed effetti delle (vincoli dalle) **garanzie** (soprattutto reali, date soprattutto all'intermediario creditizio)
- vincoli da **prelazioni speciali** e da **prelazioni generali** (attenzione a preferenze e collocazioni immobiliari sussidiarie)
- **valutazione legale ordinaria (aumento di capitale o *M&A*) o speciale** (indipendenza, competenza specifica, comprensione giuridica)

base informativa e metodologia (presupposti, assunzioni, metodi e criteri):

- rilevanza e (le) ambiguità del/interazioni con il **piano** di risanamento e/o concorsuale – fattibilità economica e fattibilità giuridica
- rilevanza della **proposta** di ristrutturazione dei debiti (proposta **differenziata e differente ai/tra i creditori**) – ammissibilità (incertezze giurisprudenziali)
- attendibilità (consuntiva e prospettica) dei **dati aziendali** e del sistema informativo aziendale
- cause (e tipologia) della crisi, ***action plan*** e manovra finanziaria
- **beni** funzionali e beni non (più) funzionali, **vita economica utile** (residua e integrale) dei beni strumentali
- valore di **funzionamento**
- valore di **liquidazione ordinaria**, valore di **liquidazione accelerata** e valore di **liquidazione forzata**
- → valutazione **attuale, retrospettiva e a data futura (potenziale)** rispetto alle previsioni del piano di risanamento e/o concorsuale
- → metodo (finanziario, di attualizzazione dei flussi monetari, ***DCF*** per *scenari*), calcolo ***FCFF***, **costo del capitale** (*unlevered*, WACC, ecc.)

FONTANA BACCO SAVIO & PARTNERS

Il ruolo dell'esperto valutatore in contesti di crisi d'impresa
Andrea Fontana - ODCEC Padova 11/12/2020

riepilogo dei principali aspetti e questioni caratteristiche della valutazioni di azienda in contesti di crisi d'impresa:

fonti di regolamentazione/raccomandazione tecnica:

- PIV dell'OIV (2016)
- guida operativa ai PIV della FDCEC Firenze e UGDCEC Firenze (2016)
- notizie sulla elaborazione di principi specifici da parte dell'OIV (dal 2017 al 2020)
- linee guida CNDCEC-SIDREA sulla valutazione di aziende in crisi (2016)
- principi di attestazione dei piani di risanamento (revisione in bozza) (2020)
- principi di redazione dei piani di risanamento (2017)
- linee guida CNDCEC sulla informativa/valutazione nella crisi d'impresa (2015)
- (bibliografia OIV - rivista *La valutazione delle aziende*, 2019 e 2020, sostanzialmente M. Bini e F. Buttignon)

FONTANA BACCO SAVIO & PARTNERS

situazioni (stato giuridico) e soluzioni (legali) di crisi d'impresa (per imprese non finanziarie e non grandi)**:**

(prima del c.c.i.i. …, quindi secondo la L.F.)

- concordato/accordo stragiudiziale (regolamentazione dei tavoli interbancari dal 2000) e/o rateizzazione/dilazione fiscale (nuovo art. 19 D.P.R. n. 602/'73, giusto D.L. n. 157/2020 e D.M. 6/11/2013)
- piano attestato di risanamento
- accordi di ristrutturazione dei debiti (con o senza agevolazioni concorsuali fiscali e/o previdenziali)
- trattamento concorsuale speciale dei debiti tributari (e previdenziali), ex art. 182ter L.F. (nuovissimo, giusto D.L. n. 125/2020)
- **→ concordati preventivi (in continuità, diretta o indiretta, o liquidativi, con o senza falcidia prelatizia, con o senza agevolazioni concorsuali operative, con o senza agevolazioni concorsuali finanziarie) – alea (anche) della continuità aziendale (App. Venezia 28/9/2020)**
- **→ «nuova finanza» nell'eccedenza dei *FFCF* del piano rispetto all'*EV* attuale? (App. Venezia 19/7/2019)**
- fallimento (con o senza → **esercizio provvisorio**, con o senza affitto e/o cessione dell'azienda)
- (chiusura del fallimento con concordato fallimentare)

concetti (legali) di crisi e di insolvenza (art. 2, comma 1, c.c.i.i.), da cui derivano conseguenze legali per tutti (interlocutori aziendali compresi):

*a) «**crisi**»: lo stato di difficolta' economico-finanziaria **squilibrio economico-finanziario che rende probabile l'insolvenza** del debitore, e che **per le imprese** si manifesta come **inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici** a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate;*

*b) «**insolvenza**»: lo **stato del debitore** che si manifesta **con inadempimenti od altri fatti esteriori**, i quali dimostrino che il debitore non e' piu' in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni; …*

concetto aziendale di crisi: all'incirca quello degli artt. 2467 e 2497quinquies c.c. (per la postergazione dei finanziamenti dei soci e/o infra-gruppo), cioè se risulta un ***eccessivo squilibrio nell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure una situazione finanziaria … nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento …***

Il ruolo dell'esperto valutatore in contesti di crisi d'impresa
Andrea Fontana - ODCEC Padova 11/12/2020

situazioni (stato giuridico) e soluzioni (legali) di crisi d'impresa (per imprese non finanziarie e non grandi)**:**

tanti sono i **possibili schemi di piano/proposta nei concordati preventivi** (in continuità, diretta o indiretta, o liquidativi, con o senza falcidia prelatizia, con o senza agevolazioni concorsuali operative, con o senza agevolazioni concorsuali finanziarie), con un'alea di risultato (soddisfacimento) per i creditori (anche) della continuità aziendale (App. Venezia 28/9/2020), per cui occorre chiedersi:

- il piano prevede una **continuità dell'impresa?** (diretta o indiretta, temporanea oppure oltre il termine di esecuzione della proposta)
- il piano prevede (e quando?) la **vendita (competitiva) a terzi dell'azienda?** (o tale è solo l'alternativa?)
- il piano prevede che, prima della eventuale vendita, **l'azienda viene affittata?** (temporaneamente oppure oltre il termine di esecuzione della proposta)
- la proposta prevede delle **falcidie dei crediti (concorsuali) privilegiati** (generali o speciali, tributari e/o previdenziali o altri)?
- (**miglior soddisfacimento**, dei falcidiati e/o di tutti i creditori)
- **finanza interna vs/ finanza esterna**
- (distinzione e differenze tra creditori concorsuali e creditori prededucibili e limitazioni di prededucibilità)

(discussi e controversi) concetti giurisprudenziali di funzione economica del concordato con continuità aziendale:

- App. Venezia 19/7/2019: *in ipotesi di concordato in continuità, il **maggior valore** derivante dall'attuazione del piano concordatario, **rispetto a** quello dell'attivo esistente al momento della domanda di concordato e che, si ripete, costituisce **il limite minimo di soddisfazione della garanzia dei creditori prelatizi**, costituisce un* surplus *concordatario che può essere **liberamente distribuibile** dal debitore alla stregua di quella che viene comunemente definite quale finanza esterna;*

- App. Venezia 28/9/2020: *la **percentuale di soddisfacimento** che sia stata eventualmente indicata dal debitore **non è strettamente vincolante** (salvo … specifica obbligazione intesa a garantirla …) , fungendo, tuttavia, da criterio di riferimento utile per apprezzare l'importanza dell'inadempimento;*

differenze (probabilistiche e funzionali) tra *FCFF* (e/o *TV*) attesi, medi ponderati (probabili) e *FCFF* (e/o TV) prospettati nel piano (se possibili e se migliori)

momento (diverse date di riferimento) delle valutazioni del valore dell'azienda (e/o dei canoni di affitto), anche alternative

FONTANA BACCO SAVIO & PARTNERS

soluzioni alle crisi d'impresa (evoluzione storica e prospettive di sviluppo):

alba/tramonto del c.d. concordato stragiudiziale (dagli '80 e fino al 2005)

- **opportunità** e rischi delle soluzioni non regolate:
    - **autonomia contrattuale e meritevolezza** (art. 1322 c.c. e art. 2035 c.c.)
    - **buona fede e correttezza** tra contraenti e tra creditore e debitore (artt. 1175, 1375 e 1176 c.c.)
    - **sussidiarietà orizzontale** (art. 118 Cost.)
    - bancarotta semplice e bancarotta preferenziale (cautele preventive e art. 2043 c.c.)
    - diligenza delle parti e dei mandatari (artt. 1176 e 1710 c.c.)
    - (inadeguatezza dei sistemi di *rating*)
    - (assenza di attendibili sistemi di *scoring*)
    - (inadeguatezza e incertezza dei concetti legali di insolvenza e di crisi)
    - (inadeguatezza del concordato preventivo e inadeguatezza dell'amministrazione controllata, *creditor oriented*)
    - valore del debito (soprattutto finanziario) in ottica di **nuovo investimento nell'impresa** (attenzione all'*Enterprise value* e funzione dell'*Equity value*) rispetto alla liquidazione dell'azienda (in ottica *debtor oriented*) vs/ compromissione e/o compressione della garanzia patrimoniale generica ex art. 2740 c.c. (da cui revocatorie ordinarie e fallimentari)

- **codice di comportamento ABI del 2000** (con *favor* da Banca d'Italia) per i tavoli interbancari (non inferiori a 30 mld di lire):
    - funzione informativa e consultiva delle riunioni
    - trasparenza e correttezza (e circolazione) informativa, anche negli scambi con imprenditore e relativi *advisor*
    - rispetto della *par conditio creditorum* e delle prospettive reddituali dell'impresa
    - proporzionalità della nuova finanza
    - organizzazione/ruoli/compiti, divieto di iniziative e/o di trattative separate …
    - (assenza di *IBR*, *auditing*, ecc)

- effetti del t.u.b. e del t.u.f. e della **vigilanza/prassi bancaria**, che incombe e impatto poi del nuovo concordato preventivo

soluzioni alle crisi d'impresa (evoluzione storica e prospettive di sviluppo):

la prima riforma del diritto concorsuale (dal 2005 al 2011)

- nuovi **concordato preventivo**, accordo di ristrutturazione dei debiti e **piano attestato di risanamento** (nuovi ruoli e nuove funzioni):
  - (ri-organizzazione degli organi fallimentari, nel 2006)
  - (nuova revocatoria fallimentare)
  - dall'insolvenza alla crisi
  - riforma ***debtor oriented***
  - attendibilità dei dati aziendali, fattibilità del piano/proposta e ruolo e funzioni dell'**attestatore/revisore indipendente esperto**
  - ruolo e funzioni del commissario giudiziale nel concordato preventivo
  - ruolo e funzioni del **tribunale** (nel concordato preventivo e nell'accordo di ristrutturazione del debiti)
  - (dalla meritevolezza alla) **causa concreta delle soluzioni alternative** (al fallimento), in punto di fattibilità giuridica e di fattibilità economica, nell'interesse generale del sistema economico e delle relazioni dell'imprenditore con gli interlocutori aziendali
- crisi del **diritto concorsuale** (tradizionale)
- autonomia e indipendenza della **finanza aziendale operativa (e straordinaria)**

soluzioni alle crisi d'impresa (evoluzione storica e prospettive di sviluppo):

la seconda riforma del diritto concorsuale (dal 2012 e fino al 2018)

- disciplina del **concordato preventivo con continuità aziendale**, particolari nuovi accordi di ristrutturazione interbancari e convenzioni di moratoria (art. 182septies L.F.):
  - **continuità aziendale** diretta e indiretta (art. 186bis L.F.) e sfavore della liquidazione concordataria (art. 160, u.c., L.F.)
  - confusione tra impresa e azienda
  - **finanziamenti in crisi** (funzionali, interinali ed esecutivi, ex artt. 182quater e 182quinques L.F., ecc., vs/ L. n. 108/'96 …)
  - funzione del **capitale sociale/patrimonio netto (anche) nella crisi d'impresa** (art. 182sexies L.F.), dal valore contabile fino al *fair value* …
  - evoluzione e disciplina della **transazione fiscale** (art. 182ter L.F.)
  - disciplina ed evoluzione giurisprudenziale della prededuzione
  - disciplina della competitività di offerte, proposte e vendita degli *asset* (artt. 163, 163bis e 182 L.F.)
  - evoluzione giurisprudenziale della postergazione e del (voto in) conflitto di interessi nelle parti correlate
  - riforma comunque ***debtor oriented*** e (anche) ***stakeholders oriented***, con attenzione al *turnaround*
  - disciplina ed evoluzione delle **responsabilità professionali** (art. 236bis L.F.)
  - (L. n. 3/2012 per il sovraindebitamento dei debitori non fallibili, garanti per l'impresa, piccoli imprenditori e consumatori)
- evoluzioni (e reazioni) giurisprudenziali del **diritto concorsuale**
- evoluzione/reazione della **tecnica bancaria** e **politiche creditizie (restrittive/limitate) delle banche**:
  - nuove classificazioni qualitative dei crediti concessi dalle banche (*forborne expositures*, *UTP*, ecc.)
  - nuove istruzioni di vigilanza sui crediti delle banche deteriorati e/o v/ imprenditori in procedura concorsuale (riflessi sulla/della Centrale Rischi)
  - criteri (legali) di erogazione della nuova finanza
- dipendenza della **finanza aziendale operativa (e straordinaria)**

soluzioni alle crisi d'impresa (evoluzione storica e prospettive di sviluppo):

la terza (contro)riforma del diritto concorsuale (dal 2019 e oltre)

- evoluzione (giurisprudenziale) del **concordato preventivo con continuità aziendale** (art. 186bis L.F. e della **falcidia concordataria dei debiti privilegiati** (art. 160, comma 2, L.F.)
  - evoluzione del concetto di **valore di liquidazione dei beni** aziendali
  - evoluzione del concetto di **nuova finanza** (o finanza esterna)
  - evoluzione del concetto di **abuso concorsuale** ed evoluzione del **ruolo del commissario giudiziale**
- L. n. 155/2017 e c.c.i.i. (D.Lgs. n. 14/2019), con le modifiche approvate il 18/10/2020:
  - doveri di **lealtà (e moralità) anche dei creditori** (cfr. Cass. 2020/16706)
  - (impraticabilità delle soluzioni non regolate?)
  - obblighi (e responsabilità) di **conservazione del patrimonio e degli equilibri aziendali** e/per la **prevenzione della crisi**
  - (nuovissimo) **concetto di crisi** (dalla difficoltà finanziaria, anche prospettica, allo squilibrio economico-finanziario prospettico) e di *scoring* (probabilità di insolvenza e **insolvenza prospettica**)
  - **obblighi (e responsabilità) di allerta** e *disclosure* della crisi
  - accordo di **composizione della crisi** (funzione dell'OCRI)
  - **strumenti stragiudiziali** di regolazione della crisi (accordi di risanamento)
  - **strumenti stragiudiziali con omologa** di regolazione della crisi (accordi di ristrutturazione dei debiti, anche agevolati, accordi di ristrutturazione dei debiti con efficacia estesa e convenzioni di moratoria)
  - (strumenti specifici di regolazione della crisi da sovraindebitamento, per debitori minori, con l'OCC)
  - **concordato preventivo con continuità aziendale** vs/ **concordato preventivo per la liquidazione patrimoniale**
  - liquidazione giudiziale (**fallimento**)
  - (disciplina della crisi di gruppo)
  - (critiche) riforma ***creditor oriented*** e ripensamenti dopo la pandemia (una riforma così serviva nel 2009, addirittura nel 2000)
- nuova (e/ma diversa) indipendenza e autonomia della **finanza aziendale operativa (e straordinaria)**

soluzioni alle crisi d'impresa (tecniche e prassi di finanza aziendale straordinaria):

la terza (contro)riforma del diritto concorsuale (dal 2019 e oltre)

- politiche di finanza aziendale straordinaria (e anche eccezionale), nella crisi d'impresa e nella pandemia (nell'ordine):
  - (**politiche/rivalutazioni di bilancio**, ordinarie e straordinarie, con **analisi dei *FCFF* e dei *FCFE***) – nuova ragioneria 2020
  - (**interventi sul patrimonio netto e sul capitale sociale**, ma nei limiti e opportunità/agevolazioni legali e straordinarie attuali, con patti para-sociali e/o para-concordatari e/o assunzione di debiti e/o apporto di *asset*)
  - (***pactum de non petendo***)
  - (accordo di ***standstill***)
  - **consolidamento** e/o dazione di **garanzie interne**
  - **postergazione** (di soci e/o di terzi) e/o dazione di **garanzie esterne**
  - **moratorie** (convenzionali, associative o legali) e riscadenzamenti
  - **conversioni** in capitale o strumenti partecipativi
  - (saldo e) **stralcio**
  - ***pactum de minus petendo*** e/o mandati a vendere e/o ***datio in solutum***
  - **nuova finanza** autoliquidante e/o a scadenza
  - (accompagnate da vari *covenant* sui risultati, sulla *governance*, ecc.)
  - (fin qua, per composizioni e regolazioni stragiudiziali non concorsuali)
  - (altrimenti, se non basta, si passa ad una **procedura concorsuale**, stragiudiziale o giudiziale, **ma quale? …**)
- preminenza del **diritto concorsuale** (nuovo/prossimo/anticipato, eccezionale e futuro …) e del **diritto civile, del lavoro, tributario e bancario di emergenza pandemica del 2020**
- (ma anche) nuova autonomia della **finanza aziendale operativa (e straordinaria)** e sviluppo delle tecniche di **valutazione d'azienda**, del ***risk management*** e del ***turnaround management*** (*CRO*, ecc.)

applicazioni di metodo (finanziario, di attualizzazione dei flussi monetari, *DCF* per *scenari*), calcolo *FCFF*, costo del capitale (*unlevered*, WACC, ecc.):

- presupposti, assunzioni e dati aziendali (base informativa e/in funzione del piano/proposta):

  - (facili) informazioni peritali su vita economica, ammortamento/consumo e ricostituzione dei **beni strumentali**
  - (difficili) valutazioni autonome alternative dei **beni/diritti immateriali**
  - integrazioni e disponibilità economica del **CCN** (attenzione alle **differenze inventariali** nell'affitto di azienda, che incidono sulla congruità del canone ed eventualmente sul *TV*)
  - **debiti funzionali** (al piano/proposta), commerciali, finanziari e altri ed **eventuale nuova finanza (veramente esterna)**
  - **rischi valutativi specifici** nella crisi d'impresa (tanti, eliminabili, facilmente e difficilmente, e non eliminabili)
  - peculiarità delle **vendite giudiziarie/competitive** (no VM, ma VL o VG)
  - *sensitivity* sugli scenari (**dati aziendali prospettici**) e scarsa utilità dei **dati aziendali consuntivi**

- metodiche e criteri:

  - configurazione, selezione e differenziazione del **costo del capitale** e del **tasso di sconto (*IRR*)**
  - selezione del **costo dell'indebitamento finanziario funzionale e WACC**
  - premi/sconti speciali (piccole dimensioni, uomo-chiave, carenza di liquidità, base d'asta, ecc.)
  - (un diverso valore per la **vendita in asta?**)

FONTANA
BACCO
SAVIO
& PARTNERS

per quesiti e indicazioni bibliografiche/giurisprudenziali:

- andrea.fontana@studiofontana.pd.it
- andrea.fontana@fontanabaccosavio.it