



*Dipartimento di Economia e Finanza
Cattedra di Business Crisis and Debt Restructuring*

IL CONCORDATO PREVENTIVO CON CONTINUITÀ AZIENDALE:
CASE STUDY IL GRAND HOTEL MOLINO STUCKY

RELATORE:

Chiar.mo Prof. Gaetano Casertano

CANDIDATO:

Marino Colamonico

Matr. 657111

CORRELATORE:

Chiar.mo Prof. Emilio Barone

ANNO ACCADEMICO 2015/ 2016

INDICE TESI

INTRODUZIONE	pag. 3
PRIMO CAPITOLO:	
1. Lo stato di crisi dell'impresa	pag. 5
2. Le cause della crisi e best practice	pag. 8
3. Soluzioni normative e obiettivi del diritto fallimentari	pag. 12
4. Gli accordi di ristrutturazione	pag. 14
5. Il piano attestato di risanamento	pag. 19
6. Il concordato preventivo	pag. 21
SECONDO CAPITOLO:	
1. Iter procedurale del concordato preventivo	pag. 25
2. Le classi del ceto creditorio	pag. 40
3. Il trattamento dei creditori	pag. 42
4. Concordato con riserva	pag. 45
5. Concordato con continuità aziendale	pag. 51
6. Concordato con cessione dei beni	pag. 57
7. Novità normative con il d.l. 27 Giugno 2015	pag. 62
TERZO CAPITOLO:	
1. Il "Grand Hotel Molino Stucky"	pag. 69
2. Il contratto di management	pag. 71
3. La crisi di Molino Stucky	pag. 72
4. La proposta di concordato	pag. 82
QUARTO CAPITOLO:	
1. Obiettivi dello stress test	pag. 88
2. Risultati dello stress test	pag. 94
CONCLUSIONI	pag. 106
BIBLIOGRAFIA-SITOGRAFIA	pag. 110

INTRODUZIONE

I temi della crisi d'impresa e della ristrutturazione del debito rappresentano materia di rilevante interesse ed attualità non solo riguardo l'individuazione dei fattori scatenanti una crisi, che possono pregiudicare il regolare esercizio dell'attività imprenditoriale, ma anche l'applicazione degli istituti giuridici, introdotti dal legislatore, finalizzati al risanamento dell'impresa. Tutto ciò è ragionevole attribuirlo al crescente dinamismo competitivo, alla globalizzazione dei mercati, allo sviluppo di nuove tecnologie, a cambiamenti del sistema economico globale, che hanno portato a ridefinire le cause che possono determinare il sorgere di una crisi aziendale, così come l'insieme delle soluzioni e degli interventi da poter intraprendere in vista di un suo superamento, garantendo la continuità aziendale. Allora la crisi d'impresa non può essere concepita esclusivamente come un evento negativo, patologico, da cui le aziende non possono risollevarsi, ma è possibile intravedere là dove c'è dissesto e squilibrio, anche opportunità, rinnovamento, cambiamento. Gestire l'azienda, quindi, significa gestire il cambiamento in maniera trasparente, consapevole e proattiva, in modo da cogliere opportunità in un contesto sociale ed economico in continua evoluzione. In questa direzione si pongono le riforme del diritto fallimentare, che mostrano un cambiamento di prospettiva del legislatore. Se, precedentemente, l'obiettivo della normativa delle procedure concorsuali era quello di garantire la liquidazione del patrimonio tutelando i creditori, con i recenti interventi riformatori, invece, lo scopo è quello di favorire i processi di risanamento, in modo da assicurare la continuità dell'attività imprenditoriale e la tutela di una platea di *stakeholders* più ampia. In tale contesto, stanno assumendo sempre maggior importanza gli istituti, previsti dal legislatore fallimentare, che consentono di prevenire e gestire manifestazioni di crisi aziendale, dalle sue prime fasi, fino a giungere allo stadio più grave, rappresentato dallo stato di insolvenza. Per queste ragioni, è stato ritenuto interessante approfondire, nel seguente lavoro di tesi, uno di questi istituti, il concordato preventivo, introdotto nell'ordinamento con la legge fallimentare del 1942 e oggetto, in seguito, di numerosi

interventi riformatori. Si è voluto analizzare un caso reale di procedimento di concordato con continuità aziendale, che ha riguardato il Grand Hotel Molino Stucky di Venezia. L'elaborato si articola in quattro capitoli: nel primo si è voluto discutere sul fenomeno della crisi d'azienda, partendo dalla definizione e dallo studio delle fasi, per poi soffermarsi sulle cause, che possono rappresentare un campanello d'allarme per l'imprenditore. Il capitolo prosegue con una trattazione sull'evoluzione storica della disciplina fallimentare sin dall'introduzione nell'ordinamento italiano, mettendo in rilievo gli obiettivi perseguiti dal legislatore fallimentare con ogni intervento rinnovatore. Si conclude con la presentazione delle soluzioni normative offerte, riguardo gli accordi di ristrutturazione del debito, il piano attestato e il concordato preventivo. Nel secondo capitolo si è reso utile approfondire lo strumento giuridico del concordato preventivo, facendone una trattazione di più ampio respiro. Partendo da una descrizione dell'iter procedurale previsto dalla legge, si è posta l'attenzione su quanto disposto dalla legge in materia di trattamento dei creditori, per poi continuare con un'accurata esposizione della disciplina sul concordato con riserva, il concordato con continuità e il concordato con cessione di beni. Il secondo capitolo termina con una panoramica sulle novità normative introdotte dalla legge nel 2015. Nel terzo capitolo, si è proceduto con l'analisi del caso del procedimento di concordato preventivo che ha interessato il Grand Hotel Molino Stucky di Venezia. Dopo una breve descrizione dell'azienda alberghiera e del contratto di management con Hilton International, si è continuato, tramite l'analisi di documenti societari, con lo studio delle cause della crisi aziendale che l'hanno portata, nel 2013, a presentare la domanda di concordato preventivo. Infine è stato esposto in maniera analitica il contenuto della proposta concordataria. Il quarto ed ultimo capitolo è dedicato allo *stress test* effettuato sulla fattibilità economica del piano concordatario e sulla capacità della proposta di garantire la continuità aziendale. Dopo la presentazione degli obiettivi dello studio e del set di dati scelto, si è continuato con la discussione sulle variabili significative e la struttura dello stress test. Il capitolo si è concluso con la descrizione dell'analisi e degli interessanti risultati ottenuti.

CAPITOLO PRIMO

1.1. LO STATO DI CRISI DELL'IMPRESA

La ricerca e il mantenimento dell'equilibrio economico nel lungo periodo rappresentano per un'azienda le condizioni primarie per garantire la sopravvivenza e lo sviluppo dell'unità produttiva nel tempo. Solo attraverso continue trasformazioni delle strutture, dei processi e delle combinazioni produttive, l'intero sistema aziendale può adeguarsi continuamente ai mutamenti dell'ambiente in cui è inserito ed opera. In questo contesto risulta evidente che il perseguimento degli obiettivi di conservazione della continuità dell'impresa e del suo posizionamento competitivo dipendono dalla capacità del management di assicurare il perdurante equilibrio patrimoniale, reddituale e finanziario. La rottura non sanabile di anche uno di questi equilibri può generare il manifestarsi di situazioni di crisi in grado di compromettere, nel tempo, l'autonomia patrimoniale e decisionale. Salvaguardare il "bene" azienda assume sempre più importanza, in quanto l'incapacità di creare valore comporta l'impossibilità di soddisfare i bisogni e le attese dei conferenti di capitale di rischio e di debito, dei fornitori, dell'amministrazione finanziaria e dei clienti, interessati a vario titolo all'attività di impresa. Il fenomeno della crisi aziendale, d'altronde, non costituisce un evento improvviso e repentino, ma è caratterizzato da un lento sorgere di segnali di decadenza e di squilibrio, manifestazioni concrete di perdita di redditività e di valore. Il ciclo di vita aziendale, infatti, si svolge, seppur in modo diverso da caso a caso, con un'alternanza di fasi positive e di fasi negative, quest'ultime generalmente di breve durata e di natura ciclica. L'azienda, durante le fasi positive, dovrebbe mettere in atto misure e meccanismi volti a fronteggiare futuri momenti di difficoltà, al fine di limitare gli effetti negativi. Talvolta, però, queste fasi negative possono avere carattere strutturale, i cui segnali rimangono occulti per lungo tempo e portare ad una fase di declino dell'impresa, in cui iniziano a sorgere i primi squilibri economico-finanziari e

le prime inefficienze. Si assiste ad un'erosione della capacità reddituale, ad un deterioramento dell'immagine aziendale nei mercati, oltre che ad una perdita di competitività dei prodotti e dei servizi offerti. Generalmente i flussi possono subire una sensibile diminuzione, senza necessariamente essere di segno negativo. Come è evidente, è una fase molto delicata, perché i vertici aziendali, attraverso un adeguato processo di interventi gestionali, detto *turnaround*, possono agire tempestivamente per riportare l'impresa alle condizioni di economicità e sviluppo. Errori nel progetto di risanamento o l'impossibilità di attuarlo possono aprire, invece, ad una fase di crisi dell'impresa. Tale fase, che nasce come una degenerazione dello stato di declino, si caratterizza per un'elevata instabilità aziendale, dovuta alle perdite economiche di rilevante entità, agli squilibri dei flussi finanziari e ad un effetto negativo sui rapporti contrattuali. Infatti diminuisce il potere contrattuale verso gli *stakeholders*, comportando maggiori difficoltà e costi per l'accesso al credito, oltre ad una significativa riduzione delle dilazioni di pagamento concesse dai fornitori, con un conseguente incremento del fabbisogno finanziario necessario a coprire il fabbisogno di capitale circolante. In tale contesto aumentano le probabilità per l'impresa di diventare insolvente, di non essere più in grado di adempiere ai propri impegni. Come evidente, la crisi è un processo evolutivo molto complesso, che necessita di un intervento tempestivo in grado di frenare il rapido deterioramento delle condizioni aziendali. Riprendendo il celebre approccio di Guatri¹, è possibile concepire la crisi come una sequenza di quattro stadi degenerativi, raggruppabili nelle due grandi fasi di declino e crisi, che, dai primi segnali di squilibrio economico e finanziario, portano ad uno stadio irreversibile. Il primo stadio, **l'incubazione**, si caratterizza per il sorgere dei primi segnali di decadenza e squilibrio, che però non sono manifestazione di fenomeni di disfunzionamento, infatti i risultati d'esercizio potrebbero essere ancora positivi e vi si potrebbe riscontrare assenza di erosione patrimoniale. E' importante che il management intervenga per porre rimedio alle prime forme di inefficienza. Segue lo stadio detto di **maturazione**, in cui emergono risultati economici negativi, in termini

¹ Cfr. Guatri L., "Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore", 1995

di perdite reddituali e riduzione del capitale di rischio. E' una fase che, con l'aggravarsi, può sfociare nello stato di crisi. Infatti, se i primi due stadi appartenevano alla fase di declino, subito dopo si apre la fase di crisi con lo stadio detto di **manifestazione evidente**, in cui appaiono i primi segni di disfunzionamento. Infatti l'impresa inizia a non essere più in grado di onorare i propri impegni verso i fornitori strategici e a non pagare i tributi e gli oneri sociali. Queste difficoltà impattano negativamente sull'immagine dell'azienda, comportando una riduzione del potere contrattuale e della reputazione. Sorge un problema di liquidità dovuto ad una riduzione del dilazionamento dei pagamenti e ad una difficoltà di accedere al credito. Nonostante tutto, il management ha ancora tempo per disporre di un piano adeguato di risanamento. Nell'ultimo stadio, **l'esplosione della crisi**, lo squilibrio generale dell'impresa porta effetti negativi per tutti gli *stakeholders*. Con l'intensificarsi delle perdite e l'incapacità di adempiere alle obbligazioni, se non si interviene tempestivamente sulla struttura del capitale, l'azienda cade nello stato di piena insolvenza. In verità, prima di giungere a questo epilogo, potrebbe anche essere necessario un cambiamento all'interno del management, in quanto può accadere che alcuni managers non siano in grado di comprendere ed interpretare la gravità dei fatti aziendali in maniera adeguata e tendano a sottovalutare il sorgere di segnali importanti di crisi, ritenendoli passeggeri. Come è evidente, un'attenta gestione della crisi sin dalle sue fasi iniziali assume grande rilevanza al fine di favorire le possibilità di salvataggio e di contenimento dei danni. L'imprenditore, dinanzi all'evolversi di uno stato di crisi della propria impresa, deve sin da subito porre attenzione ai primi segnali, deve saper riconoscere prontamente le cause della crisi.

1.2. LE CAUSE DELLA CRISI E BEST PRACTICE

Ora è bene soffermarsi su un'analisi delle cause che possono portare ad uno stato di crisi, facendo bene attenzione a non confonderle con i sintomi di una crisi, tipico errore di alcuni imprenditori. *“Se il soggetto chiamato a porre rimedio alle difficoltà aziendali, confondesse i sintomi con le cause, limitandosi ad intervenire sulla ricerca dell'equilibrio dei valori di bilancio senza rimuovere i fattori scatenanti la degenerazione dei valori, l'azione correttiva produrrebbe inevitabilmente effetti solo nel breve termine, determinando, nei casi più gravi, l'acutizzarsi delle difficoltà aziendali in crisi irreversibile”*.² Il passaggio da una situazione di declino a quella di crisi solo in rari casi può essere ricondotto ad una sola causa, generalmente dipende da una serie di fattori interni ed esterni, che si differenziano da un'impresa ad un'altra. Innanzitutto è possibile ricondurre le cause esterne a fattori:

- **Macroeconomici:** rischio paese, squilibri dei mercati finanziari, inadeguatezza e scarsa solidità del sistema bancario, cambiamenti sfavorevoli della legislazione di settore.
- **Movimenti culturali:** movimenti a favore della tutela ambientale e dei diritti umani, no global.
- **Eventi catastrofici:** disastri ambientali, guerre e attacchi terroristici.
- **Problematiche di settore:** calo della domanda, cambiamenti delle scelte dei consumatori di beni e servizi, cambiamenti della leadership di mercato, l'ingresso di nuovi competitors.

Per le cause interne, invece, è possibile fare una prima distinzione tra un approccio oggettivo ed uno soggettivo. Nel secondo caso si tratterebbe di cause di crisi legate al comportamento umano, quindi vanno ricercate soprattutto nell'inefficienza e inefficacia dell'operato dei vertici aziendali e del management, senza dimenticare i dipendenti dell'impresa. Per quanto riguarda l'approccio oggettivo, invece, si

² “La gestione dell'impresa in crisi. L'analisi di Dottori Commercialisti, Managers e Imprenditori”, Eutekne, pag. 19

tratterebbe di cause che non dipendono dalle azioni intraprese dai soggetti interni all'impresa. Anche in questo caso, riprendendo il modello di Guatri³, è possibile fare una distinzione più accurata in:

- **Crisi da sovrapproduzione:** cali della domanda o errori di previsione possono portare l'impresa a dotarsi in modo eccessivo della sua capacità produttiva, generando elevati costi fissi. Questo crea una rigidità strutturale della produzione che non riesce ad adeguarsi nel breve periodo ai cambiamenti della domanda. Provoca, oltre ad un calo delle vendite, un rallentamento della rotazione del magazzino ed un aumento dell'indebitamento a breve, per il fatto che si tende a massimizzare l'utilizzo delle linee di credito.
- **Crisi da decadimento dei prodotti:** errori nelle strategie di marketing riguardanti i settori e i canali distributivi, scarsa propensione all'innovazione possono portare ad una caduta del posizionamento competitivo. Una perdita di *appeal* dei prodotti e servizi provoca effetti negativi sul fatturato e sulla gestione del magazzino.
- **Crisi da inefficienze:** sorge quando nel mercato l'impresa opera a costi maggiori rispetto ai propri concorrenti. Le inefficienze possono riguardare tutte le aree e le attività dell'azienda: attività finanziaria, amministrativa, organizzativa, produttiva e commerciale. Questa crisi si riflette negativamente sugli indici di bilancio come ROE, ROI e ROS oltre che sul fatturato e sulla rotazione del magazzino.
- **Crisi da squilibrio finanziario e patrimoniale:** sorge un eccessivo *leverage*, insufficienti riserve di liquidità, assenza di correlazione temporale tra fonti e impieghi e infine per via di ritardi nelle scadenze di pagamento. Questa tipologia di crisi provoca un incremento delle perdite economiche causato dall'aumentare degli oneri finanziari. Un impatto maggiormente negativo avviene nelle imprese

³ Cfr. Guatri L. "Crisi e risanamento delle imprese", 1986

in cui vi è uno squilibrio significativo tra capitale proprio e altre forme di finanziamento.

- **Crisi da crescita eccessiva:** crescita al di là delle aspettative, frutto di errori nella programmazione strategica, che porta ad una pianificazione inadeguata e ad una dotazione di risorse non sufficienti per supportarla.

La gestione della crisi aziendale, sin dalle sue fasi iniziali, è un'attività manageriale molto complessa, non solo per la numerosità dei fattori interni ed esterni, ma anche perché alcuni di questi non sono controllabili dal management, ma dipendono dall'ambiente in cui opera l'impresa. Per tale ragione, per sopravvivere in un ambiente così dinamico e complesso è necessario sviluppare un sistema di controllo strategico che permetta di valutare le minacce e cogliere le opportunità offerte. Saper leggere le dinamiche di mercato, conoscere i propri concorrenti e i fornitori strategici, interpretare le preferenze dei consumatori sono attività di fondamentale importanza per l'impresa, al fine di individuare prontamente situazioni di declino. A queste si deve accompagnare un'adeguata attività di reporting e di periodico controllo strategico, con il fine di analizzare e valutare l'efficacia e l'efficienza delle strategie e della struttura aziendale nel suo complesso. E' bene ricordare che in questa fase è necessario curare molto la comunicazione con gli *stakeholders*, è fondamentale trasmettere ai creditori, come banche e fornitori strategici, un'immagine di una gestione salda e protesa alla ricostruzione dei rapporti, alla ridefinizione della struttura organizzativa e del management, infine alla ristrutturazione finanziaria. Dopo aver rilevato il manifestarsi di uno stato di declino o di crisi, verificate e analizzate le cause, l'impresa deve pianificare un insieme di interventi volti a rimuoverle, per mezzo di un piano di risanamento che, a seconda delle caratteristiche dei fattori scatenanti e delle condizioni aziendali, possa definire la strategia operativa da attuare. Tali strategie di intervento dipenderanno sicuramente dal *“logoramento intervenuto nel sistema aziendale, la dimensione dello sforzo necessario per conseguire una stabile ripresa, le risorse disponibili, il peso dei condizionamenti esterni ed i rischi che caratterizzano il*

recupero di competitività”.⁴ A tal riguardo sarà necessario partire da una decisione primaria tra disporre un piano volto al risanamento, con il fine di garantire la continuità dell’attività d’impresa, oppure un piano liquidatorio, con cui si dismetteranno gli *asset* aziendali, assicurando pieno soddisfacimento di tutti i portatori di interesse coinvolti nell’attività aziendale. In quest’ultimo caso, una concreta e sostenibile pianificazione necessita l’elaborazione di un piano di ristrutturazione, un piano finanziario e un piano industriale. Il primo dovrà indicare le modalità di ristrutturazione dell’impresa, da un punto di vista organizzativo e produttivo, quindi presentare informazioni riguardo la dismissione di asset aziendali, cessione di beni di proprietà e gli investimenti in termini di strategie di marketing. Il secondo documento dovrà descrivere le modalità di raccolta e gestione delle risorse finanziarie necessarie per il superamento della crisi. Il piano finanziario può prevedere ad esempio la rinuncia di parte degli interessi maturati e del capitale del debito, rinegoziazione delle scadenze e dei tassi, trasformazione di crediti in capitale o in prestiti che prevedano l’opzione di conversione in capitale. Il piano industriale, invece, dovrà mostrare un’attenta analisi e valutazione di tutte le possibili strategie aziendali, tenendo conto di diversi scenari ai fini di un’adeguata e completa pianificazione. Tale documento, oltre ad avere un alto valore come strumento di controllo delle dinamiche e sviluppi delle attività aziendali, agevola anche l’accesso a nuove forme di finanziamento e a nuovi rapporti contrattuali strategici. A seconda dello stadio di declino o di crisi, l’imprenditore potrà scegliere se trovare una soluzione tramite un accordo privato con i creditori e altri soggetti interessati, quindi per via stragiudiziale, oppure usufruire degli strumenti giuridici offerti dal legislatore, che saranno oggetto di un maggior approfondimento nei seguenti paragrafi.

⁴ Disegni G., “Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare”, G. Giappichelli, 2014, pag. 28

1.3. SOLUZIONI NORMATIVE E OBIETTIVI DEL DIRITTO FALLIMENTARE

Il concetto di “stato di crisi dell’impresa” rappresenta il fulcro intorno al quale ruota l’insieme delle soluzioni offerte dal legislatore all’interno della legge fallimentare, d.l. 16 marzo 1942 n. 267, per procedere al superamento della crisi e per la riorganizzazione aziendale. Il legislatore, però, non ne ha previsto alcuna definizione, ma l’unico riferimento a tale termine è presente nell’art. 160 l. fall., che recita: “*per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza*”. Da questa disposizione normativa sorgerebbe una grande confusione riguardo la suddetta nozione, in quanto sembrerebbe che l’insolvenza sia parte dello stato di crisi. Nell’art. 5, comma 2, la legge fallimentare riporta una definizione di stato di insolvenza: “*si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni*”. Ricondurre il termine crisi ad una temporanea difficoltà ad adempiere, però, porterebbe a commettere un errore, in quanto non si considererebbero una serie di sintomi e cause di complessivo squilibrio dell’azienda da un punto di vista economico e finanziario, che possono indurre l’impresa in uno stato di insolvenza solo con l’aggravarsi della situazione. Allora è ragionevole pensare che il legislatore, con il concetto di stato di crisi, voglia riferirsi ad una fase antecedente a quella dello stato di insolvenza, in cui l’imprenditore corre il rischio di non essere in grado, in un tempo vicino, di adempiere ai propri obblighi e impegni nei confronti di tutti i portatori di interesse, soprattutto i lavoratori, i fornitori e le banche. La difficoltà nel circoscrivere il concetto di crisi di impresa spiega le problematiche incontrate dal legislatore negli anni, nel regolare suddetto fenomeno e la necessità di dover intervenire periodicamente con modifiche normative per adeguare la disciplina a fattispecie via via più complesse. La legge fallimentare, in passato, non contemplava il caso che una grande impresa potesse entrare in uno stato di crisi e, per tale ragione, non erano previste delle misure giuridiche di salvataggio. Gli strumenti giuridici offerti

dal legislatore si individuavano nel fallimento per l'imprenditore individuale e per le piccole e medie imprese, l'amministrazione controllata e il concordato preventivo per i casi di stati di crisi reversibili e infine la procedura della liquidazione coatta amministrativa per gli imprenditori a rilievo pubblicistico. Il sorgere delle insolvenze delle grandi imprese e gli esiti negativi, che la prassi aveva fatto registrare in materia, pose in risalto i limiti della disciplina fallimentare, che non offriva adeguati strumenti volti a prevenire il manifestarsi di una crisi aziendale. Le procedure precedentemente elencate si caratterizzavano per una scarsa flessibilità e un'eccessiva durata, in questo modo impedivano una tempestiva ed efficace gestione della crisi, al sorgere dei primi segnali. Le soluzioni negoziali previste dall'ordinamento, come il concordato, non riconoscevano adeguate garanzie e tutele per le parti coinvolte nell'accordo. L'imprenditore, inoltre, non godeva di ampia autonomia del poter trovare una soluzione con i creditori, ma era vincolato al rispetto di condizioni di ammissione alla procedura legate alla situazione giuridica soggettiva del proponente e ad un controllo totale da parte del Tribunale. L'evoluzione economica e sociale dei decenni successivi all'emanazione della legge fallimentare, accompagnata dal diffondersi delle idee di *social responsibility*, per cui si esaltava la funzione sociale dell'impresa, misero in rilievo il problema di dover tutelare la prosecuzione dell'attività di impresa. Così assunse sempre maggior rilievo la necessità di dover tutelare un interesse collettivo, non più esclusivo del ceto creditorio, bisognava garantire la conservazione dell'azienda, concepita come insieme di rapporti negoziali tra diversi portatori di interesse. Fino ad allora le soluzioni offerte dal legislatore fallimentare si ponevano come obiettivo la mera liquidazione dell'azienda, ma questa prospettiva non era più coerente con le nuove necessità degli imprenditori, i quali richiedevano al legislatore nuovi strumenti per la gestione della crisi aziendale, volti a garantire la riorganizzazione e il risanamento dell'impresa. Il legislatore, con la riforma della legge fallimentare del 2005, ha introdotto nuovi strumenti giuridici, incentrati sulla valorizzazione degli accordi tra debitore e creditore, gli accordi di ristrutturazione del debito e il piano attestato di risanamento ed ha riformato per gran parte la disciplina

del concordato preventivo. Il fulcro della novella normativa è stato, da un lato, l'aver riconosciuto maggior autonomia negoziale alle parti coinvolte nella crisi, concedendo una maggiore libertà nel concordare una soluzione comune e, dall'altro, l'aver ridimensionato il controllo del Tribunale. E' bene sottolineare che il legislatore ha fatto tesoro dei limiti della precedente disciplina ed è intervenuto per agevolare l'accesso a questi istituti anche a imprese che non vertono in uno stato di insolvenza, tutelando maggiormente il debitore nella fase di redazione e presentazione del piano di risanamento, necessario per evitare il peggioramento di una situazione economica e finanziaria compromessa. Da allora sono seguiti ulteriori interventi riformatori, con i quali la legge ha favorito la prosecuzione dell'attività aziendale, con delle tutele ad hoc, e la riduzione della durata dei procedimenti. Infine, non bisogna dimenticare che il ceto creditorio, da sempre oggetto di tutele da parte del legislatore, con le modifiche normative del 2015 ha ottenuto il riconoscimento di un ruolo più attivo, potendo presentare proposte concorrenti. Nei prossimi paragrafi saranno descritti gli strumenti giuridici citati in precedenza, con una trattazione di più ampio respiro.

1.4. GLI ACCORDI DI RISTRUTTURAZIONE

Gli accordi di ristrutturazione sono uno strumento giuridico introdotto con la riforma del 2005, su ispirazione del modello statunitense del *pre-packaged bankruptcy*, con l'inserimento dell'art. 182-*bis* nell'ordinamento fallimentare, con il quale si propone una strategia alternativa all'istituto concordatario, perseguendo il risanamento dell'impresa per garantire la continuazione dell'attività imprenditoriale. Nello specifico, il legislatore ha voluto riconoscere una veste giuridica agli accordi privatistici a cui ricorrono debitori e creditori, per trovare una soluzione all'insolvenza o alla situazione di crisi, perseguendo quella stabilità e certezza giuridica necessaria affinché l'imprenditore operi con le dovute garanzie. Infatti è previsto che il testo

dell'accordo di ristrutturazione dei debiti debba essere depositato in Tribunale, accompagnato da una situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa e dall'elenco dei creditori. Tale adempimento consentirà all'imprenditore proponente da una parte di godere dei benefici previsti dalla legge, dall'altra di essere soggetto al controllo formale da parte del Tribunale. E' bene sottolineare che, in questo caso, per il requisito soggettivo e oggettivo necessario per presentare l'istanza non sussiste alcuna differenza con la disciplina concordataria. *“Gli accordi si configurano dunque come atti di autonomia privata inseriti in un procedimento giurisdizionale, suddivisi, secondo l'intervento riformatore, in due fasi distinte: una prima stragiudiziale, nel corso della quale si avviano e si concretizzano le trattative tra le parti; una seconda, giudiziale, che si svolge con il rito camerale, ossia la fase di omologazione”*⁵. Per la prima fase l'articolo precedentemente menzionato lascia ampia libertà alle parti nella scelta di obiettivi e modalità dell'accordo, non si prevedono schemi prefigurati, ma è richiesta soltanto la forma scritta. Anche sul contenuto c'è stato silenzio da parte del legislatore, il quale però ha posto come unica condizione necessaria che la proposta sia stipulata con i creditori che rappresentano almeno il sessanta per cento dei crediti. E' bene specificare che, in questo istituto, a differenza di quello concordatario, non c'è una votazione, ma un'adesione alla proposta. Inoltre, la percentuale non si calcola per teste, ma per quote, quindi è possibile che si ottenga l'assenso di numerosi creditori senza che vi sia stato raggiunto il quorum. Tale disposizione, però, non lascia gli estranei all'accordo privi di tutela, in quanto, secondo la legge, la proposta deve assicurare che il debitore sia in grado di onorare tempestivamente e per intero gli altri creditori, non nella stessa misura prevista per gli aderenti e questo sarà oggetto di attestazione da parte dell'esperto nella relazione. Devono essere indicate le modalità di pagamento, come si intende reperire le risorse e quali garanzie eventualmente si è in grado di fornire. Nonostante ciò, il testo normativo dispone un vincolo per i termini di adempimento, prevedendo che il pagamento debba avvenire *“entro centoventi giorni dall'omologazione, in caso di crediti già scaduti a quella data”* e *“entro centoventi*

⁵ Ibidem pag. 221

giorni dalla scadenza, in caso di crediti non ancora scaduti alla data dell'omologazione". In deroga all'obbligo di immediato soddisfacimento dei creditori, il legislatore ha riconosciuto una moratoria limitata per il debitore, di quattro mesi, in cui ha la possibilità di autofinanziarsi tramite i flussi derivanti dalla prosecuzione dell'attività aziendale. Con l'accordo, l'imprenditore e il ceto creditorio aderente scelgono la modalità di esecuzione della ristrutturazione della posizione debitoria con il fine di recuperare la continuità gestionale dell'attività d'impresa, prevedendo lo stato di insolvenza o rimuovendolo se già in atto. *"In sostanza con la ristrutturazione non si cerca di superare soltanto lo stato di crisi in cui versa l'azienda, ma si dà corso ad un'attività di vera e propria riorganizzazione complessiva di tutti i rapporti contrattuali dell'impresa"*.⁶ La ristrutturazione coinvolgerà l'intera esposizione debitoria attraverso uno o più accordi dal diverso contenuto negoziale, che possono prevedere una dilazione dei pagamenti, la rinuncia totale o parziale degli interessi o parte del capitale e, inoltre, possono anche favorire l'ingresso dei creditori nella compagine azionaria, attraverso l'emissione di titoli azionari oppure soltanto proporre l'emissione di nuovi titoli di debito. E' possibile concordare per una semplice riduzione del tasso di interesse o una conversione di crediti in capitale, solo in casi eccezionali interventi sul piano industriale e finanziario. A differenza dell'istituto concordatario, la legge, lasciando ancora una volta grande autonomia alle parti, non prevede l'osservanza del principio della *par condicio creditorum*, per cui l'accordo può contemplare un trattamento migliore per alcuni creditori chirografari, ad esempio quelli strategici, ai fini della prosecuzione dell'attività di impresa, a discapito di certi privilegiati. Come dispone il secondo comma, l'accordo raggiunto tra le parti, in forma scritta, deve essere pubblicato nel registro delle imprese e, dalla data della pubblicazione, diventa produttivo di effetti. Il terzo comma, invece, riporta gli effetti che decorrono con l'adempimento. Come nel concordato, si applica l'art. 168 l. fall., primo comma, per cui, da tale data, per i successivi sessanta giorni, i creditori non possono *"iniziare o proseguire azioni cautelari o esecutive sul patrimonio del debitore,*

⁶ Ibidem pag. 223

né acquisire titoli di prelazione se non concordati". Nel secondo comma sono previste anche la sospensione delle prescrizioni, che sarebbero state interrotte dagli atti esecutivi e l'inoperatività delle decadenze. Il legislatore ha escluso invece l'applicazione del terzo comma, riguardante l'inefficacia delle ipoteche iscritte nei novanta giorni precedenti alla data di pubblicazione della domanda. Con la riforma del 2012 *"è stato introdotto un modo assai più semplice e rapido di ottenere in via automatica la sospensione di cui trattasi: ricorrere temporaneamente al diverso strumento del concordato preventivo, nelle forme della domanda c.d. con riserva (art. 161, sesto comma), per poi tornare all'accordo di ristrutturazione depositando la domanda di omologazione ai sensi del primo comma dell'art. 182 bis, con conservazione sino al decreto di omologazione, precisa la norma sulla domanda di concordato, degli effetti prodotti dal ricorso, a cominciare per l'appunto dal divieto di azioni esecutive e cautelari"*⁷. L'estensione dell'applicazione della disciplina del concordato in bianco anche agli accordi di ristrutturazione permette al debitore non solo una maggiore tutela dalle iniziative dei creditori durante una fase critica di definizione della proposta e redazione del piano, ma anche una maggiore libertà di poter proporre, in un secondo momento, una soluzione alternativa, qualora si ritenga che continuare con il procedimento concordatario possa compromettere il superamento dello stato di crisi. Il passaggio, inoltre, può avvenire anche in senso inverso, infatti l'imprenditore, in pendenza delle trattative e prima della formalizzazione dell'accordo, può chiedere al Tribunale il provvedimento inibitorio, adempiendo alla procedura disposta dall'articolo 182-bis e, decorso il termine fissato dal tribunale, può depositare un accordo di ristrutturazione dei debiti o una domanda di concordato preventivo, conservando gli effetti del primo ricorso. Tale procedimento, che permette l'anticipazione della protezione per il debitore, denominata *automatic stay*, richiede il deposito della *"documentazione di cui all'articolo 161, primo e secondo comma lettere a), b), c) e d) e una proposta di accordo corredata da una dichiarazione dell'imprenditore, avente valore di autocertificazione, attestante che sulla proposta*

⁷ Ambrosini S., "Gli accordi di ristrutturazione dei debiti dopo la riforma del 2012", Il Fallimento, 10/2012, pag. 1143

sono in corso trattative con i creditori che rappresentano almeno il sessanta per cento dei crediti” accompagnata, in aggiunta, dall’attestazione del professionista. Il tribunale, dopo aver valutato la completezza della documentazione e fissata l’udienza entro il termine di trenta giorni, effettua un controllo sostanziale sulla sussistenza dei requisiti necessari per pervenire all’accordo tra le parti e al regolare pagamento dei creditori estranei, senza esprimersi circa le scelte di merito e di convenienza, con cui si intende effettuare il risanamento dell’impresa in crisi. Nel corso dell’udienza viene disposto il divieto a favore del creditore con decreto motivato e si fissa il termine per proseguire con uno dei due procedimenti alternativi precedentemente menzionati. La seconda fase, riguardante l’omologazione dell’accordo, si discosta nettamente dal procedimento concordatario, infatti, *“il debitore non chiede dunque al tribunale di emettere un provvedimento di apertura della procedura e non vi è alcuna udienza di comparizione in Camera di Consiglio per decidere sull’ammissione alla procedura, come non vi è del resto la presenza di un organo, in veste di Commissario giudiziale, incaricato di redigere un parere motivato”*.⁸ L’imprenditore proponente si limita a presentare il ricorso in Tribunale, per richiedere l’omologazione dell’accordo già stipulato con la parte del ceto creditorio aderente, insieme alla documentazione indicata nell’art. 161 l. fall.. E’ bene ricordare l’importante ruolo del professionista, designato dal debitore, che deve redigere una relazione, da allegare agli altri documenti, che attesti l’attuabilità dell’accordo, la veridicità dei dati aziendali e l’idoneità ad assicurare adeguato trattamento in termini di regolare pagamento per i creditori non aderenti. Nei trenta giorni successivi alla data di pubblicazione del ricorso, i creditori e ogni altro interessato hanno la facoltà di esaminare la documentazione depositata, al fine di valutare se proporre o meno opposizione. Il Tribunale, *“decise le opposizioni”*, con decreto motivato procede all’omologazione in Camera di Consiglio ed entro quindici giorni dalla pubblicazione il decreto potrà essere reclamato innanzi alla Corte d’appello. E’ bene menzionare, infine, che, per quanto riguarda la prevedibilità dei finanziamenti richiesti dal debitore, in fase di esecuzione del piano e per la fase

⁸ Disegni G., “Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare”, G. Giappichelli, 2014, pag. 261

antecedente, il legislatore non ha previsto differenze, infatti si applica la stessa disciplina prevista per l'istituto concordatario ai sensi dell' art. 182-*quarter* e 182-*quinquies* l. fall.; mentre, con la riforma del 2015, ha introdotto una nuova e specifica norma riguardante i finanziamenti con banche e intermediari finanziari nell'art. 182-*septies*.

1.5. PIANO ATTESTATO DI RISANAMENTO

Il piano attestato di risanamento è uno strumento giuridico introdotto con la riforma del 2005, contestualmente all'istituto degli accordi di ristrutturazione disciplinati dall'art. 182-*bis*. Il legislatore così ha voluto ampliare il ventaglio delle possibili soluzioni della crisi d'impresa, alternative al fallimento. Tale istituto non gode di una propria regolamentazione da parte della legge fallimentare, ma è apparso nell'ordinamento per via di una modifica dell'art. 67 l. fall., che, nell'elenco delle esenzioni dall'azione revocatoria, ha previsto la possibilità di redigere un piano attestato, per consentire il risanamento dell'impresa in crisi. Infatti, come riporta il suddetto articolo, *“non sono soggetti all'azione revocatoria gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse su beni del debitore purchè posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria”*. Il testo normativo mette in evidenza un primo requisito necessario per far sì che il debitore possa beneficiare dell'esenzione: questo è da individuarsi nell'idoneità del piano a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria e ad assicurare il riequilibrio della situazione finanziaria. Tale condizione implica che il piano debba essere redatto obbligatoriamente con il presupposto della continuità aziendale, cioè con il fine di salvaguardare la prosecuzione dell'attività imprenditoriale. Non sembrerebbe da escludersi allora la possibilità di prevedere un piano che persegua tale scopo, anche

ammettendo la liquidazione di alcuni beni dell'imprenditore in crisi. L'articolo, di fatto, detta le regole, senza occuparsi dei profili sostanziali, negoziali o contrattuali, esaltando la connotazione prettamente privatistica di tale istituto. La grande autonomia lasciata al debitore nel definire il contenuto del piano può far intendere anche che “*non sia neppure necessario la presenza di un accordo con i creditori, potendo comportare, in alternativa, un accordo con terzi estranei, ad esempio nuovi investitori che sottoscrivano un aumento di capitale o acquistino cespiti dell'impresa in crisi, oppure un progetto unilaterale, che comporti il conferimento di nuovi beni nell'impresa o l'erogazione di finanziamenti da parte di soci alla società in crisi*”⁹. Il secondo requisito emerge da due modifiche fatte al medesimo articolo dal legislatore con il d.lgs. 12 settembre 2007, n.169 e il d.l. 22 giugno 2012, n. 83, per cui è necessario che il piano sia oggetto di attestazione da parte di un professionista indipendente, individuato dal debitore, in possesso dei requisiti previsti dalla legge, indicati nello stesso articolo, il quale “*deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano*”. La necessaria verifica dei dati aziendali da parte dell'esperto, strumento di tutela a favore di tutti i diretti interessati al contenuto del piano, rappresenta un elemento rilevante, che accomuna l'istituto in questione con il concordato e gli accordi di ristrutturazione. E' evidente che la legge, con i due requisiti sostanziali, ha posto esclusiva attenzione all'attestazione del piano, in quanto “*l'esenzione da revocatoria costituisce l'unico momento di rilevanza esterna del piano e di controllo giudiziale del medesimo*”.¹⁰ In tale prospettiva, le successive novità normative introdotte con le riforme, che hanno interessato gli altri istituti, rendendoli più “appetibili”, trascurando di fatto quello in questione, hanno ribadito la scarsa attenzione data dal legislatore. Tale trattamento, da una parte trova giustificazione, perché il piano attestato è scelto dall'imprenditore in crisi che intenzionalmente non desidera avvalersi di procedimenti che coinvolgano il Tribunale, per un risparmio di costi e una riduzione dei tempi di esecuzione o perché confidente nella capacità di trovare una soluzione con i creditori in piena autonomia; dall'altra parte, però, emerge

⁹ Ibidem pag. 201

¹⁰ Ibidem pag. 201

un *modus operandi* poco ragionevole e comprensibile, a causa di una regolamentazione non esaustiva e idonea a superare le criticità derivanti dal libero esercizio dell'autonomia privata. Quindi la legge riconosce libertà al debitore, non solo di esporsi alle possibili azioni revocatorie con l'inosservanza dell'articolo in questione, ma anche di rinunciare agli indubbi vantaggi accordati all'imprenditore in crisi, con l'istituto concordatario e gli accordi di ristrutturazione. Infatti, a differenza di questi ultimi, il debitore, che sceglie il piano attestato per il risanamento dell'impresa, non gode ad esempio della moratoria di sessanta giorni per le azioni cautelari, della prededucibilità dei crediti o della possibilità di ottenere l'autorizzazione a contrarre finanziamenti e ad effettuare pagamenti in continuità aziendale. Invero, il legislatore, nel 2012, con una modifica del testo unico delle imposte sui redditi in materia di sopravvenienze attive, ha riconosciuto un beneficio fiscale in capo al debitore che decide di pubblicare il piano attestato nel Registro delle Imprese. La pubblicazione, in questo caso, è condizione necessaria per ottenere tale agevolazione, mentre è facoltativa ai fini dell'esenzione da azione revocatoria.

1.6. IL CONCORDATO PREVENTIVO

Il concordato preventivo, sin dalla sua introduzione nell'ordinamento italiano, con la legge fallimentare del 1942, è stato considerato come una procedura alternativa al fallimento, che garantisce la conservazione dell'impresa e la prosecuzione dell'attività economica. Questo istituto, negli anni, ha subito importanti interventi riformatori che hanno modificato la disciplina, con il fine di favorire l'accesso a tale strumento giuridico da parte del debitore e di lasciare maggiore libertà nel trovare una soluzione allo stato di crisi con tutte le parti interessate. E' bene soffermarsi con alcune considerazioni sul concordato, così come emerge dalla legge del 1942. Il legislatore

aveva costituito tale istituto perchè consentisse al debitore “onesto e sfortunato” di evitare “l’inesorabile distruzione della sua impresa”, tramite un accordo con i creditori. Tale accordo, però, a differenza degli accordi stragiudiziali, era a completa soggezione dell’autorità giudiziaria, in quanto si formava all’interno di un procedimento giudiziale. Il tribunale, infatti, oltre a definire le regole del procedimento, effettuava un radicale controllo sul contenuto e sulla convenienza della proposta. Il legislatore aveva posto attenzione, sin da subito, sulla necessità di garantire la parità di trattamento tra i creditori e aveva introdotto un requisito di meritevolezza, fondamentale per accedere alla procedura concordataria. *“Il concordato preventivo assumeva natura premiale nei confronti di chi si era comportato secondo correttezza e, di conseguenza, non poteva essere accordato al debitore che non l’avesse meritato”*¹¹. Tale requisito, inoltre, era così significativo nel giudizio di omologazione, che assumeva maggiore rilievo rispetto al consenso dei creditori sulla convenienza della proposta. In aggiunta, l’omologazione poteva essere negata al debitore, qualora, anche in presenza dell’approvazione da parte della maggioranza del ceto creditorio, il Tribunale avesse ritenuto non conveniente la proposta. Come è evidente, l’istituto poneva grandi limitazioni all’autonomia negoziale delle parti coinvolte nel procedimento, con il fine di tutelare i creditori più deboli, sprovvisti di adeguati strumenti per la valutazione della convenienza della soluzione concordataria. La legge fallimentare del 1942 disponeva due forme di concordato: una cosiddetta per garanzia e una per cessione dei beni. La prima, sostituita successivamente con la disciplina riguardante il concordato con continuità, prevedeva che la proposta dovesse promuovere la conservazione dell’azienda e il soddisfacimento dei creditori dovesse avvenire attraverso le garanzie promesse per far fronte alle obbligazioni concordatarie. Per quanto riguarda la seconda forma, invece, aveva natura liquidatoria e prevedeva che il debitore dovesse adempiere agli impegni derivanti dall’accordo con la totalità del suo patrimonio e integralmente. Come sarà trattato nel secondo capitolo di questo elaborato, con gli interventi riformatori successivi, il legislatore renderà tale tipologia più aperta a nuove soluzioni e meno vincolato alla sua

¹¹Trentini C., “I concordati preventivi”, Giuffrè, 2014, pag. 3

forma classica. Dopo un silenzio di anni, con la riforma del 2005, avvenuta con la legge 14 maggio 2005 n. 80, sono state introdotte numerose modifiche che hanno portato ad un rinnovamento radicale della disciplina. L'intento del legislatore è stato quello di rendere l'istituto meno legato alla sua originaria forma pubblicistica, accentuandone il contenuto contrattuale e privatistico. In tale prospettiva ha affievolito il controllo da parte del Tribunale sulla procedura, concedendo maggiore autonomia al debitore di definire il contenuto della proposta e ai creditori di poter scegliere l'alternativa più conveniente. Il concordato non è più l'esito premiale della crisi d'impresa, ma diventa la soluzione negoziale tra le parti. La riforma ha favorito l'accesso del debitore a tale istituto, prevedendo delle condizioni di ammissione indipendenti dalle condizioni economiche e finanziarie del proponente, non ponendo limiti alle modalità di formulazione della proposta e riconoscendo la possibilità di derogare il principio della parità di trattamento. Si è avviato un processo di "degiurisdizionalizzazione" del concordato mediante la limitazione dei poteri del Giudice, in quale ha assunto più una veste di garante della regolarità formale del procedimento e della tutela del ceto creditorio, perdendo ogni autorità decisionale riguardo la convenienza e la meritevolezza. Tale processo è stato agevolato dall'affidamento di alcune responsabilità in capo al Commissario Giuridico e al professionista attestatore. La legge inoltre, *"ha portato la normativa fallimentare verso confini aziendalisti e finanziari, manifestando un chiaro intendimento di agevolare il recupero delle imprese in crisi con strumenti protettivi anche estranei ad un programma di risanamento"*¹². Infatti, con il d.l. 31 maggio 2010, sono state ampliate le fonti di finanziamento per l'esecuzione del procedimento concordatario ed è stata rinnovata la disciplina dei crediti prededucibili. Il legislatore, con la riforma del 2012, tramite la legge n. 134 del 7 agosto 2012, non è intervenuto con un sostanziale rinnovamento come fatto in precedenza, ma ha perseguito due importanti finalità: da una parte ridurre i tempi del procedimento e agevolare il ricorso all'istituto, con l'introduzione della disciplina del concordato in bianco, dall'altra prevedendo una serie di misure volte a favorire la

¹²Lo Cascio G., "Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi", Giuffrè, 2015, pag. 63

prosecuzione dell'attività di impresa, in uno specifico complesso di norme, che inquadra il concordato con continuità aziendale. Le modifiche normative apportate mediante il d.l. 21 giugno 2013 n. 98, hanno riguardato, invece, la completezza della domanda di ammissione e la previsione di maggiori obblighi informativi, oltre ad un maggior controllo sulla condotta del debitore. Con l'ultimo intervento riformatorio del 2015, attuato con il decreto legge n. 83/2015 del 27 Giugno 2015, il legislatore ha riconosciuto ancora più spazio all'autonomia privata e ha aperto l'istituto a logiche concorrenziali, introducendo la possibilità per i creditori di presentare proposte di concordato concorrenti. Nel secondo capitolo si procederà ad una trattazione dell'istituto concordatario di più ampio respiro, nel quale saranno approfonditi tutti gli elementi di rinnovamento della disciplina, soltanto accennati in questo paragrafo, che negli anni hanno portato al complesso normativo vigente.

CAPITOLO SECONDO

2.1. ITER PROCEDURALE DEL CONCORDATO PREVENTIVO

Requisiti soggettivi

I soggetti legittimati a chiedere il concordato, così come prevede la disciplina fallimentare, sono gli imprenditori che esercitano un'attività commerciale, esclusi gli enti pubblici e i piccoli imprenditori. L'art. 1, d.lgs. 12 settembre 2007, ha introdotto criteri quantitativi per l'individuazione di questi soggetti. Infatti sono legittimati coloro che dimostrano di non superare euro trecentomila di attivo patrimoniale annuo ed euro duecentomila di ricavi lordi annui negli ultimi tre esercizi, oltre che euro cinquecentomila di debiti anche non scaduti. Il legislatore di fatto ha precluso l'accesso al procedimento agli imprenditori che, mediante la presentazione di un piano liberatorio delle passività e con la ripresa dell'attività d'impresa, avrebbero potuto agevolmente superare il proprio indebitamento. La normativa vigente prevede che i soggetti legittimati, per essere ammessi al concordato, devono soltanto trovarsi in uno stato di crisi, intendendosi con questo anche lo stato di insolvenza. Con la riforma della disciplina fallimentare introdotta con la legge n.51 del 23 febbraio del 2006, sono stati eliminati una serie di requisiti soggettivi e di meritevolezza previsti originariamente dall'art.161 l.fall., con la finalità di agevolare il recupero dell'impresa in crisi nell'interesse dell'intera collettività. Nonostante le espressioni di “stato di insolvenza”, di “crisi” e di “temporanea difficoltà” siano presenti nell'ordinamento e siano state adoperate dalla nostra legislazione in maniera non univoca, *“la novella legislativa e la successiva interpretazione, non ne hanno identificato il significato, ma hanno soltanto chiarito che il concordato preventivo può essere disposto sia in presenza dell'uno, sia dell'altra situazione”*¹³. Questo ha reso incerta la concreta applicazione della nuova

¹³ Lo Cascio G., “Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi”, Giuffrè, 2015, pag. 156

legge. La dottrina, però, dopo aver dibattuto riguardo il significato del termine “crisi”, è convenuta su alcuni concetti che, descrivendo lo stato economico dell’impresa, possono delimitarne le fattispecie. Sicuramente si tratta di una situazione di più ampia complessità rispetto al semplice stato di insolvenza, che l’art. 5 l. fall. definisce come incapacità di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni. Ma include anche casi di difficoltà temporanea ad adempiere ad obbligazioni, senza generare problemi di liquidità e casi prossimi all’incapienza, superabili con operazioni di ristrutturazione del debito e riorganizzazione aziendale. E’ ragionevole pensare che, considerato l’istituto concordatario come mezzo alternativo o di prevenzione rispetto al fallimento, con il termine crisi si voglia considerare *“le situazioni in cui l’insolvenza è attuale o concretamente prevedibile in mancanza del rimedio concordatario”*.¹⁴ Da escludersi quindi le situazioni di mera perdita di capacità reddituale, per cui dovrebbe essere precluso il ricorso a tale strumento giuridico. Riprendendo quanto esposto precedentemente, la disciplina all’interno dell’art. 160 l. fall., ha disposto come unico requisito che l’imprenditore commerciale fallibile verta in uno stato di crisi, precisando che tale è anche lo stato di insolvenza. E’ necessario precisare che l’ammissione al concordato include le società di persone e di capitali, con esclusione per le società di fatto e i gruppi di società. Per quest’ultimo caso il legislatore ha previsto una disciplina ad hoc, definendo il c.d. concordato di gruppo, basato su una proposta unitaria da parte delle diverse società richiedenti, in vista di una soluzione allo stato di crisi con una prospettiva omogenea di gruppo, sempre nel rispetto del principio dell’autonomia e della distinta personalità giuridica delle singole società. Sono escluse anche le società semplici, le associazioni non riconosciute, i consorzi per il coordinamento della produzione e degli scambi, con eccezione per quelle costituite con le forme delle società commerciali od organizzate ad impresa. Infine recentemente è cresciuta l’attenzione sulla disciplina riguardante l’esenzione per le società in mano pubblica, per cui il dibattito tra Cassazione e Giurisprudenza non sembra del tutto sopito.

¹⁴ Disegni G., “Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare”, G. Giappichelli, 2014, pag. 41

La competenza del tribunale

Ai sensi dell'art.161, l. fall. la domanda di concordato va presentata “ *al tribunale del luogo in cui l'impresa ha la propria sede principale; il trasferimento della stessa intervenuto nell'anno antecedente al deposito del ricorso non rileva ai fini dell'individuazione della competenza*”. La norma, come è evidente, al fine di prevenire il tentativo del debitore insolvente di sfuggire ad una giurisdizione da ritenersi sfavorevole, nell'individuare la sede del Tribunale di competenza, considera la sede reale dell'impresa e non quella statutaria. In tal modo si pone in continuità con quanto disposto all'interno della legge del 1942, che “*ha valorizzato il principio dell'effettività della sede rispetto a quello, puramente formale, della sede legale*”¹⁵, ritenendo necessario guardare la realtà dei fatti e non solo quanto contenuto nel registro delle imprese. Il trasferimento incide sulla competenza solo al decorrere di un anno dal deposito del ricorso. Nel caso di trasferimento della sede effettiva all'estero, all'interno dell'Unione Europea prevale, sulle diverse disposizioni nazionali, il criterio del centro d'interesse principale dell'impresa, *Center of main interest*, come disposto dall'art. 3, reg. UE n. 1346/2000. Il concetto di “principalità” individua la sede nel luogo in cui sono adottate le decisioni “strategiche” riguardati l'attività di impresa, quindi il centro dell'attività amministrativa e direttiva e non la sede degli stabilimenti e delle fabbriche. Nell'istituto concordatario, inoltre, non si applica la regola, disposta per la procedura fallimentare, secondo la quale il tribunale che si dichiara incompetente può trasmettere gli atti ad un altro tribunale ritenuto competente. Ne consegue che la domanda di concordato può essere respinta dal tribunale che non si ritenga competente.

La domanda

Il procedimento di ammissione al concordato preventivo ha inizio con la presentazione di una domanda di ammissione, “*proposta con ricorso, sottoscritto dal debitore, al*

¹⁵ Vassalli F., “Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali”, G. Giappichelli, 2014 , vol.4, pag. 48

tribunale del luogo in cui l'impresa ha la propria sede principale". L'art. 161 l. fall. mette in evidenza la natura processuale dell'istituto concordatario, che ha come atto introduttivo un'istanza formale presentata e sottoscritta dal debitore, precludendo alcuna iniziativa da parte di creditori e di terzi. E' bene precisare che la domanda, trattandosi di un ricorso, deve essere presentata individualmente dall'imprenditore, nel rispetto dei requisiti soggettivi e della disciplina del concordato di gruppo. Per le società, secondo l'art.161 e 152 l.fall., la domanda deve essere sottoscritta dal rappresentante e, salva diversa disposizione dell'atto costitutivo, deve essere approvata dai *soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale*, nelle società di persone, mentre *con delibera degli amministratori, risultante da verbale redatto da notaio e iscritto nel registro delle imprese*, per le società di capitali e per quelle cooperative. Il legislatore non ha chiesto all'imprenditore di indicare nella domanda le cause dello stato di crisi, ma semplicemente di fornire una documentazione che permetta di accertare la consistenza patrimoniale dell'impresa e la realizzabilità del piano concordatario, con il fine di valutare le reali prospettive di superamento della crisi. Il comma 2, art. 161 presenta i documenti che devono essere depositati unitamente alla domanda. In primis è necessario allegare una relazione aggiornata sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa. Emerge la necessità primaria di informare i destinatari della proposta riguardo all'effettiva dimensione della crisi dell'imprenditore, utilizzando dati riferiti ad una data il più possibile prossima a quella della presentazione del ricorso, per evitare variazioni significative. E' necessario presentare anche uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione. Ciò permette di definire un quadro completo dei beni dell'imprenditore, sui quali i creditori possono fare affidamento e, da un punto di vista quantitativo e qualitativo, la compagine creditoria. Ai fini di una maggior tutela di questi ultimi, si allega alla domanda l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali sui beni di proprietà o in possesso del debitore: un'ulteriore documentazione che agevola la valutazione del grado di rischio di sottrazione di un bene dalla disponibilità dell'imprenditore che ha

chiesto il concordato. Infine, a garanzia del ceto creditorio, nel caso di società di persone, deve essere consegnato un documento che indichi il valore dei beni e i creditori, considerando gli eventuali soci illimitatamente responsabili. Il legislatore in questo modo ha concesso un aggiuntivo mezzo per valutare la convenienza della soluzione concordataria rispetto a quella fallimentare, giacchè, in quest'ultimo caso, il fallimento si estenderebbe anche ai soci illimitatamente responsabili, come previsto dall' art. 147 l. fall. Dopo il ricorso, il tribunale di competenza si riserva la facoltà di ammettere al concordato il richiedente, dichiarando aperta la procedura oppure negandola, dichiarando l'atto come non ammissibile; nel primo caso, dopo l'approvazione della proposta concordataria dalla maggioranza dei creditori, il procedimento si concluderà con il decreto di omologazione.

La proposta

Come detto in precedenza, l'istituto concordatario si caratterizza per la sua natura procedurale, perché si tratta di un procedimento che inizia con la presentazione di un'istanza al tribunale e si conclude con l'omologazione dell'accordo raggiunto. In realtà, nella disciplina del concordato soprattutto *“dopo la riforma del 2005 si esalta la sua natura negoziale”*¹⁶. Infatti l'istituto presenta un contenuto negoziale che si desume dal riferimento alla *“proposta”* del debitore, che, come disposto dall'art 1326 del codice civile, rappresenta un chiaro elemento prenegoziale del contratto. Il concordato contiene una proposta rivolta ai creditori, con la quale il debitore suggerisce una possibile soluzione allo stato di crisi. Come dispone l'art 160 e 161 l. fall. la presenza della proposta è *“presupposto per l'ammissione”* e deve essere formulata *“sulla base di un piano”*, contenente *“ la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta”*. Tale documento dovrà essere consegnato unitamente alla domanda giudiziale di ammissione e insieme rappresentano il contenuto del concordato *“per la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei*

¹⁶ Trentini C., *“I concordati preventivi”*, Giuffrè, 2014, pag. 67

crediti attraverso qualsiasi forma.” L’art. 160 l. fall. come è evidente, in coerenza con le diverse modalità con cui l’ordinamento permette l’estinzione delle obbligazioni diverse dall’adempimento, non delimita le modalità di soddisfacimento del ceto creditorio, non chiarendo, in aggiunta, il concetto di ristrutturazione dei debiti. E’ ragionevole pensare che equivalga ad una variazione quantitativa e ad una modificazione delle scadenze delle posizioni obbligatorie. Il legislatore, quindi, non vuole circoscrivere il ventaglio di possibili soluzioni della crisi, lasciando ampia libertà anche nella redazione della proposta concordataria. Prima della riforma del 2005 il debitore era vincolato a scegliere tra la proposta di un concordato con garanzia o un concordato con cessione dei beni. La precedente versione dell’art 160 disponeva che il debitore potesse offrire *“serie di garanzie reali o personali di pagare almeno il quaranta per cento dell’ammontare dei crediti chirografari”* o *“la cessione di tutti i suoi beni esistenti”*. Nella vigente normativa invece, lo stesso articolo prevede, in via esemplificativa, un elenco di possibili soluzioni a scelta del debitore: *“cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l’attribuzione ai creditori di azioni, quote o altri strumenti finanziari e titoli di debito; l’attribuzione delle attività ad un assuntore.”* Questo ampio spettro di operazioni permette di strutturare differenti tipologie di piani concordatari, che possono essere incentrati sulla semplice liquidazione, destinando il ricavato per il pagamento dei debiti o su una forma più complessa che preveda la cessione di rami d’azienda in più fasi e magari in forme diverse dalla compravendita. Potrebbe prevedere alternativamente una ristrutturazione finanziaria del debito senza modificare significativamente l’organizzazione operativa aziendale e, in casi più eccezionali, la ristrutturazione dell’intera azienda. E’ chiaro che, dinanzi alla grande flessibilità e complessità degli strumenti, il legislatore ha posto qualche vincolo in virtù della natura negoziale dell’istituto. Infatti, in riferimento all’art. 1346 c.c., la proposta deve avere come tutti i contratti e gli atti giuridici *“un contenuto determinabile”*. Si ritiene che debbano essere indicati almeno *“i valori minimi e i tempi del soddisfacimento per i creditori”*¹⁷, informazioni non sempre di

¹⁷ Disegni G., “Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare”, G. Giappichelli, 2014, pag. 72

facile determinazione, ma necessarie per agevolare il consenso informato del ceto creditorio. Se nel primo caso potrebbero esserci difficoltà nella determinazione dei valori monetari, ad esempio per soluzioni offerte diverse dal denaro, nel secondo caso è necessario che sia espresso un arco temporale approssimativo, che permetta ai creditori di valutare i rischi e i tempi dell'attuazione del piano. Nella precedente disciplina del 1942, la modifica della proposta era possibile, purchè comportasse maggiori vantaggi per i creditori in termini di un aumento della percentuale offerta e l'apporto di ulteriori garanzie. La novella normativa del 2005 ha concesso la possibilità di modificare la domanda anche in senso peggiorativo, però dall'inizio delle operazioni di voto, come disposto dall'art. 175 l. fall. Per quanto riguarda la possibilità da parte del debitore di revocare la proposta, la nuova disciplina non prevede automaticamente la dichiarazione di fallimento, ma si può aprire una fase istruttoria di accertamento sullo stato di insolvenza dell'imprenditore su richiesta del pubblico ministero informato dal tribunale. Parte della giurisprudenza ritiene che sia possibile presentare la revoca fino all'inizio delle operazioni di voto, di contro, secondo altri, fino alla chiusura. La proposta con il piano deve presentare in allegato una relazione che attesti la fattibilità e la veridicità dei dati aziendali. La redazione spetta ad un professionista, che, osservando l'art. 161 l. fall., è designato dal debitore e deve possedere determinati requisiti di professionalità e indipendenza. In questo modo si cerca di ridurre la mole di lavoro degli accertamenti giudiziari, favorendo la collaborazione con soggetti privati preposti a verificare l'efficienza delle soluzioni della crisi, a garanzia del ceto creditorio.

L'ammissione della domanda

La domanda di concordato, completa di tutti gli elementi previsti dalla legge, è soggetta a valutazione da parte del Tribunale di competenza, il quale si riserva di ammetterla o meno al voto dei creditori, come dispone l'art 162 l. fall., aprendo la procedura oppure no. La verifica giudiziale assume una veste prettamente formale, in

quanto si fonda sulla valutazione della sussistenza dei requisiti soggettivi e oggettivi dell'ammissione, la completezza e chiarezza della documentazione, la corretta formazione delle classi in presenza della suddivisione dei creditori, la regolarità del ricorso. Emerge che non vi è alcun giudizio in merito al contenuto della proposta o del piano. Ciò si ritiene dovuto alla presenza dell'attestatore, il quale, con la relazione, si esprime riguardo alla veridicità dei dati e alla fattibilità del piano. Successivamente alla riforma del 2005, si è acceso il dibattito sui contenuti e limiti del controllo giudiziale. Una minoranza degli interpreti ritiene che il controllo debba riguardare l'aspetto di legalità formale, quindi la regolarità della documentazione, altri invece l'aspetto di legalità sostanziale, cioè la verifica se l'attestazione e i documenti sono effettivamente in grado di garantire una decisione informata da parte dei creditori. Una terza tesi, presentata dalla Giurisprudenza, propone che sia il Giudice ad effettuare il controllo sulla fattibilità del piano, valutando la relazione dell'attestatore che di fatto assumerebbe un ruolo di supporto tecnico. La Cassazione, a sezioni unite, è intervenuta nel 2013 ponendo ordine in materia con importanti precisazioni. La pronuncia ha introdotto una distinzione tra fattibilità economica, consistente in una valutazione circa *"le possibilità di realizzazione della proposta nei termini prospettati"*¹⁸, e fattibilità giuridica, un'analisi circa *"l'idoneità della proposta a perseguire la sua causa concreta, la soluzione della crisi del debitore"*.¹⁹ La prima è stata lasciata ad esclusiva pertinenza dei creditori, in quanto diretti interessati alle effettive probabilità di successo del piano, mentre la seconda è riservata al tribunale. Per quanto riguarda la veridicità dei dati aziendali, l'altro aspetto della relazione dell'attestatore, il principio della fattibilità legittimerebbe il controllo da parte del giudice, anche se si ritiene che tale compito sia già esercitato nelle successive fasi di revoca od omologa da parte del Commissario giudiziale. E' bene ora soffermarci sulla fase successiva al controllo da parte del Tribunale. Se l'esito è negativo, per cui la domanda non rispetta i presupposti previsti dalla legge, il Tribunale, sentito il debitore, dichiara inammissibile la proposta di concordato attraverso un decreto non soggetto a reclamo. I creditori o il pubblico

¹⁸ Ibidem pag. 111

¹⁹ Ibidem pag. 111

ministero, ai sensi dell'art. 162 l. fall., hanno la facoltà di presentare istanza di fallimento, che apre una fase di accertamento riguardo lo stato di insolvenza del debitore, il quale rischia di essere dichiarato fallito. D'altra parte, se l'esito è positivo, si apre la procedura di concordato e, sempre con decreto non soggetto a reclamo, nel rispetto dell'art 163 l. fall., il Tribunale:

1. *“delega un giudice alla procedura;*
2. *ordina la convocazione dei creditori non oltre trenta giorni dalla data del provvedimento e stabilisce il termine per la comunicazione di questo ai creditori;*
3. *nomina il commissario giudiziale osservate le disposizioni degli articoli 28 e 29 ;*
4. *stabilisce il termine non superiore a quindici giorni entro il quale il ricorrente deve depositare nella cancelleria del tribunale la somma pari al 50 per cento delle spese che si presumono necessarie per l'intera procedura, ovvero la diversa minor somma, non inferiore al 20 per cento di tali spese, che sia determinata dal giudice. Su proposta del commissario giudiziale, il giudice delegato può disporre che le somme riscosse vengano investite secondo quanto previsto dall'articolo 34, primo comma.”*

Dopo aver osservato l'iter procedurale per la pubblicazione del decreto disciplinato dall'art. 166 l. fall., il Commissario giudiziale interviene nella fase precedente la votazione del ceto creditorio, svolgendo un ruolo molto importante perchè:

1. consulta le scritture contabili depositate e l'elenco dei creditori e debitori e, in presenza di errori o/e omissioni, apporta le necessarie modifiche;
2. invia ai creditori presenti nell'elenco un avviso contenente il decreto di ammissione, la proposta concordataria e la convocazione all'adunanza per la votazione ;
3. redige *“l'inventario del patrimonio del debitore e una relazione particolareggiata sulle cause del dissesto, sulla condotta del debitore e sulla proposta concordataria”* secondo quanto disposto nell'art. 172 l. fall.

Dal testo normativo emerge la sua funzione di controllore e garante della veridicità e completezza delle informazioni, attraverso le quali i creditori saranno chiamati a esprimere un giudizio sul concordato. A tutela di questi ultimi, il legislatore, riconosciuto al Commissario la qualifica di pubblico ufficiale, ha dato non solo facoltà di poter indurre il Tribunale a rivedere il giudizio di ammissione al concordato, ma anche quella di poter riferire la scoperta di atti fraudolenti, che possono legittimare il Giudice ad aprire un procedimento per la revoca dell'ammissione al concordato, come dispone l'art 173 l. fall.. La legge, a riguardo, ha previsto cinque casi che possono provocare la revoca del concordato. La prima categoria è rappresentata da atti di frode che hanno riflesso sulla domanda di ammissione. Come recita l'art. 173 l. fall. sono atti in cui *“ il debitore ha occultato o dissimulato parte dell'attivo, dolosamente omesso di denunciare uno o più crediti, esposto passività inesistenti o commesso altri atti di frode.”* E' palese il tentativo del debitore di compromettere la veridicità delle informazioni, con la chiara intenzione di voler ingannare i creditori sulla convenienza del piano. La seconda categoria, invece, comprende, secondo l'art. 167 l. fall., atti *“diretti a frodare le ragioni dei creditori”* questa volta *“durante la procedura”* e *“atti non autorizzati”*. Si tratterebbero di un insieme di comportamenti successivi all'inizio della procedura, con cui il debitore, nel continuare a gestire il proprio patrimonio, con consapevolezza voglia arrecare un danno al ceto creditorio, impedendone o limitandone il soddisfacimento in base al contenuto del piano. La revoca può essere disposta indipendentemente dall'agire del debitore, qualora ai sensi dell'art. 173 l. fall., risulti che *“ mancano le condizioni prescritte per l'ammissibilità del concordato.”* In questo caso il cambiamento delle condizioni induce il tribunale a dover effettuare una ulteriore verifica esclusivamente sulla fattibilità giuridica, medesima a quella che ha portato all'apertura del procedimento. Come detto in precedenza, il Commissario ha la facoltà di dare avviso ai creditori del sopraggiungere di mutamenti nelle condizioni di fattibilità del piano e, come dispone l'art 179, questi possono *“costituirsi nel giudizio di omologazione”* con il fine di modificare il voto. Quarta ipotesi di revoca è definita nel caso di omesso deposito per le spese di procedura prevista dal Tribunale nel

decreto: tale provvedimento in realtà può essere anche evitato, se viene posto rimedio anche tardivamente. Nella disciplina riguardante il concordato con continuità aziendale, che verrà trattato in seguito, è prevista la quinta e ultima causa di revoca: in caso di cessazione dell'attività di impresa o qualora l'esercizio possa risultare *“manifestamente dannoso per i creditori”*. Anche in questa fattispecie la legge concede al debitore la possibilità di far decadere la ragione della revoca modificando la proposta di concordato. E' bene precisare che, qualora ci fosse la dichiarazione di fallimento successiva alla revoca, il debitore non sarebbe privo di tutela, ma avrebbe la facoltà di impugnare quest'ultima davanti al Giudice, come dispone l'art 18 l. fall. Prima di procedere con la trattazione della disciplina riguardante la fase di omologazione, è doveroso soffermarsi su un tema abbastanza complesso, che ha acceso il dibattito tra la giurisprudenza, soprattutto dopo l'introduzione di novità normative con la riforma del 2005: si tratta del coordinamento delle istanze di fallimento. In precedenza, tutte le richieste di fallimento presentate dopo che la domanda di concordato fosse stata accolta, erano dichiarate improcedibili. Il Tribunale di competenza si pronunciava approvando una e escludendo l'altra e viceversa, a seconda dello stato di crisi dell'imprenditore. Nella normativa vigente, invece, l'ammissione al concordato estesa anche al debitore insolvente, il cui stato economico può essere reversibile o irreversibile, ha reso di maggior complessità la ricerca di una soluzione che possa tutelare entrambe le parti, debitore e creditore. Infatti, se in presenza di insolvenza si desse prevalenza alla procedura concordataria, dichiarando improcedibili le istanze di fallimento, si rischierebbe di limitare il diritto del ceto creditorio a esercitare l'iniziativa concorsuale. Per questo, dopo un lungo dibattito, la Giurisprudenza è stata concorde nel proporre di cercare un bilanciamento, richiedendo che si eviti un'affrettata apertura al procedimento fallimentare, che precluderebbe il recupero dell'attività imprenditoriale piuttosto che del procedimento concordatario, che potrebbe favorire solo una stretta cerchia di creditori. La Cassazione, a sezione unite, è intervenuta per porre ordine in materia, disponendo che, durante l'esame di una proposta di ammissione al concordato preventivo, le istanze di fallimento non devono

essere dichiarate improcedibili, ha invece considerato più idonea l'attuazione di *“una sorta di sospensione delle istanze, o una trattazione congiunta”*.²⁰

Il voto nel concordato preventivo

Prima della fase di omologazione del concordato preventivo, i creditori sono chiamati a esprimere il loro giudizio riguardo la convenienza della proposta concordataria tramite un procedimento di votazione, con il quale approveranno o meno la soluzione allo stato di crisi proposta dal debitore. Il concordato, a differenza della procedura fallimentare, non presenta una fase di accertamento dei crediti concorsuali, ma il Commissario giudiziale effettua soltanto una verifica sulla legittimità al voto ed il calcolo delle maggioranze necessarie per l'approvazione. In materia il d.l. m. 83/2012 convertito con modd. nella legge 134/2012 ha introdotto novità normative sul regolamento di voto e maggiori tutele per un consenso informato. E' doveroso menzionarne quella probabilmente più importante: il legislatore ha voluto dare maggiore responsabilità al creditore ammesso al voto, il quale, se dissenziente, non può più astenersi dal voto, ma deve necessariamente esprimere la sua volontà contraria alla proposta concordataria, facendo decadere così la regola del silenzio-assenso. Per quanto riguarda la procedura della votazione, l'approvazione del concordato necessita di una delibera della maggioranza non più numerica degli ammessi, ma una maggioranza assoluta dei crediti, per cui il creditore con una esposizione maggiore assume un maggior peso. Non bisogna dimenticare che tale procedimento sarà influenzato dall'eventuale presenza di classi di creditori, definite dal debitore, che *“possono orientare le votazioni verso risultati che rispondono ad interessi omogenei”*.²¹ In quest'ultimo caso l'approvazione sarà raggiunta se la maggioranza sarà ottenuta nel maggior numero di classi. Sono ammessi alla votazione tutti i creditori chirografari, purchè ne siano titolari prima dell'inizio della procedura, mentre l'art 177

²⁰ Lo Cascio G., *“Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi”*, Giuffrè, 2015, pag. 228

²¹ *Ibidem* pag. 559

l. fall. specifica gli esclusi al voto. Per *“I creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, ancorché la garanzia sia contestata, dei quali la proposta di concordato prevede l'integrale pagamento”* non è previsto tale diritto eccetto il caso in cui *“rinunciano in tutto od in parte al diritto di prelazione,”* e inoltre *“per la parte del credito non coperta dalla garanzia sono equiparati ai creditori chirografari”*. Tale trattamento è previsto per i creditori che godono di un diritto di prelazione per cui la proposta concordataria prevede un soddisfacimento non integrale. Il legislatore, per garantire la trasparenza nelle votazioni ed evitare che il debitore possa influenzare indirettamente il consenso dei creditori, ha precluso l'ammissibilità al coniuge, ai suoi parenti e affini fino al quarto grado, estendendolo anche ai *“cessionari o aggiudicatari dei loro crediti da meno di un anno prima della proposta di concordato”*. Il giudice delegato presiede l'adunanza dei creditori, i quali potranno farsi rappresentare da un mandatario speciale con procura e, come dispone l'art. 175 l. fall., *“illustra la sua relazione e le proposte definitive del debitore”*. Come detto in precedenza, i creditori sono chiamati a esprimere il loro voto favorevole o contrario, i quali saranno annotati nel processo verbale e, in caso di non esercizio del voto, i creditori, come dispone l'art. 178 l. fall., se dissenzienti, devono, entro 20 giorni dalla chiusura del verbale, darne avviso, caso contrario saranno considerati come consenzienti.

L'omologazione del concordato

Conclusasi con esito positivo la fase di votazione da parte del ceto creditorio e i successivi adempimenti, si apre la fase riguardante il giudizio di omologazione, a cui la legge ha dedicato una scarna disposizione normativa presente nell'art. 180 l. fall. Da tale testo emerge la natura camerale del procedimento, in quanto il collegio, ricevuta notizia del raggiungimento delle maggioranze dal giudice delegato, *“fissa un'udienza in camera di consiglio per la comparizione delle parti e del commissario giuridico”*. Successivamente dovrà pubblicare il provvedimento nel rispetto dell'art. 17, mentre spetterà al debitore notificarlo ai soggetti indicati dall'articolo, in quanto interessato

all'omologazione del proprio concordato²². In tal modo si acconsentirà alle parti informate di proporre opposizione. E' bene sottolineare infatti che il procedimento ha anche natura contenziosa, la disciplina sembra essere differente nel caso in cui siano presentate opposizioni, dal caso in cui non si riscontrino contestazioni all'omologazione. Nella prima fattispecie, entro dieci giorni dall'udienza le parti interessate a impugnare il decreto devono costituirsi. In capo al debitore vi è un obbligo a costituirsi posto dalla legge e inoltre deve essere rappresentato da un avvocato, mentre per il commissario è riconosciuto non necessario, esiste solo un dovere prettamente formale. Quest'ultimo invece dovrà depositare il “*proprio motivato parere*”, sempre nello stesso termine, con cui si esprimerà riguardo la sussistenza o meno dei presupposti per l'omologazione del concordato. Gli altri soggetti legittimati e menzionati dal legislatore sono i creditori dissenzienti, ossia coloro che in fase di votazione hanno espresso voto contrario, con esclusione degli astenuti e dei non ammessi. Tale facoltà però è espressamente estesa anche a “*qualunque interessato*” a opporsi in virtù di un possibile pregiudizio concreto derivante da un trattamento peggiore rispetto alle alternative concretamente applicabili²³. In merito ai motivi di opposizione essi possono riguardare la legittimità formale del procedimento, il rispetto dei requisiti di ammissibilità della domanda di omologazione, la convenienza del soddisfacimento del ceto creditorio. E' bene soffermarsi su quest'ultimo elemento, perchè in materia la revisione della legge fallimentare del 2012 ha introdotto modifiche a seconda che la proposta concordataria sia priva o no di suddivisione dei creditori. In quest'ultimo caso, è legittimato a proporre opposizione solo il creditore appartenente ad una classe dissenziente, che rappresenti almeno il 20% dei creditori ammessi al voto. Solo nel rispetto di queste condizioni si apre la fase “*cram down*”, di verifica comparata sulla convenienza tra la proposta concordataria e quella fallimentare. Negli altri casi, invece, non è ammesso contestare la convenienza della proposta concordataria. L'iter procedurale continua poi con il tribunale che procede all'assunzione dei mezzi istruttori richiesti dalle parti o da ufficio e di fatto apre il

²² Disegni G., “Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare”, G. Giappichelli, 2014, pag. 177

²³ Trentini C., “I concordati preventivi”, Giuffrè, 2014, pag. 460

contenzioso che verrà deciso con decreto collegiale. Nella seconda fattispecie invece, l'assenza di opposizione legittima il Tribunale, dopo aver verificato la regolarità della procedura e l'esito della votazione, a procedere all'omologazione del concordato, come riporta l'art. 180 l. fall., con decreto motivato non soggetto a gravame. In presenza di rigetto del decreto della richiesta di omologazione, non si apre automaticamente una procedura fallimentare ai danni del debitore, ma sarà necessario un diverso procedimento.

Risoluzione e annullamento del concordato

Le fattispecie che causano la risoluzione del concordato omologato sono regolate da un solo testo normativo contenuto nell'art. 186 l. fall. e da due rimandi agli art. 136 e 137. La risoluzione sorge da atti con i quali il debitore si manifesta inadempiente agli obblighi derivanti dal concordato, arrecando pregiudizio ai danni del creditore. Dalla lettura del testo dell'art. 186 emerge che sia necessario, però, che si riscontri una certa gravità, quindi non siano atti *“di scarsa importanza”*. La legge specifica inoltre che l'inadempimento deriverebbe non solo dalla totale violazione di ordini, ma anche dall'esecuzione non regolare delle obbligazioni concordatarie. Tutti i creditori che desiderano chiedere la risoluzione, hanno la facoltà di presentare istanza in tribunale entro un anno *“dalla scadenza del termine fissato per l'ultimo adempimento previsto dal concordato”*. Il legislatore, in questo modo, non ha riconosciuto tale potere al Commissario o a terzi. La disciplina riguardante le ipotesi di annullamento non presenta una norma ad hoc, ma solo un rinvio a quanto disposto dall'art. 138 l. fall. in tema di concordato fallimentare, a causa della scarsa rilevanza pratica. Questi sorgono in presenza di atti dolosi commessi dal debitore con il fine di falsare il voto con il quale i creditori esprimono un giudizio favorevole o meno sulla convenienza del piano concordatario. Come dispone il suddetto articolo, il creditore o il curatore ha la facoltà di annullare il concordato omologato se si scopre che è stato *“dolosamente esagerato il passivo, ovvero sottratta o dissimulata una parte rilevante dell'attivo.”* Si

tratterebbe, in entrambi i casi, di un rilevante danno causato ai creditori, tramite l'indicazione di debiti inesistenti o di valore superiore rispetto a quelli esistenti e l'occultamento di beni e diritti dell'attivo di proprietà del debitore o l'utilizzo di terzi per ometterne l'indicazione. Per quanto riguarda la procedura, il ricorso deve essere presentato non oltre sei mesi dalla data in cui si è scoperto il dolo, nonché entro due anni dalla *“scadenza del termine fissato per l'ultimo adempimento previsto dal concordato”*, in questo modo si manifesta un *favor* per la stabilità dei rapporti giuridici.

2.2. LE CLASSI DEL CETO CREDITORIO

L'istituto della suddivisione del ceto creditorio in classi, di derivazione giuridica nordamericana, ha fatto la sua prima comparsa nel nostro ordinamento con la c.d. *“legge Parmalat”*, legge 5 luglio 2004 n.166. Nell'art. 4 disponeva, in presenza di concordato, la possibilità di suddividere in classi i creditori, in base alla posizione giuridica e agli interessi economici, derogando il principio di parità di trattamento. Prevedeva, inoltre, che l'approvazione del concordato dipendesse dal raggiungimento della maggioranza dei crediti in ciascuna classe o della generalità dei crediti, tutelando anche i creditori dissenzienti, per i quali il tribunale avrebbe verificato il grado di soddisfacimento. *“La disciplina testè sinteticamente descritta ha costituito il modello, anche sul piano terminologico, per regolare il corrispondente istituto all'interno del concordato preventivo.”*²⁴ Infatti, come stabilisce l'art. 160 l. fall., la proposta di concordato *“ può prevedere la suddivisione dei creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei e trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse.”* Il legislatore ha riconosciuto al debitore la facoltà, senza l'obbligo, di poter costituire classi di creditori, in deroga del principio della par

²⁴ Vassalli F., *“Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali”*, G. Giappichelli, 2014, vol. 4, pag. 201

condicio, senza alterare l'ordine dei privilegi, ma riconoscendo trattamenti diversi a coloro che appartengono allo stesso rango e viceversa. Questo di fatto non genera conflitto d'interesse, nè rappresenta una lesione dei diritti dei creditori, in quanto la legge impedisce che siano previsti trattamenti migliori a favore di creditori di un rango inferiore rispetto a quelli di uno migliore. Pur essendo un istituto di natura volontaria, ci sono dei casi in cui è necessario l'aggregamento, come ad esempio nel caso dei creditori postergati, in altri invece risulta del tutto superfluo, come per i privilegiati insoddisfatti o i chirografari. E' bene ricordare anche che tutti i creditori non hanno interessi comuni e che il principio di deliberazione della votazione è unicamente quello maggioritario, per cui la legge, dinanzi ad una pluralità di interessi, riconosce potere alla maggioranza. Da ciò deriva che l'obbiettivo di questo istituto è quello di differenziare la posizione dei membri del ceto creditorio, in modo da riservare a ciascuna classe i giusti benefici adeguati e sufficienti per l'approvazione della proposta concordataria. Come detto in precedenza, il criterio secondo il quale deve avvenire la suddivisione in classi è *“secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei”* e attraverso *“trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse”*. E' bene soffermarci e fare chiarezza riguardo i termini presenti nel testo normativo, perché non di facile applicazione. L'omogeneità nella posizione giuridica va individuata non solo nel rango del credito, quindi nel grado di protezione, ma soprattutto nelle sue condizioni, come ad esempio i crediti illiquidi, contestati o riconosciuti. Per quanto riguarda invece gli interessi economici, risulta un criterio più flessibile, poiché l'omogeneità può essere ravvisata in molteplici aspetti, come nella presenza di garanzie di terzi, nella qualità dei creditori, nell'entità del credito, nell'oggetto della prestazione. Risulta necessario un bilanciamento tra i due principi menzionati, ai fini di un adeguato trattamento. Il controllo circa la correttezza dei criteri adottati per la formazione delle classi spetta al Tribunale, sin dal deposito della domanda, che non consiste in una valutazione sulle scelte compiute dal debitore. La legge, in aggiunta, ha invece privato lo stesso organo del potere di modificare la composizione delle classi e di rideterminarne il trattamento, facoltà che è riconosciuta a sola discrezione del debitore.

Questa autonomia, di contro, non è priva di limitazioni, in quanto il medesimo articolo specifica che la suddivisione in classi “*non può alterare l’ordine delle cause legittime di prelazione*”, quindi come detto in precedenza, un credito di rango inferiore non può godere di un trattamento migliore. Tale regola può essere derogata soltanto nel caso vi siano apporti di terzi che non comportino un cambiamento della struttura patrimoniale del debitore, né dell’attivo né del passivo. E’ interessante menzionare un argomento in materia che ha portato difficoltà interpretative da parte della Giurisprudenza: l’ammissione al voto dei creditori postergati. Diversi orientamenti si opponevano alla loro iscrizione nell’elenco degli ammessi al voto, perché ritenevano avessero una posizione astratta, o accomunandola a quella dei conferenti di capitale di rischio o per l’eventuale e secondario interesse verso il rispetto del concordato, infine perché avrebbero alterato le maggioranze. La Cassazione è intervenuta, negando ogni tesi che escludeva il voto dei creditori postergati e ribadendo il loro diritto di essere ammessi alla votazione in quanto creditori per natura e riconoscendo la necessità che il loro credito vada computato per la determinazione delle maggioranze.

2.3. IL TRATTAMENTO DEI CREDITORI

Prima della riforma del 2005 la legge prevedeva che i creditori privilegiati fossero destinatari di un pagamento integrale e immediato, subito dopo l’omologazione del concordato e, in caso di ritardo superiore ai sei mesi, erano destinatari degli interessi. Soltanto nel 2007, dopo il silenzio della riforma precedentemente menzionata, è stata introdotta, con decreto correttivo, la possibilità per i creditori privilegiati di non essere soddisfatti per intero. Infatti, come dispone l’art 160, secondo comma 1. fall., tale trattamento è ammesso purchè “*non sia inferiore alle alternative concretamente praticabili*”, sia rispettato “*l’ordine delle cause legittime di prelazione*” e infine sia oggetto di specifica attestazione. E’ ragionevole pensare che le alternative non si limitino alla sola proposta fallimentare, ma che includano altre soluzioni di natura

concordataria o esecutiva, che di fatto possono consentire un soddisfacimento in misura maggiore, certificato dalla speciale attestazione. Tale documento deve essere distinto dalla relazione generale sulla fattibilità del concordato, anche se sono redatte dallo stesso professionista. Sarà necessario rispettare l'ordine legale delle prelazioni, riservando ai creditori di rango superiore un trattamento migliore rispetto a quelli di un rango inferiore. Il piano può offrire ai creditori un ampio ventaglio di forme di soddisfacimento, infatti il primo comma dell'art. 160 l. fall. dispone che *“la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito”*. Tale autonomia negoziale, riconosciuta dal legislatore, assieme all'ampia libertà concessa nelle modalità di estinzione delle obbligazioni, possono trovare applicazione anche nella fattispecie riguardante il soddisfacimento non integrale dei creditori, per cui sarebbe possibile adempiere ai pagamenti anche con un'offerta diversa dal denaro. *“Secondo questa tesi la prescrizione legale sul trattamento dei crediti privilegiati è di tipo quantitativo e non qualitativo, sicchè tali crediti sono integralmente soddisfatti quando viene loro offerta una prestazione, pur diversa dal denaro, il cui valore sia pari all'importo nominale del credito”*²⁵. E' necessario menzionare che la legge, inoltre, in un'apposita disciplina in cui regola la cosiddetta transazione fiscale, ha previsto che anche i crediti privilegiati di natura tributaria siano oggetto di pagamento non integrale. Una questione molto dibattuta riguarda i tempi dell'adempimento, cioè la possibilità che il piano ammetta una dilazione nel tempo del pagamento, con il riconoscimento degli interessi. Invero, la disciplina riguardante il concordato con continuità concede il dilazionamento fino ad un anno, eccetto i casi in cui i beni o diritti su cui vige la prelazione debbano essere liquidati. Questa moratoria sui crediti rappresenta uno dei vantaggi di cui il debitore usufruisce, qualora scegliesse la prosecuzione dell'attività imprenditoriale come

²⁵ Disegni G., “Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare”, G. Giappichelli, 2014, pag. 100

soluzione allo stato di crisi, indicandolo espressamente nella proposta, come dispone la legge. E' bene precisare che in questo caso il privilegiato non acquista il diritto di voto, che è accordato dal legislatore esclusivamente ai creditori intaccati dalla proposta concordataria, non facendo alcuna distinzione in merito tra dilazione e pagamento non integrale. Per quanto riguarda il concordato con cessione dei beni, nella forma di *cessio bonorum*, l'obbligo di pagamento dei creditori, subito dopo il decreto di omologazione, rappresenterebbe una pretesa che non trova giustificazione, tanto da non essere riconosciuta legittima da parte della Cassazione, in quanto è necessario considerare i tempi tecnici e le modalità della liquidazione del patrimonio del creditore. E' bene ricordare che, se la proposta prevede la liquidazione anche solo parziale dei beni, qualora sia il proponente a definire nel piano le modalità di pagamento, sarà lui a strutturare l'operazione di cessione mentre *“nel caso in cui il pagamento dei creditori sia a carico della gestione liquidatoria affidata al liquidatore, sarà costui a stabilire i tempi compatibilmente con la speditezza delle operazioni di liquidazione”²⁶*. La dottrina si era espressa a riguardo, mettendo in luce che i creditori titolari di un diritto di prelazione potessero essere pagati con dilazione, limitatamente ai casi previsti dalla legge, in deroga ai principi della responsabilità patrimoniale, purchè il trattamento fosse approvato senza ricorrere alla deliberazione maggioritaria, ma secondo la regola del consenso. Inoltre era ammesso nei casi eccezionali, in presenza di un accordo paraconcordatario tra creditore garantito e proponente. La Cassazione in seguito è intervenuta prevedendo che *“la regola generale è quella del pagamento non dilazionato dei creditori privilegiati, sicchè l'impiego di una tempistica superiore a quella imposta dai tempi tecnici della procedura equivale a pagamento non intergale”²⁷* in virtù della perdita economica conseguente al ritardo. La quantificazione di tale pregiudizio, che assume rilevanza ai fini del computo del voto ai sensi dell'art. 177 l. fall., comma 3, è oggetto di accertamento da parte dal tribunale, il quale deve

²⁶ Barachini F., “Diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali”, G. Giappichelli, 2014, pag. 57

²⁷ Lo Cascio G., “Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi”, Giuffrè, 2015, pag. 176

tener conto degli interessi offerti ai creditori e dei tempi tecnici di realizzo dei beni gravati, qualora ci fosse soluzione alternativa a quella concordataria.

2.4. IL CONCORDATO CON RISERVA

Con il decreto “Misure urgenti per la crescita del Paese” del 2012 è stato introdotto nel nostro ordinamento il c.d. preconcordato o concordato con riserva o anche detto concordato in bianco, ispirato all’istituto dell’*automatic stay* di origine anglosassone, con il fine di agevolare l’uso dello strumento concordatario, concedendo al debitore di anticipare gli effetti concordatari con la sola presentazione della domanda priva degli elementi qualificanti. Il legislatore, in sostanza, ha riconosciuto all’imprenditore in crisi un periodo di tempo nel quale poter predisporre la proposta, il piano e altri documenti, al riparo dai tentativi dei creditori di aggredire il suo patrimonio. La legge quindi ha voluto tutelare il debitore intenzionato a scegliere la soluzione concordataria, in una fase molto critica dell’istituto, la predisposizione della proposta, quando potrebbe essere soggetto alle pressioni creditorie. Come recita il sesto comma dell’art. 161 l. fall., *“L'imprenditore puo' depositare il ricorso contenente la domanda di concordato unitamente ai bilanci relativi agli ultimi tre esercizi, riservandosi di presentare la proposta, il piano e la documentazione di cui ai commi secondo e terzo entro un termine fissato dal giudice compreso fra sessanta e centoventi giorni e prorogabile, in presenza di giustificati motivi, di non oltre sessanta giorni”*. Tale norma mette in evidenza una chiara separazione tra il ricorso, che introduce il procedimento, la proposta, in cui è formulata la soluzione concordataria e il piano che definisce il programma analitico di attuazione della soluzione proposta. Quindi la domanda di concordato con riserva rappresenta l’atto introduttivo del concordato preventivo, senza che vi sia l’obbligo, decorso il termine fissato dal Giudice, di presentare una proposta concordataria. Infatti il testo normativo segue prevedendo che

“nello stesso termine, in alternativa e con conservazione sino all'omologazione degli effetti prodotti dal ricorso, il debitore puo' depositare domanda ai sensi dell'articolo 182-bis, primo comma. In mancanza, si applica l'articolo 162, commi secondo e terzo”. Il legislatore, per favorire la ricerca della migliore soluzione allo stato di crisi in alternativa a quella fallimentare, di fatto ha permesso di poter proporre un ulteriore strumento, un accordo di ristrutturazione nel quale, però, l'imprenditore potrebbe avere difficoltà nel raccogliere il consenso del 60% dei crediti. Il concordato in bianco allora *“assume veste di passerella tra concordato preventivo e accordo di ristrutturazione del debito²⁸”*, non vincolando la scelta del debitore, il quale avrà il tempo di formulare la migliore proposta in relazione alla complessità strutturale del ceto creditorio. Come detto in precedenza, il procedimento inizia con la presentazione di istanza da parte del debitore al tribunale di competenza, corredata dai bilanci degli ultimi tre esercizi e l'elenco dei creditori. La domanda con riserva, non presentando il contenuto sostanziale e qualificante l'istituto concordatario, si limita, di fatto, a comunicare l'intento di avvalersi di tale istituto, riservandosi di divulgare successivamente la proposta e il contenuto del piano ai creditori. Il proponente, tuttavia, deve provare di possedere i requisiti soggettivi e oggettivi previsti dalla domanda di concordato, ai sensi dell'art. 161 l. fall., oltre a fornire tutti gli elementi necessari per valutare la competenza del tribunale. Quest'ultimo, per evitare abuso di questo strumento da parte del dell'imprenditore in crisi, effettua un controllo preliminare sulla sussistenza dei presupposti di ammissibilità, che comprendono, oltre a quelli citati, anche l'inesistenza nel precedente biennio di depositi della domanda di concordato con riserva, la legittimazione del debitore istante e l'approvazione e sottoscrizione del ricorso dai rappresentanti della società, come dispone l'art. 152 l. fall., oltre al deposito dei documenti richiesti dalla legge. La cancelleria provvederà alla pubblicazione della domanda nel registro delle imprese, atto che ha *“valore prenotativo”* dei benefici riconosciuti dal legislatore, infatti da questa data varrà quanto disposto dall'art. 168 l. fall., per cui, fino alla data in cui il decreto di omologazione del concordato diventa

²⁸ Disegni G., *“Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare”*, G. Giappichelli, 2014, pag. 47

definitivo, ai creditori è vietato *“iniziare o proseguire azioni esecutive o cautelari sul patrimonio del debitore”*, e *“acquistare diritti di prelazione”*, salvo che, in quest’ultimo caso, ci sia autorizzazione del Giudice. Il collegio fissa il suddetto termine, da un minimo di 60 giorni ad un massimo di 120, prorogabili di altri 60 per giustificati motivi e ai quali si possono aggiungere 45 giorni se esso cade durante la sospensione feriale dei termini processuali. E’ bene precisare che, dopo aver verificato la sussistenza dei presupposti, il procedimento è di assoluta competenza del tribunale, la concessione del termine è automatica, mentre la definizione dei giorni e dell’eventuale proroga sono atti su cui verte discrezionalità. Per un termine più ampio rispetto a quello minimo, infatti, è necessaria l’esplicita richiesta del debitore, il quale deve dare adeguata motivazione, come detto in precedenza, mettendo in rilievo la complessità e le difficoltà sorte nella predisposizione della proposta e del piano. Possono menzionarsi *“la complessità delle operazioni di controllo del numero, dell’ammontare e del rango dei crediti, difficoltà nella ricostruzione delle giacenze, nell’apprezzamento dei crediti e delle voci dell’attivo.”*²⁹ In assenza di richiesta o di adeguata motivazione, il Giudice concede il termine minimo. Quest’ultimo è perentorio, infatti, in caso di scadenza del termine, il deposito del piano e della proposta è inefficace di effetti e inoltre non impedisce la dichiarazione di inammissibilità ai sensi dell’art. 162 l. fall. *“Emerge allora che il contenuto della domanda con riserva è tanto più articolato, con necessità di fornire informazioni tanto più dettagliate sull’impresa e sulla proposta di soluzione della crisi, quanto più il debitore intenda sfruttare le opportunità che offre l’istituto in esame, soggette al controllo giudiziale”*³⁰. Il controllo del tribunale, oltre a verificare la sussistenza dei requisiti formali minimi, valuta in aggiunta *“l’esistenza di un fumus della non strumentalità della domanda, per perseguire indebiti vantaggi”*,³¹ in quanto la presenza di abuso di diritto da parte del debitore, utilizzando l’iter processuale a scapito dei creditori, è causa di inammissibilità. E’ bene ricordare che, in presenza di incompleta documentazione o

²⁹ Trentini C., *“I concordati preventivi”*, Giuffrè, 2014, pag. 276

³⁰ Disegni G., *“Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare”*, G. Giappichelli, 2014, pag. 63

³¹ Ibidem pag. 65

irregolarità, il giudice può convocare l'imprenditore proponente per chiarimenti o richiedere il deposito di documentazione integrativa, concedendo un termine non superiore ai quindici giorni. Entro il termine disposto, il debitore dovrà depositare, secondo quanto dispone l'art. 161 l. fall., il piano, la proposta e altri documenti, inclusa la relazione dell'esperto. In caso di mancata presentazione di questa documentazione entro la data stabilita, gli effetti derivanti dalla pubblicazione della domanda cessano con effetto *ex tunc*, ad eccezione per la prededuzione degli atti legalmente compiuti. E' evidente che il legislatore, con la retroattività, ha voluto impedire che il termine concesso dal tribunale fosse un modo per evitare le aggressioni del suo patrimonio da parte dei creditori per un certo periodo di tempo, senza in realtà aver intenzione di trovare una soluzione allo stato di crisi dell'impresa. Mentre, se la proposta, depositata regolarmente, non è omologata, in questo caso gli effetti della domanda con riserva cessano con effetto *ex nunc*. Qualora consegnati il piano, la proposta e i documenti previsti dalla legge, non si riscontrino irregolarità tali da dichiarare l'inammissibilità della domanda, allora il tribunale ammette l'imprenditore proponente alla procedura di concordato preventivo. Uno dei benefici derivanti dall'istituto del concordato con riserva è rappresentato dalla facoltà riconosciuta dal legislatore in capo al debitore di chiedere al tribunale l'assunzione di finanziamenti prededucibili, con o senza pegni o ipoteca a garanzia, nonché il pagamento di crediti anteriori, purchè, in quest'ultimo caso, si garantisca la continuità aziendale, così come dispone l'art. 182-*quinquies* l. fall.. Per entrambi i casi è necessaria la richiesta integrativa alla domanda del proponente, accompagnata da una specifica attestazione di un professionista, il quale dovrà provare che il finanziamento, in rapporto allo stato di fabbisogno finanziario dell'impresa, fino al momento dell'omologa è funzionale alla miglior soddisfazione dei creditori. Mentre dovrà attestare che il pagamento dei crediti è essenziale per il miglior soddisfacimento dei creditori e sia funzionale alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale. Con la riforma del 2012, è stato introdotto il nuovo art. 169-*bis* l. fall., che ha riconosciuto, in capo al debitore, la facoltà di ottenere lo scioglimento e la sospensione dai contratti pendenti, "*per non più di sessanta giorni, prorogabili una*

sola volta”, previa autorizzazione del giudice. Si tratterebbe di quei contratti in corso di esecuzione al momento della presentazione del ricorso, di cui l’imprenditore proponente può chiedere lo scioglimento o la sospensione, fornendo un’informativa adeguata, per permettere al Tribunale di valutare che tali provvedimenti siano coerenti e funzionali con l’istanza presentata, in cui dovrà indicare anche l’ammontare dell’indennizzo da versare a favore del contraente in bonis, di cui ha diritto, come dispone la legge. Con il “decreto del fare” n. 69/2013 sono state modificate e introdotte disposizioni in materia, volte a tutelare il ceto creditorio da eventuali comportamenti abusivi del debitore. Una novità normativa riguarda la facoltà, senza l’obbligo, del tribunale di nominare un Commissario giudiziario con lo stesso decreto con il quale concede il termine di deposito della proposta, del piano e degli altri documenti previsti dalla legge, in casi di complessità e criticità della fattispecie. Il commissario esercita un potere di controllo, specializzato sulla fase preliminare del concordato, non solo occupandosi della generica vigilanza secondo quanto disposto dall’art. 167 l. fall., ma anche valutando la condotta del debitore, segnalando eventuali atti di fraudolenti o non autorizzati in tribunale, che possono aprire la procedura declaratoria di improcedibilità della domanda. Ulteriori compiti riguardano l’obbligo di esprimere parere riguardo la richiesta di atti di straordinaria amministrazione da parte del debitore. Un’altra tutela riconosciuta a favore dei creditori riguarda gli obblighi informativi periodici in capo all’imprenditore proponente, riguardanti la gestione dell’impresa nella fase antecedente l’integrazione della domanda, disciplinati dal comma 8 dell’art. 161. La norma dispone che il tribunale indichi i termini di adempimento, con periodicità almeno mensile, nel quale il debitore è tenuto a dare informazione riguardo la gestione finanziaria dell’impresa e l’attività necessaria per la predisposizione del piano e della proposta. Tale documentazione, differente nel contenuto e per l’analicità dei dati a seconda della complessità della fattispecie, dovrà essere depositata nel Registro delle Imprese. *“Attraverso il meccanismo degli oneri informativi, la legge sembra prefigurare un dialogo tra il debitore e il tribunale, il cui monitoraggio è affidato alla*

disclosure obbligatoria da parte dell'imprenditore"³². La violazione totale dell'adempimento comporta un abbreviamento del termine, oltre a rappresentare causa di inammissibilità della domanda, perché, come recita l'articolo, *"l'attività compiuta e rendicontata a tale fine è manifestamente inidonea"*, Qualora le informazioni fornite siano insufficienti, invece, il Tribunale potrebbe convocare il debitore in via preliminare, per chiarimenti riguardo l'inadempimento parziale e successivamente può adottare il provvedimento sanzionatorio. Il legislatore, nel disciplinare gli atti di gestione successivi alla domanda con riserva, ha perseguito un duplice scopo, da una parte disporre un'ulteriore tutela a beneficio dei creditori e dall'altra favorire il ricorso tempestivo allo strumento concordatario per evitare l'aggravarsi della crisi. Infatti, ai sensi dell'art. 161 l. fall., ha disposto che i crediti sorti dagli atti legalmente compiuti dal debitore sono prededucibili e tutti gli atti compiuti dopo il deposito del ricorso sono esenti da revocatoria fallimentare. In tal modo, i diritti sorti in capo a terzi per gli atti, i pagamenti e le garanzie prestate all'imprenditore in crisi, godono di un trattamento speciale, per cui non concorrono con i creditori anteriori sia nella procedura concordataria, sia eventualmente in quella fallimentare. Bisogna specificare che la prededucibilità varrà anche nel caso in cui il concordato non vada a buon fine per il mancato deposito, entro il termine stabilito dal tribunale, del piano e della documentazione prevista dalla legge. Tale beneficio riguarda non solo gli atti di ordinaria amministrazione, ma anche quelli di straordinaria amministrazione. Per il compimento dei primi non è necessaria alcuna formalità, mentre per i secondi il legislatore ha previsto la sussistenza di due requisiti: l'autorizzazione da parte del tribunale con parere del commissario giudiziale e il carattere di urgenza dell'atto, dovendosi intendere come *"l'incompatibilità del differimento del compimento dell'atto nella fase successiva all'apertura formale della procedura, con le esigenze di conservazione che sottostanno al compimento dell'atto medesimo"*.³³ La distinzione deriva dal fatto che l'ordinaria amministrazione non provoca cambiamenti strutturali del patrimonio del debitore e quindi non mina la conservazione dell'attività

³² Vassalli F., "Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali", G. Giappichelli, 2014, vol. 4, pag. 84

³³ Ibidem pag. 85

dell'impresa. E' bene ricordare che gli atti gestori non autorizzati, oltre ad essere inefficaci nei confronti dei creditori concordatari, sono causa di revoca del procedimento.

2.5. IL CONCORDATO CON CONTINUITA' AZIENDALE

Dinanzi all'insuccesso delle procedure fallimentari nel garantire la salvaguardia dell'impresa da una parte e all'inadeguatezza delle procedure concordatarie ad assicurare la conservazione dell'attività aziendale dall'altra, in tale contesto, è stato necessario l'intervento del legislatore per regolare una nuova possibile soluzione della crisi d'impresa, che garantisse il soddisfacimento del ceto creditorio, favorendo la continuità dell'attività imprenditoriale. L'istituto del concordato con continuità aziendale, infatti, è stato introdotto nel nostro ordinamento con la revisione della legge fallimentare del 2012 ed è disciplinato dagli articoli 186-*bis* e 182-*quinquies* l.fall.. Il principio ispiratore di questa novità normativa è stato, quindi, dare rilievo a quell'utilità economica generale che è costituita dalla conservazione dell'impresa come asset complessivo unitario, non facilmente sostituibile, soprattutto in tempi di crisi.³⁴ La continuità, di fatto, può comportare notevoli vantaggi, evitando la dissoluzione delle capacità produttive, l'incremento degli oneri per inadempimenti e ritardi, la diminuzione del peso contrattuale. E' bene chiarire però che, nonostante l'importanza data a tale obiettivo, il soddisfacimento del creditori rimane l'unica vera finalità alla base della procedura concorsuale. Nel primo comma dell'art.186-*bis* è contenuta la definizione che presenta i presupposti necessari affinché si possa parlare di concordato con continuità. Dispone che il piano deve prevedere *“la prosecuzione dell'attività d'impresa da parte del debitore, la cessione dell'azienda in esercizio ovvero il*

³⁴ Rolfi F., Ranalli R., “Il concordato in continuità”, Giuffrè, 2015, pag. 3

conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione.” Dalla lettura del comma emerge una definizione molto ampia di prosecuzione dell'attività imprenditoriale, giacchè, includendo la cessione d'azienda, considera anche il risanamento diretto del debitore o indiretto mediante un terzo, cessionario. Il testo normativo, in aggiunta, specifica che il piano *“può prevedere anche la liquidazione di beni non funzionali all'esercizio dell'impresa”*, derogando di fatto il principio della garanzia patrimoniale generica, disciplinato dall'art. 2740 c.c., per cui il debitore risponde delle obbligazioni con tutto il suo patrimonio. Il legislatore, in questo modo, ha riconosciuto la possibilità di definire un concordato con continuità con cessione parziale dei beni, in cui il debitore, come soluzione alla crisi, propone di cedere una parte del patrimonio, non funzionale, ai creditori per il loro soddisfacimento e *“conservando la restante parte del complesso aziendale, esdebitato, per proseguire l'attività di impresa in forme ridimensionate”*.³⁵ E' evidente che il legislatore allora ha inteso il concetto di continuità aziendale come prosecuzione dell'utilizzo del complesso organizzato di beni e diritti finalizzato all'esercizio dell'impresa, da parte dell'imprenditore originario oppure da uno subentrato, mettendo al centro dell'attenzione non più il destino dell'imprenditore, ma quello dell'impresa. Allora è possibile individuare da una parte una continuità diretta quando l'esercizio dell'attività imprenditoriale rimane in capo a chi la esercitava precedentemente, evitando di ridefinire i rapporti negoziali con gli *stakeholders* o, ad esempio, di perdere il proprio vantaggio competitivo nei confronti dei competitors, rappresentato appunto dall'imprenditore. Dall'altra si parla di continuità indiretta, quando la prosecuzione dell'attività è esercitata da un altro soggetto, soluzione che può portare ad un rilancio dell'azienda, così come a criticità rappresentate dal cambio del management, ma non ci si soffermerà sull'illustrazione dei vantaggi e svantaggi delle due scelte. E' interessante menzionare una questione molto dibattuta in giurisprudenza riguardante l'estensione della disciplina al caso in cui la proprietà rimanga in capo al debitore, perché questi ha stipulato un contratto di affitto d'azienda. Tale modalità non

³⁵ F. Barachini, “Diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali”, G. Giappichelli, 201, pag. 31

sembrerebbe rispettare i requisiti di continuità di cui si è discusso in precedenza, per via del fatto che i proventi dell'affitto non garantirebbero da una parte il miglior soddisfacimento dei creditori e dall'altra la stessa prosecuzione dell'attività imprenditoriale nel tempo, a causa di una scadenza prevista contrattualmente che non è sempre da ritenersi rinnovabile automaticamente. Allora l'affitto d'azienda può essere compatibile con l'istituto concordatario con continuità, solo se tale soluzione rientra in un piano che preveda l'affitto come strumentale ad una successiva cessione condizionatamente all'omologa. La definizione normativa, in sintesi, delinea tre possibili soluzioni concordatarie per cui si avrebbe continuità aziendale. Una prima forma più semplice, diretta, detta concordato di ristrutturazione, in cui le risorse generate dalla prosecuzione dell'attività permettono di soddisfare i creditori. Una seconda forma, stavolta indiretta, caratterizzata dal conferimento dell'azienda in una società nuova o già esistente, che permette il soddisfacimento tramite la cessione della partecipazione o mediante l'assegnazione delle quote della conferitaria ai creditori. Una terza forma infine, è anche indiretta, detta concordato con cessione, dove la cessione dell'azienda ad una società, nuova o esistente, può soddisfare i creditori tramite il versamento diretto del corrispettivo, oppure il ricavato della cessione, preceduta in certi casi dall'affitto. Come detto in precedenza, il concetto di continuità deve però essere idoneo a tutelare il soddisfacimento dei destinatari della proposta concordataria, il ceto creditorio. Tale presupposto è enfatizzato in maniera esplicita in riferimento al medesimo articolo quando asserisce che *“la prosecuzione dell'attività di impresa prevista dal piano è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori”*, prevedendo che sia oggetto di attestazione nella relazione del professionista. Tale disposizione non rappresenta un elemento di contorno della norma, ma è una condizione necessaria, tant'è che, qualora il debitore non dichiari espressamente nella domanda il suo proposito alla continuità, la proposta è da considerarsi inammissibile, in quanto impedirebbe ai creditori una corretta e adeguata valutazione sulla convenienza della proposta concordataria. Un'altra considerazione a sostegno della tutela di questi ultimi è che i creditori sarebbero esposti ad un rischio di perdita in caso

di un andamento fallimentare della prosecuzione dell'attività di impresa e ad un rischio di prededuzione derivante dalla presenza di nuovi debiti durante la fase di gestione dell'attività, in pendenza della procedura. Come è evidente, il concordato con continuità può richiedere una valutazione più complessa riguardo la convenienza della proposta del debitore, oltre l'assunzione di maggiori rischi, rispetto ad una forma di concordato liquidatoria. Queste ragioni hanno indotto il legislatore a voler riconoscere un'attenzione maggiore nei confronti del ceto creditorio, prevedendo alcuni benefici di cui discuteremo in seguito e ulteriori adempimenti in capo al debitore, rispetto a quelli previsti per la domanda di concordato nell'art. 161. Ai sensi del secondo comma dell'art. 186-bis l. fall., il piano concordatario infatti, *“deve contenere anche un'analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività...delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura”*. Si tratterebbe di fatto di un vero e proprio *business plan*, che consideri una proiezione fino al termine ultimo previsto per l'adempimento delle obbligazioni concordatarie. Da ciò emerge che la continuità sia una scelta non arbitraria del debitore, non può essere improvvisata, ma richieda il rispetto di presupposti fattuali specifici, cioè necessita a monte di un'attività di programmazione finanziaria, in grado di definire una valida e credibile strategia di superamento della crisi dell'impresa. Si deve dar prova che l'impresa sia capace di generare risorse finanziarie necessarie per coprire i costi derivanti dalla prosecuzione dell'attività e ovviamente remunerare i conferenti di capitale di rischio e di debito. In aggiunta a questa disposizione e a quella riguardante il miglior soddisfacimento dei creditori, attestato dalla relazione del professionista, la legge ha previsto un'ulteriore cautela come favor per i creditori. Durante il procedimento, il controllo del Commissario giudiziale deve estendersi ad un'altra condizione presente nell'art. 173 l.fall. per cui, se l'esercizio dell'impresa *“cessa o risulta manifestamente dannoso per i creditori”*, è possibile aprire la procedura di revoca del concordato, salvo il caso in cui il debitore stesso eserciti la facoltà di modificare la proposta. Ora è arrivato il momento di soffermarsi sulla trattazione dei benefici che il legislatore ha riconosciuto esclusivamente per la disciplina del

concordato con continuità. La prima agevolazione per il debitore consiste nella possibilità di godere di una moratoria fino ad un anno nei pagamenti dei creditori privilegiati, in tal modo le risorse finanziarie liberate sarebbero destinate alla ristrutturazione aziendale. Come recita il secondo comma dell'art 186-bis 1.fall., il piano di concordato può prevedere “ *una moratoria fino a un anno dall'omologazione per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, salvo chi sia prevista la liquidazione dei beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione*”. Il differimento non incide sull'ammissibilità dei privilegiati all'esercizio del diritto di voto, da cui rimangono esclusi, ma li rende legittimati a richiedere il pagamento di interessi compensativi, non classificabili come interessi di mora, perché non sorgono da inadempimento, ma dalla volontà del legislatore di compensare “il vantaggio che il debitore trae dalla dilazione del pagamento, specie quando abbia già ricevuto l'esecuzione della controprestazione”.³⁶ E' bene precisare che gli interessi saranno corrisposti, insieme al capitale, alla scadenza del differimento, in caso di temporanea inesigibilità. Per quanto riguarda il termine da cui decorrono i dodici mesi, esso è stato individuato dalla data in cui viene depositato il decreto di omologazione, in modo che eventuali impugnazioni del decreto da parte del debitore aumenterebbero la durata del differimento ai danni dei creditori. La norma in aggiunta non pone un divieto sulla proposta di una moratoria superiore ad un anno, questo però comporterebbe l'attribuzione del diritto di voto, oltre al pagamento degli interessi. Infine, è bene chiarire, come si evince dal testo normativo, che la moratoria è esclusa per quei beni o diritti soggetti che non sono funzionali e strategici alla continuità dell'attività imprenditoriale. Il secondo vantaggio per il debitore che sceglie il concordato con continuità incide sui rapporti contrattuali esistenti, al fine di favorire la prosecuzione dell'attività. Il terzo comma dell'art 186-bis prevede infatti, che i contratti “*anche se stipulati con pubbliche amministrazioni, non si risolvono per effetto della procedura e che sono inefficaci eventuali patti contrari*”. Quest'ultima previsione, quindi, riconosce al debitore una tutela da eventuali scioglimenti dei contratti proposti dalla

³⁶ Rolfi F., Ranalli R., “Il concordato in continuità”, Giuffrè, 2015, pag. 51

controparte, che comprometterebbe la continuità. Per quanto la norma si estenda a tutte le tipologie contrattuali, garantendone la conservazione, il legislatore sembra dare molta attenzione ai contratti pubblici, soprattutto con l'intento di impedire che il procedimento di concordato possa limitare l'operatività dell'impresa con il settore pubblico, ad esempio il caso di esclusione da appalti pubblici. Solo per la prosecuzione dei contratti pubblici è necessario l'intervento del professionista, il quale deve attestare *“la conformità al piano e la ragionevole capacità di adempimento”*, per evitare che la pubblica amministrazione sia esposta al rischio di inadempimento. Quindi verificherà *“la sussistenza attuale e prospettica, delle risorse tecnico-organizzative e di quelle finanziarie necessarie per l'adempimento dei contratti in essere”* e la presenza dei *“requisiti previsti dal codice dei contratti pubblici per la partecipazione alle procedure di affidamento”* come dispone il d.lgs. n.163/2006. In questo modo si vuole riconoscere tutela non solo dell'interesse dei creditori, ma anche di quello della pubblica amministrazione, quindi un interesse pubblico. Il terzo beneficio è rappresentato dalla possibilità per il debitore, autorizzato dal Tribunale a *“pagare crediti anteriori per prestazioni di beni o servizi”* ai fornitori che, in assenza del pagamento dei precedenti crediti, potrebbero rifiutare le loro prestazioni, rappresentando così un ostacolo alla prosecuzione dell'attività d'impresa. Anche in questa circostanza, la relazione del professionista dovrà attestare altresì che *“tali prestazioni sono essenziali per la prosecuzione della attività di impresa e funzionali ad assicurare la migliore soddisfazione dei creditori”*, eccetto il caso, come disposto dal quarto comma dell'art 186-bis l. fall., in cui i pagamenti vengano effettuati con *“nuove risorse finanziarie che vengano apportate al debitore senza obbligo di restituzione o con obbligo di restituzione postergato alla soddisfazione dei creditori”*. Tale norma rappresenta una deroga al principio della par condicio, che vieterebbe non solo di violare l'ordine delle cause di prelazione, ma anche di pagare debiti pregressi. E' bene precisare che l'antiorità dei crediti viene individuata in quei debiti che sono sorti prima dell'apertura della procedura del concordato, precisamente prima della pubblicazione della domanda, escludendo invece quelli che, maturati in corso del

procedimento, devono necessariamente essere pagati integralmente, secondo le regole generali. L'autorizzazione al pagamento, però, non è concessa a tutti i debiti anteriori, ma solo a quelli per cui sussistono i due requisiti di essenzialità e funzionalità, che saranno oggetto di attestazione da parte del professionista nella sua relazione. Il primo dà rilevanza a quei debiti frutto di un rapporto strategico con il fornitore, che si ritiene debba continuare nel tempo, con ulteriori forniture e non concludersi con il pagamento della prestazione, quindi si tratta di un rapporto contrattuale importante per la prosecuzione dell'attività di impresa. Il secondo mette in evidenza che il pagamento del debito permette di assicurarsi di una risorsa fondamentale per l'operatività e redditività necessaria per la miglior soddisfazione del ceto creditorio in un'ottica di continuità. Per quanto riguarda l'entità del pagamento, la Giurisprudenza ritiene che possa avvenire anche in misura non integrale, senza considerare i limiti percentuali di soddisfacimento previsti per gli altri creditori, per evitare che la norma perda di valore. Nulla invece ha disposto il legislatore riguardo ai pagamenti non autorizzati, anche se le sentenze inducono a ritenere che siano causa di inammissibilità della domanda.

2.6. IL CONCORDATO CON CESSIONE DEI BENI

Il concordato con cessione dei beni è una forma di concordato liquidatorio, che gode di larga diffusione nella pratica, perché rappresenta l'unica valida alternativa al fallimento per l'imprenditore in crisi che non possiede i mezzi e le risorse, anche esterne, per sostenere un'altra forma di procedimento concordatario o un accordo di ristrutturazione dei debiti. Infatti, come soluzione di uno stato di insolvenza più che di crisi, molti concordati prevedono il conferimento dell'attivo, integralmente o parzialmente, ai creditori o la mera liquidazione sotto la vigilanza di organi di controllo designati a tutelare l'interesse e il soddisfacimento del ceto creditorio. La legge ha

dedicato una specifica disciplina all'interno dell'art. 182 l. fall. e, con il d.l. 22 giugno 2012, n.83, il c.d. "decreto sviluppo", ha introdotto nuove regole che hanno reso tale strumento giuridico meno legato alla classica funzione, aprendo di fatto nuove prospettive di utilizzo. Ad esempio, si applicano le regole riguardanti il concordato in bianco e il concordato con continuità aziendale; in quest'ultimo caso, però, deve essere prevista la cessione dell'azienda o rami di essa o anche solo beni, purchè rientrino in un piano che preveda la continuità dell'attività aziendale. A tal riguardo è necessario menzionare un'importante novità introdotta dopo la riforma del 2005, con acceso dibattito da parte della giurisprudenza, poiché è stato concesso al debitore di poter offrire, tra le soluzioni all'interno del piano, la cessione anche solo parziale dei beni, purchè *"la proposta contempli anche la destinazione dei beni restanti alla continuazione dell'impresa"*.³⁷ Un'altra modalità diffusasi negli ultimi anni, più complessa e articolata per via della presenza di un terzo soggetto, è la cessione totale o parziale di beni ad un trust con funzione liquidatoria, per facilitarne la vendita a beneficio dei creditori. Il contenuto della proposta dipenderà anche dalla modalità di liquidazione, infatti è possibile distinguere due forme: una prima forma, detta cessione traslativa, che si rifà al modello della *datio in solutum* regolato dall'art. 1197 c.c., in cui il debitore trasferisce la proprietà di beni al fine dell'adempimento di obbligazioni con i creditori; una seconda forma, detta cessione liquidativa, sul modello della *cessio bonorum* disciplinato dall'art. 1977 c.c., in cui ai creditori è ceduto il potere di disporre dei beni ai fini della liquidazione e della soddisfazione del ricavato della alienazione. Tali schemi potrebbero prevedere delle varianti, come ad esempio la cessione della sola gestione di un bene o il trasferimento dell'obbligo di liquidazione ad un terzo, il quale provvederà a soddisfare i creditori. Proprio per la molteplicità delle fattispecie e per l'assenza di una forma standard dell'istituto concordatario, il debitore deve esporre con chiarezza il contenuto della proposta, mettendo il rilievo non solo le informazioni riguardanti il valore dei beni e le previsioni di ricavato derivanti dalla liquidazione, ma soprattutto se il suo intento di soddisfare i creditori avverrà tramite il pagamento o la

³⁷ Disegni G., "Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare", G. Giappichelli, 2014, pag. 80

cessione dei beni, non con formule sintetiche, ma fornendo indicazioni nel dettaglio. In teoria, il piano concordatario dovrebbe presentare tutte le informazioni necessarie per permettere ai creditori un'adeguata valutazione dei rischi e i tempi dell'attuazione della proposta e, nel caso preveda la cessione dei beni secondo le due forme precedentemente descritte, si potrebbe pensare che necessiterebbe l'assunzione di un impegno maggiore sui valori e sui tempi. Su tale questione la dottrina è stata divisa, poiché una parte considerava fondamentale, ai fini della tutela del ceto creditorio, la previsione di un obbligo di risultato in capo al debitore, chiaramente espresso nel piano. L'impegno al pagamento di una somma o percentuale minima come forma di garanzia, se da una parte rappresenterebbe una tutela che legittimerebbe i creditori a impugnare l'inadempimento per chiedere la risoluzione del concordato in caso di prestazione difforme da quanto prospettato, dall'altra renderebbe *“la cessione del bene solo uno strumento di attuazione e non di sostituzione dell'obbligazione di pagamento”*.³⁸ A tal riguardo la Cassazione, a sezione unite, si è espressa affermando che la proposta *“può assumere concretezza soltanto attraverso le indicazioni delle modalità di soddisfacimento dei crediti, comprendendo le relative modalità e i tempi di adempimento”*. Nello specifico della proposta concordataria con cessione dei beni, ha disposto che *“la percentuale di pagamento eventualmente prospettata non è vincolante, non essendo prescritta da alcuna disposizione la relativa allegazione ed essendo al contrario sufficiente l'impegno a mettere a disposizione dei creditori i beni dell'imprenditore liberi da vincoli ignoti che ne impediscano la liquidazione o ne alterino apprezzabilmente il valore.”*³⁹ Non è più necessario indicare una percentuale minima da assicurare ai creditori, ma è sufficiente garantire la mera disponibilità del patrimonio. Quindi, in definitiva, la proposta può fondarsi sulla promessa di un pagamento individuato in una percentuale predeterminata, oppure la cessione di un bene o l'attribuzione di valori minimi derivanti dall'esito di precise operazioni. Il debitore, inoltre, dovrà indicare se la cessione del bene verrà eseguita *pro solvendo* o *pro soluto*, dove, nel primo caso, i creditori ricevono una percentuale prefissata dalla

³⁸ Ibidem pag. 73.

³⁹ Cass. Sez. un., 23 gennaio 2013, n. 1521, cit.

liquidazione, non godendo anche dell'eventuale eccedenza, mentre, nel secondo caso, avviene la totale attribuzione di quanto ricavato. Quindi, il proponente dovrà palesare l'intenzione di esporsi al rischio di insufficienza, piuttosto che di quello di esubero, dandone adeguata informazione. Nonostante il legislatore abbia concesso una certa libertà nella definizione del contenuto della proposta, senza imporre vincoli, pur tuttavia ha previsto dei controlli riguardanti la procedura di liquidazione dei beni. L'art. 182 l. fall. prevede che, se il concordato non dispone diversamente, il tribunale, nel decreto di omologazione, deve indicare la *“nomina di uno o più liquidatori e un comitato di tre o cinque creditori per assistere alla liquidazione e determina le altre modalità della liquidazione”*, rimandando alla disciplina fallimentare la regolamentazione dei requisiti di questi soggetti e i margini di operatività. Questione molto dibattuta è stata la possibilità di derogare tali norme, riconoscendo maggiore autonomia in capo al debitore nella nomina degli organi e nella scelta delle modalità di liquidazione. Dunque, il legislatore ha riconosciuto al proponente di scegliere se dettare autonomamente le regole della liquidazione, purchè contenute nel piano e oggetto di approvazione dei creditori, o adeguarsi al *“modello legale”* previsto dalla legge, in cui il Tribunale determina organi e modalità nei limiti dell'art. 182, senza che vi sia accordo tra debitore e creditori. Le nomine del liquidatore e dei membri del comitato possono essere fatte dal debitore, se espresse nella proposta concordataria e saranno oggetto di approvazione da parte dei creditori. In entrambi i casi, per il liquidatore ci sarebbero comunque delle restrizioni, in quanto non potrebbe coincidere né con l'imprenditore proponente, né con il Commissario giudiziale. Come detto in precedenza, coerentemente con il rinnovamento dell'istituto concordatario che assume carattere maggiormente privatistico rispetto al passato, il legislatore ha riconosciuto ampi spazi all'autonomia privata nel poter definire, nel piano, differenti modalità di liquidazione, che permettono di costruire differenti forme di concordato con cessione. *“Restano, tuttavia, incerte la sua concreta esecuzione, le possibilità soddisfattoe minime che potrebbero essere realizzate, le condizioni di risoluzione e annullamento, tutte inevitabilmente rimesse alle determinazioni dell'imprenditore ed in parte a quelle*

dei creditori che sono legittimati ad agire nei limiti di una difesa che nella filosofia dell'istituto ci appare alquanto compromessa".⁴⁰ Nella precedente normativa il legislatore riconosceva la possibilità di proporre un concordato definito misto, che contemplava sia la cessione dei beni, sia l'impegno al pagamento di una percentuale aggiuntiva, al fine di garantire il soddisfacimento minimo legale. Si ritiene che l'ampia libertà attribuita al debitore nello strutturare la proposta non escluda l'ipotesi di tale forma concordataria e nemmeno il ricorso ai mezzi patrimoniali altrui. In quest'ultimo caso si pensa che l'apporto del patrimonio del terzo possa non rimanere vincolato definitivamente al procedimento *"sia in funzione della pretesa estensione degli effetti per i creditori sancita sul patrimonio del debitore concordatario, sia in conseguenza del decreto di omologazione, la cui definitività non ci pare possa svolgere effetti preclusivi sui diritti che i terzi creditori vantano sul patrimonio conferito dal terzo"*⁴¹. E' bene menzionare una tipologia di concordato detto con assunzione, che prevede la cessione del patrimonio dell'imprenditore proponente ad un assuntore che si impegna a soddisfare il ceto creditorio, acquisito il complesso di beni. Questo soggetto non esercita una funzione di fideiussore perché, acquistando anche solo parte del patrimonio, si accolla con o senza liberazione immediata le obbligazioni concordatarie del debitore, adempiendo non come garante, ma come fosse un debito proprio. Anche per questa variante il legislatore ha lasciato un ampio margine di autonomia, disponendo che la liberazione dagli impegni del proponente fosse immediata oppure no. Nel primo caso la titolarità dei beni oggetto di cessione avviene al momento in cui siano stati adempiuti gli obblighi concordatari, in tal modo si consente all'assuntore di disporre delle risorse per non essere inadempiente. Nel secondo caso, invece, la disponibilità dei beni è mantenuta dalla procedura fino al completamento dell'esecuzione del concordato, sotto il controllo degli organi predisposti, con il fine di garantire che la massa di beni non venga privata delle garanzie patrimoniali. E'

⁴⁰ Lo Cascio G., "Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi", Giuffrè, 2015, pag. 126

⁴¹ Ibidem pag. 130

possibile, in questa prospettiva, inserire nella proposta un'apposita clausola che regoli il trasferimento dei beni.

2.7. LE NOVITA' NORMATIVE DEL 2015

Con il decreto legge n. 83/2015 del 27 Giugno 2015 *“il Governo è ancora una volta intervenuto in materia fallimentare, al fine di migliorare gli strumenti messi a disposizione degli operatori per la tempestiva ed efficiente gestione della crisi aziendale e così favorire un'anticipata emersione dei casi di difficoltà e contenere quanto più possibile le perdite del tessuto economico”*.⁴² Per il concordato preventivo, dopo la significativa riforma del 2012, sono state introdotte modifiche in più parti e nuove misure volte a favorire il finanziamento dell'impresa in crisi, un'adeguata valorizzazione del patrimonio dell'imprenditore e la riduzione della durata del procedimento. I creditori, da semplici spettatori, diventano attori protagonisti ai quali il legislatore, rispetto al passato, ha dato maggior attenzione, riconoscendo un ruolo più attivo e informato.

Proposte concorrenti

Ai sensi del nuovo art. 161 l. fall., *“uno o più creditori, anche per effetto di acquisti successivi alla presentazione della domanda di concordato, possono presentare una proposta concorrente di concordato preventivo e il relativo piano non oltre trenta giorni prima dell'adunanza dei creditori”*. E' necessario che rappresentino almeno il dieci per cento dei crediti indicati nella situazione patrimoniale depositata con la

⁴² De Palma G., “Il nuovo volto “provvisorio” del concordato preventivo: i creditori da spettatori ad attori”, briefing note di Clifford Chance, 2015

domanda di ammissione concordataria. In tal modo, si esclude tale facoltà a possibili concorrenti del debitore, interessati a eliminare un *competitor* dal mercato, oppure da soggetti che, mediante la minaccia di presentare una proposta, perseguano illeciti vantaggi personali. Nel computo di tale percentuale *“non si considerano i crediti della società che controlla la società debitrice, delle società da questa controllate e di quelle sottoposte a comune controllo”*. Questa limitazione è volta ad evitare che soggetti legati al debitore possano confondere i creditori, presentando proposte con il fine di contrastare quelle concorrenti di questi o di terzi. Questa facoltà è riconosciuta dal legislatore, qualora la proposta del debitore non sia in grado di garantire il pagamento anche dilazionato, almeno del quaranta per cento dei crediti chirografari; in tal modo la legge introduce nel procedimento logiche concorrenziali, favorendo il diretto coinvolgimento del ceto creditorio nel trovare una soluzione allo stato di crisi. Di fatto il legislatore *“rompe nel concordato preventivo il monopolio del debitore nella legittimazione alla presentazione di una proposta da sottoporre all’approvazione dei creditori ed all’omologazione del tribunale”*, limitandolo senza portare ad un superamento, *“perché egli rimane comunque l’unico soggetto legittimato a decidere se fare ricorso o meno alla procedura di concordato preventivo, depositando la domanda introduttiva”*.⁴³ I creditori o terzi interessati possono chiedere al Commissario giudiziale tutte le informazioni necessarie e rilevanti per la presentazione di proposte concorrenti, il quale si riserverà di fornirle dopo aver valutato la congruità della richiesta. Inoltre, se il proponente è costituito in forma di società per azione o a responsabilità limitata, il legislatore ha concesso ai creditori di poter proporre un aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto d’opzione, con lo scopo non solo di ampliare il ventaglio delle possibili forme di raccolta di risorse finanziarie da poter destinare al risanamento dell’impresa, ma anche di dare la facoltà di incidere sulla composizione del capitale sociale. Il piano può prevedere diverse classi di creditori, purchè sia oggetto di controllo da parte del tribunale, il quale valuterà la correttezza dei criteri scelti per la suddivisione, per tutelare tutti i soggetti creditori. La

⁴³ D’Attore G., “Le proposte di concordato preventivo concorrenti”, *Il Fallimento*, 11/2015, pag. 1163

legge ha riconosciuto al Commissario, oltre a maggiori poteri nella gestione dei flussi informativi come detto in precedenza, anche maggiori obblighi, in quanto, in presenza di proposte concorrenti nel rispetto del nuovo art. 172, deve redigere anche una relazione integrativa comparativa tra le proposte depositate, *“che possono essere modificate fino a quindici giorni prima dell’adunanza dei creditori”*. Per quanto riguarda la fase di approvazione, sono state introdotte importanti novità, infatti tutte le soluzioni depositate dal debitore e dai creditori sono ammesse alla votazione e si segue il principio maggioritario, per cui è necessario conseguire la maggioranza più elevata dei crediti ammessi al voto. Il legislatore, però, mantiene l’importante ruolo del debitore nel dover trovare una via d’uscita allo stato di crisi, infatti *”In caso di parità, prevale quella del debitore o, in caso di parità fra proposte di creditori, quella presentata per prima”*. In assenza di un comune intento tra i votanti, il Giudice delegato, con decreto, dispone una nuova votazione esclusivamente della proposta che ha raggiunto la maggioranza relativa dei crediti ammessi al voto e fissa il termine, per darne comunicazione e per esprimere il dissenso, come dispone l’art. 177 l. fall.. Nonostante l’apparente armonia del sistema di voto appena descritto, sorgono alcuni dubbi riguardo la posizione del debitore, che, con le novità normative, subisce una disparità di trattamento, derivante dalla sua impossibilità a votare sia la sua proposta sia quelle concorrenti. Mentre ai creditori è riconosciuto un vincolo derivante dall’art. 163, comma 6, l. fall., per cui possono votare la loro proposta concorrente solo se collocati in un’ autonoma classe. Tale norma, però, può essere elusa, per il fatto che sono sempre legittimati al voto, senza l’obbligo di inserimento in classi separate, i creditori collegati al proponente. Tale disparità tra debitore e creditore proponente *“sussiste sia nella prima votazione di selezione della proposta “prevalente”, ove sono in competizione diretta la proposta del debitore e la proposta concorrente, sia nella successiva ed eventuale votazione sulla sola proposta “prevalente” ai fini del raggiungimento del quorum”*.⁴⁴ Nella fase di esecuzione del concordato, qualora sia omologata dal Tribunale la proposta di un creditore, quest’ultimo può godere non solo

⁴⁴ Ibidem pag. 1177

del controllo del Commissario riguardo gli adempimenti del debitore, ma anche di un altro strumento di tutela rappresentato dalla possibilità di esporre denuncia con decreto per i ritardi o le omissioni e può richiedere di attribuire maggiori poteri al Commissario, con il fine di adempiere al compimento degli atti in via sostitutiva. E' evidente che la legge vuole porre rimedio a comportamenti di stallo o di inerzia intenzionali da parte dell'imprenditore in crisi, che possono causare un rallentamento o un impedimento alla regolare esecuzione del concordato. In casi di gravità, come dispone l'art. 185 l. fall., il tribunale, "*sentiti in camera di consiglio il debitore e il commissario giudiziale*", ha il potere di revocare l'organo amministrativo e nominare, definendo i poteri e la durata dell'incarico, un amministratore giudiziario, che potrà coincidere con il liquidatore, il quale potrà compiere tutti gli atti necessari all'esecuzione degli impegni concordatari previsti nella proposta, anche atti di finanza straordinaria, come l'aumento di capitale, verso il quale il debitore avrebbe potuto mostrare ostilità.

Le offerte concorrenti

In presenza di una proposta concorrente che preveda il trasferimento dell'azienda o di uno o più rami o di specifici beni in favore di un soggetto dietro corrispettivo in denaro, per evitare che tale operazione potesse arrecare un danno agli altri soggetti interessati, la legge ha previsto, con la novella normativa del 2015, che il Commissario giudiziale debba valutare la congruità della soluzione offerta, dandone esplicita motivazione, considerando nel complesso i termini, le condizioni e l'ammontare del corrispettivo. Inoltre, come dispone l'art. 163-bis, "*l'offerta e il piano possono prevedere che il trasferimento abbia luogo prima dell'omologazione*". Tale strumento di controllo risponde alla necessità di garantire la trasparenza e la regolarità dell'operazione, onde evitare finalità elusive per nulla, volte alla miglior valorizzazione del compendio patrimoniale del debitore e il miglior soddisfacimento del ceto creditorio. Se la proposta offerta non è congrua a garantire quest'ultimo scopo, il Commissario si può spingere fino a chiedere al Tribunale, con istanza motivata, di aprire una procedura

concorrenziale. Il decreto di apertura del procedimento disporrà i requisiti, le modalità e le condizioni a cui i proponenti dovranno conformarsi per essere ammessi. In presenza di più offerte migliorative, il giudice dispone tra gli offerenti la gara, del cui esito il debitore dovrà tener conto, in quanto dovrà modificare la proposta e il piano conformemente al contenuto di quella aggiudicatrice. Un altro elemento del testo normativo, da cui si evince un incentivo a presentare offerte concorrenti, è rappresentato dal riconoscimento di un *“rimborso delle spese e dei costi sostenuti per la formulazione dell’offerta entro il limite massimo del tre per cento del prezzo in essa indicato”*. Tale beneficio è attribuito dal Commissario a colui che ha presentato l’offerta come indicato nel primo comma dell’art. 163-*bis*, il quale, inoltre, è liberato da ogni impegno eventualmente sorto nei confronti del debitore. E’ evidente che la disciplina presente in questo articolo di nuova introduzione nell’ordinamento fallimentare risponde al tentativo del legislatore di rendere l’istituto concordatario sempre più aperto a logiche concorrenziali, favorendo l’iniziativa di creditori a proporre una soluzione concordataria, tanto da ampliare il campo applicativo anche a fattispecie riguardanti l’affitto d’azienda o di uno o più rami, senza perdere di vista l’obiettivo di tutela del miglior soddisfacimento del ceto creditorio.

I contratti pendenti

La riforma ha introdotto alcune modifiche dell’art. 169-*bis*, contenente la disciplina riguardante l’autorizzazione allo scioglimento dei contratti in esecuzione, puntualizzando alcuni aspetti normativi che avevano sollevato questioni interpretative nella pratica. Oltre ad aver riformulato la rubrica della norma, superando così la distinzione interpretativa tra contratti in esecuzione e contratti pendenti, è stata fatta chiarezza sui tempi di presentazione della richiesta di autorizzazione, che potrà essere eseguita anche dopo il ricorso regolato dall’art. 161 l. fall.. Nel testo normativo è stata prevista, in aggiunta, una fase di contraddittorio con l’altro contraente, in cui il giudice

delegato interpellerà quest'ultimo e acquisirà tutte le informazioni necessarie prima di concedere l'autorizzazione. Ulteriore tutela per l'altra parte è rappresentata dal fatto che gli effetti dello scioglimento decorrono dalla data di comunicazione del provvedimento. Il legislatore, nell'ultimo comma, ha posto attenzione alla fattispecie specifica del contratto di leasing, disponendo che, in caso di scioglimento contrattuale, il concedente, oltre alla restituzione del bene, "*è tenuto a versare al debitore l'eventuale differenza fra la maggiore somma ricavata dalla vendita o da altra collocazione del bene stesso avvenute a valori di mercato rispetto al credito residuo in linea capitale*". Inoltre, nei confronti del debitore proponente, il concedente vanta un credito, che deve essere soddisfatto come fosse antecedente al concordato, determinato dalla differenza tra il valore del credito alla data del ricorso e quanto ottenuto dalla nuova allocazione del bene.

I finanziamenti interinali

La novella normativa del 2015 ha portato modifiche nel testo dell'art. 182-*quinquies*, in tema di finanziamento e continuità aziendale. Innanzitutto il legislatore ha esteso l'applicazione di tale norma anche all'istituto del concordato in bianco, prevedendo infatti la necessità di depositare solo l'attestazione del professionista per esercitare la facoltà di chiedere l'autorizzazione per finanziamenti interinali. Con il nuovo comma 2-*bis* è stata introdotta la possibilità per il debitore di chiedere l'autorizzazione per contrarre finanziamenti prededucibili al momento della presentazione di una domanda di concordato in bianco, o di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti o una proposta di accordo ai sensi dell'art. 182-*bis*, purchè "*funzionali a urgenti necessità relative all'esercizio dell'attività aziendale fino alla scadenza del termine fissato dal tribunale*" per questi procedimenti. E' bene soffermarsi a comprendere le differenze tra questi due strumenti riconosciuti dalla legge per agevolare l'accesso al credito da parte del debitore. Nel secondo caso si tratta di finanziamenti caratterizzati dall'esistenza dell'urgenza e necessari per la prosecuzione dell'attività d'impresa,

escludendo tale facoltà in pendenza di domanda di concordato definitiva. Inoltre non è richiesta dal legislatore l'attestazione del professionista riguardo il miglior soddisfacimento dei creditori, ma, nel ricorso, devono essere specificate, oltre alla destinazione dei finanziamenti, anche le motivazioni per cui *“in assenza di tali finanziamenti, deriverebbe un pregiudizio imminente ed irreparabile all'azienda”*. Mentre, per i finanziamenti interinali, l'autorizzazione prescinde da queste condizioni. Il testo normativo fa esplicito riferimento anche al caso delle linee di credito auto liquidanti, includendole nelle fattispecie oggetto di disciplina. Questo rappresenta una tutela a favore degli istituti bancari che sono restii, in certe circostanze, a mantenere tali linee di credito in favore di imprenditori in concordato preventivo.

La liquidazione dei beni

Il legislatore ha introdotto novità anche per quanto riguarda il concordato che prevede la cessione dei beni, riformando l'art. 182 l. fall.. In capo al liquidatore è stato posto l'obbligo di effettuare gli adempimenti pubblicitari previsti dal codice di procedura civile nell'art. 490 entro il termine fissato dal Tribunale. Si tratterebbe di riportare i dati rilevanti dei singoli procedimenti sul portale delle vendite pubbliche del Ministero della Giustizia. La legge ha esteso la disciplina contenuta dagli articoli 105 a 108-ter l. fall., tra cui il contenuto dell'art. 107 appena riformato riguardante le vendite fallimentari, alle vendite, cessioni e trasferimenti legalmente eseguiti dopo il deposito di domanda di concordato o in pendenza della procedura. Il nuovo comma quinto, invece, riconosce il potere al Giudice, per suo ordine, di cancellare *“le iscrizioni relative ai diritti di prelazione, nonché delle trascrizioni dei pignoramenti e dei sequestri conservativi e di ogni altro vincolo”*, salvo sia disposto diversamente dal tribunale nel decreto di omologazione.

TERZO CAPITOLO

3.1. IL “GRAND HOTEL MOLINO STUCKY”

Il complesso alberghiero denominato “Grand Hotel Molino Stucky”, è un *asset* immobiliare di proprietà di GHMS s.r.l., appartenente al gruppo Acqua Marcia, la cui *holding* è la società Acqua Pia Antica Marcia S.p.a.. Tale complesso immobiliare è situato nella città di Venezia, precisamente sull’isola della Giudecca e si distingue per il particolare pregio storico ed architettonico. Fu costruito nel 1855, nello stile “industriale neoclassico”, per volontà del noto industriale Giovanni Stucky e fu inizialmente adibito alla lavorazione del grano. Nei primi vent’anni del Novecento, a seguito di numerosi interventi di ampliamento, divenne il mulino più grande d’Europa, ma questo momento rigoglioso non durò molto tempo, infatti gli effetti negativi della seconda guerra mondiale sul commercio e sulla produzione di grano portarono al suo declino, tanto che il complesso fu poi abbandonato. Alla fine degli anni Ottanta del Novecento, il complesso immobiliare pervenne in Giudecca Venezia, al Gruppo Acqua Marcia, che da allora inizierà un lavoro di recupero e successivamente di restauro conservativo, con il fine di esaltarne il valore storico e architettonico. Nel 2007, dopo un incendio che ha danneggiato parte delle strutture originarie, sono stati terminati i lavori di ristrutturazione e l’intero complesso è stato convertito in struttura ricettiva alberghiera. Attualmente il complesso “Grand Hotel Molino Stucky”, classificato come hotel a cinque stelle *superior*, è costituito da dieci immobili e dotato di 379 camere, un centro benessere, un centro congressi, una piscina in copertura, due ristoranti e due bar. Soffermandosi su alcune caratteristiche tecniche del complesso, innanzitutto l’hotel presenta le facciate realizzate in mattoni pieni ed una struttura portante costruita con piloni in ghisa o acciaio e travi in legno. Le camere, invece, si caratterizzano per l’offerta di un’alta qualità dei servizi e per rifiniture di grande pregio. Infatti, per la tipologia dei servizi offerti, il numero di mq e per il livello di lusso, le camere sono

distinte in: camere Deluxe, camere Executive, Suite e Suite Presidenziale. Sicuramente il fiore all'occhiello di tutto il complesso immobiliare è rappresentato dal centro congressi, ritenuto il più grande e attrezzato della città di Venezia, di circa 2700 mq, che offre la possibilità di ospitare mille persone. Il centro, inoltre, presenta un elegante foyer di circa 700 mq e altre sale che permettono di ospitare qualsiasi tipologia di evento. Il complesso alberghiero, come detto precedentemente, è situato sull'isola della Giudecca, località accessibile solamente via mare tramite vaporetto e ricca di monumenti storici e attrazioni turistiche. L'albergo, infatti, è collegato con la terraferma tramite una navetta esclusiva, che permette l'approdo presso Zitelle e San Marco: tale particolare ne esalta ancor di più il prestigio.

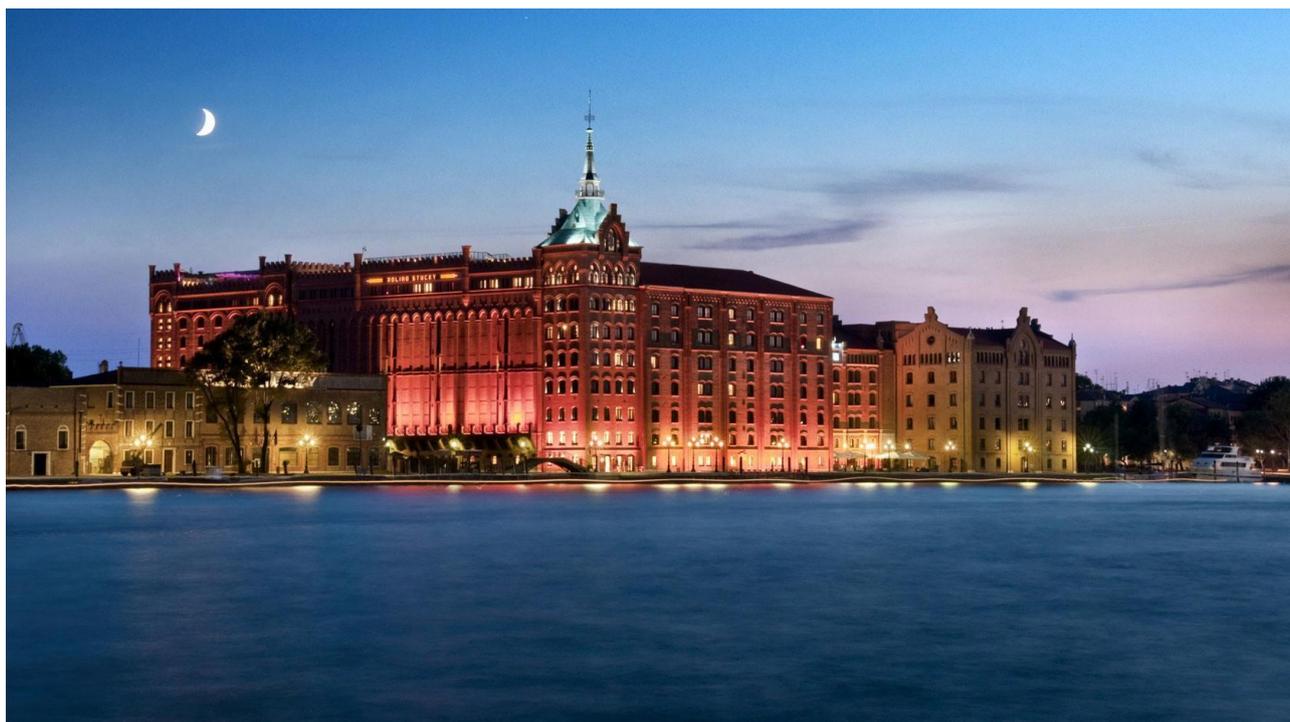


Fig. 1 Fonte: www.molinostuckyhilton.it

3.2. IL CONTRATTO DI MANAGEMENT

La gestione dell'albergo è affidata per contratto a Hilton Worldwide Holdings, comunemente detto "gruppo Hilton", una delle più importanti catene alberghiere al mondo, presente in oltre novanta Paesi, con più di quattromila hotel. Hilton affianca all'attività alberghiera anche quella di ristorazione, di eventi e riunioni e di sviluppo SPA, garantendo uno stile inconfondibile ed unico. Il Molino Stucky rappresenta il secondo hotel della catena per numero di camere, dietro al Hilton Rome Airport e il terzo hotel per numero di mq dedicati al centro congressi, pari a 2600 mq, dietro a Rome Cavalieri Walford Astoria con 8700 mq e Hilton Sorrento Palace con 5800 mq⁴⁵. Per questa ragione, il complesso alberghiero Molino Stucky riveste un ruolo strategico per il gruppo, considerando anche il ritorno di immagine per il *brand* Hilton derivante dalla *location*. Venezia, infatti, oltre ad essere meta di numerosi turisti per via del patrimonio architettonico e turistico, ospita importanti eventi culturali, come "la Biennale di Venezia", il Carnevale e la Mostra del Cinema, appuntamenti che attirano visitatori da ogni parte del mondo. Il contratto di gestione è stato sottoscritto nel 2003 ed è diventato operativo dal 2007, con l'inizio dell'attività alberghiera, prevedendo una durata del rapporto contrattuale pari a dodici anni, prorogabili per altri sei. Il contratto ha definito i diritti e doveri in capo alle parti, necessari per garantire il mantenimento e il funzionamento dell'albergo secondo elevati standard qualitativi, coerenti con il prestigio del *brand* Hilton e con il valore storico del complesso immobiliare. Più precisamente, Hilton ha il diritto di esercitare l'attività alberghiera in piena autonomia, occupandosi di tutti gli aspetti riguardanti la gestione dell'attività, quindi l'area commerciale, il marketing, la gestione dei fornitori e del personale, l'attività operativa di ristorazione e pulizia ambienti. D'altra parte, GHMS si impegna, attraverso attività di manutenzione ordinaria e straordinaria, a mantenere il complesso immobiliare nelle condizioni idonee per l'esercizio dell'attività alberghiera secondo gli standard di

⁴⁵ Cfr. Banca Finnat, perizia di valutazione dell'azienda alberghiera GHMS, 2014

qualità ed efficienza propri di Hilton. Per quanto riguarda le condizioni prettamente economiche, il contratto di gestione individua la remunerazione spettante a Hilton per la gestione e a GHMS per la proprietà. Nello specifico, per ogni esercizio viene calcolata una grandezza economica denominata “utile operativo lordo”, risultato della gestione dell’attività alberghiera. Esso rappresenta un margine reddituale, assimilabile all’Ebitda, ottenuto dalla differenza fra i ricavi della gestione e tutti i costi della gestione, escludendo le voci della gestione finanziaria e straordinaria, gli ammortamenti e infine le svalutazioni. Tra i costi operativi della gestione si trovano quelli per l’acquisto di materie prime e forniture, costo di beni o servizi di terzi, spese pubblicità e promozione, premi assicurativi, tasse, includendo l’IRAP in relazione ai dipendenti. A questa grandezza si applicano alcune rettifiche pari ad una diminuzione del 4% dei ricavi della gestione alberghiera e di una diminuzione del costo di manutenzioni straordinarie. In tal modo si giunge a calcolare “l’utile operativo lordo rettificato”, di cui l’8 % rappresenta la remunerazione di gestione spettante a Hilton e la parte restante è quella destinata a GHMS. Qualora tale grandezza fosse inferiore a dodici milioni nel 2008, tredici milioni nel 2009 e quattordici milioni e cinquecento dal 2010 in poi, Hilton per contratto è obbligata a versare la differenza. Quest’ultima quindi rappresenta un “minimo garantito” per ogni esercizio, assicurato da Hilton indipendentemente dall’andamento della gestione alberghiera, che permette di mantenere stabile la redditività aziendale anche in scenari poco positivi.

3.3. LA CRISI DI MOLINO STUCKY

In data 1 febbraio 2013, GHMS s.r.l. ha depositato presso il Tribunale di Roma, sezione fallimentare, il ricorso per l’ammissione alla procedura di concordato preventivo con riserva e in data 24 giugno 2013 ha depositato il piano di concordato allegato di tutta

la documentazione disposta dalla legge. Tale scelta societaria ha trovato spiegazione nella necessità di dover trovare una soluzione comune con tutti gli *stakeholders*, alla così prematura crisi aziendale. Infatti, sin dai primi anni dell'attività alberghiera, se si considera che l'albergo è stato aperto nel 2007, pian piano sono iniziati ad emergere i primi segnali di squilibrio e di dissesto, che hanno compromesso la redditività aziendale e, con il passare del tempo, la capacità di onorare gli impegni. Per quanto riguarda il business alberghiero di Molino Stucky, le due principali fonti di reddito sono costituite dai ricavi derivanti dall'attività alberghiera nella sua "classica" concezione e dai ricavi dai meeting del centro congressi. Se si considera l'affitto delle camere, i servizi di ristorazione e la locazione degli spazi, il centro congressi allora rappresenta una fonte rilevante, pari al 35% dei ricavi complessivi aziendali. Questo dato, se da una parte può rappresentare un importante aspetto del vantaggio competitivo dell'hotel rispetto ai *competitors* a Venezia, dall'altra può rappresentare anche un peso, qualora l'incidenza dei costi fissi derivanti da questa attività non sia supportata da un'adeguata redditività. Fatte queste premesse, sicuramente la società ha risentito degli effetti negativi della crisi economica globale sul turismo e sull'accesso al credito. Infatti, su scala nazionale, tra il 2007 e il 2009, si è assistito ad un progressivo calo del numero di pernottamenti soprattutto della clientela straniera, che ha colpito le città d'arte con una diminuzione del 3,2% rispetto agli anni pre-crisi.⁴⁶ Dal 2010 in poi si è assistito ad una lenta ripresa del settore in Italia, circa del 2%. Nonostante questo dato negativo, nello stesso periodo, si è registrato un lento aumento della presenza di turisti italiani e stranieri negli alberghi a 5 stelle, pari al 5%, anche se i posti letto in queste strutture, a livello nazionale, pesano circa il 2,7%.⁴⁷ Nel periodo di crisi, guardando il fenomeno nel complesso, si è assistito ad un riposizionamento verso l'alto dell'offerta alberghiera italiana, dovuto ad una contrazione dei posti letti in strutture a basso stellaggio e contestualmente ad un aumento in quelle ad alto stellaggio. In questo elaborato, però, si ritiene di doversi soffermare sulla ricerca delle cause del sorgere di questa crisi aziendale, guardando non tanto l'andamento dello

⁴⁶ Cfr. Servizio studi e ricerche Intesa Sanpaolo, "Il settore turistico in Italia: una ripresa troppo lenta", 2011

⁴⁷ Cfr. Federalberghi, "Datatur: Trend e statistiche sull'economia del turismo", 2016

scenario economico globale e del settore in cui opera la società, quanto le informazioni presenti nei bilanci d'esercizio e nei documenti societari. Ponendo attenzione al conto economico riclassificato a valore e costo della produzione, nel periodo considerato si evince una tendenziale stabilità delle voci dei ricavi e dei costi derivanti dalla gestione alberghiera. Per i primi, i ricavi da vendite e da prestazioni oscillano da un minimo toccato nel 2010 di 21,3 milioni, fino ad un massimo di 28,4, mentre gli altri ricavi, con una minor incidenza sulla redditività complessiva, variano da un minimo di 9,4 milioni nel 2013 ad un massimo di 13,9 nel 2010. Per quanto riguarda le voci di costo della produzione, negli anni si registra, come detto in precedenza, una generale stabilità, interrotta da una significativa svalutazione delle attività finanziarie nel 2011 superiore ai 20 milioni e da un incremento degli accantonamenti rischi e oneri di circa 4,8 milioni nel 2013. Anche i costi del personale non subiscono rilevanti variazioni, se non una diminuzione tra il 2008 e il 2009 di 1,9 milioni.

Conto Economico GHMS	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ricavi delle vendite e prestazioni	25.296.449	22.728.346	21.347.160	27.843.087	25.224.695	28.437.710
altri ricavi	10153269	11191809	13894173	9258743	12447193	9430248
Totale valore della produzione	35.449.718	33.920.155	35.241.333	37.101.830	37.671.888	37.867.958
materie prime	3.351.461	2.906.865	2.809.256	3.137.644	3.101.983	3.334.333
costi per servizi	10.187.908	8.995.857	8.868.619	9.847.701	9.838.333	12.168.460
costi per godimento beni di terzi	127.547	128.653	135.990	167.341	184.274	145.950
costi del personale	8.438.630	6.959.140	7.052.724	7.608.107	7.777.553	7.957.864
ammortamenti e svalutazioni	5.886.229	6.037.004	5.556.916	25.754.156	9.252.478	4.238.191
variazione delle rimanenze	39.848	11.568	45.521	21.373	48.573	7.171
accantonamenti rischi	-	-	750.000	-	597.544	4.759.346
oneri diversi di gestione	1.760.881	1.553.033	3.246.236	1.702.182	2.194.350	2.668.651
Totale costi della produzione	29.792.504	26.592.120	28.465.262	48.238.504	32.897.942	35.279.966
proventi e oneri finanziari	14.071.602	11.842.961	11.579.910	11.333.083	11.260.289	10.325.609
proventi e oneri straordinari	4.680	39.511	767.776	243.056	895.138	849.163
imposte	1.477.020	399.591	539.059	2.099.004	545.853	591.507
Risultato d'esercizio	- 6.942.048	- 4.154.846	- 5.032.556	- 24.325.705	- 7.927.334	- 7.479.961

Fig. 2 Fonte: Elaborazione personale dati di bilancio

In ragione di quanto detto, la differenza tra valore e costi della produzione si mantiene generalmente costante, tranne negli esercizi in cui si sono registrate inaspettate variazioni dei costi. Gli esiti nel periodo considerato, che portano costantemente ad un

risultato d'esercizio sempre negativo, non derivano dalla gestione operativa aziendale, ma da quella finanziaria. Infatti, come mostra il conto economico, la differenza tra proventi e oneri finanziari impatta in maniera incisiva sul risultato d'esercizio con un trend in graduale diminuzione, da -14 milioni nel 2008 a circa -10 milioni del 2013. Il risultato d'esercizio, mai positivo, sfiora i -24,3 milioni nel 2011 per poi assestarsi tra i -7 e i -8 milioni. Tali perdite, insieme ad una diminuzione di circa 40,5 milioni della riserva da rivalutazione, hanno portato ad un graduale assottigliamento del patrimonio netto che, da un valore di circa 110,3 milioni nel 2008, è sceso a 22,9 milioni nel 2013. Guardando lo stato patrimoniale, emerge una struttura finanziaria molto sbilanciata nel periodo considerato, a causa di una significativa diminuzione del patrimonio netto e di un incremento progressivo del debito bancario da 237 milioni nel 2011 a 255 nel 2013, dopo esser diminuito tra il 2008 e il 2010. L'attivo mostra un andamento globalmente regolare, eccetto nell'esercizio 2011, per via di una pesante svalutazione delle attività finanziarie non immobilizzate superiore ai 20 milioni e per una svalutazione dei crediti verso la controllante nel 2013, per via dell'accesso al procedimento di concordato.

Stato Patrimoniale GHMS	2008	2009	2010	2011	2012	2013
immobilizzazioni immateriali	10.725.029	9.292.527	7.808.939	6.350.857	5.011.972	4.553.653
immobilizzazioni materiali	363.654.742	360.504.128	350.327.162	290.600.000	288.409.710	285.635.890
immobilizzazioni finanziarie	10.013	7.514	3.428	103.221	310.227	316.761
Totale immobilizzazioni	374.389.784	369.804.169	358.139.529	297.054.078	293.731.909	290.506.304
rimanenze	285.311	273.743	228.222	206.849	255.422	248.251
crediti	18.344.177	7.761.054	5.983.552	5.104.543	7.698.839	3.582.296
attività finanziarie non immobiliz disponibilità liquide	30.148.585 6.347.933	26.694.773 9.596.863	33.472.432 8.437.796	8.544.750 8.123.871	15.698.369 5.729.100	28.345.966 11.718.724
Totale attivo circolante	55.126.006	44.326.433	48.122.002	21.980.013	29.381.730	43.895.237
ratei e risconti attivi	161.305	237.640	174.055	166.259	182.670	166.972
Totale attività	429.677.095	414.368.242	406.435.586	319.200.350	323.296.309	334.568.513
fondo rischi e oneri	41.483.831	41.469.091	42.204.351	24.402.223	24.985.026	29.812.831
tfr	343.929	341.223	520.181	629.227	730.757	996.939
debiti verso banche	252.065.904	243.977.234	242.618.540	237.008.000	245.231.172	255.476.238
debiti verso altri finanziatori	-	-	-	-	455.043	498.195
debiti verso fornitori	15.584.029	9.571.536	13.857.749	6.138.375	12.513.729	13.844.007
debiti verso controllanti	580.959	1.113.141	1.276.421	1.468.005	3.559.229	3.001.738
debiti tributari	710.551	135.265	736.535	1.540.560	2.899.850	4.779.533
debiti verso istituti previdenziali	312.430	228.382	246.000	468.990	494.696	621.428
altri debiti	5.861.779	9.125.262	2.531.550	8.951.180	2.358.659	2.462.080
Totale debiti	275.115.652	264.150.820	261.266.795	255.575.110	267.512.378	280.683.219
ratei e risconti passivi	2.504.565	2.232.836	1.402.277	738.199	140.066	174.352
Totale passività	319.447.977	308.193.970	305.393.604	281.344.759	293.368.227	311.667.341
Patrimonio netto	110.229.118	116.074.272	101.041.517	37.855.466	29.928.132	22.901.172

Fig. 3 Fonte: Elaborazione personale dati di bilancio

Per le passività, oltre al dato riferito al debito bancario, l'unica voce che ha subito un incremento repentino è stata quella riguardante la componente del fondo rischi e oneri, derivante dalle controversie legali, di quasi 5 milioni nel 2013. Per analizzare il trend delle fonti di finanziamento, si confronteranno alcuni indici finanziari presenti nella tabella.

Indici	2008	2009	2010	2011	2012	2013
copertura oneri finanziari	0,33	0,57	0,56	-0,89	0,39	0,25
PFN/Ebitda	21,29	17,54	18,99	15,56	17,11	35,78
rapporto di indebitamento	3,9	3,91	4,02	8,43	10,8	14,61
indice di liquidità	1,92	2,33	1,66	0,94	0,62	0,66

Fig. 4 Fonte: Elaborazione personale dati di bilancio

Guardando l'andamento del rapporto di indebitamento, definito dal rapporto tra le passività totali e il capitale netto, si ha conferma di quanto detto in precedenza. Infatti l'indice cresce significativamente, passando da un valore di 3,9 nel 2008, ad uno di 14,61 nel 2013. L'indice derivante dal rapporto tra la posizione finanziaria netta e l'Ebitda, oscilla tra il valore più basso nel 2011, pari a 15,56 e il valore più alto nel 2013 di 35,78. Questo indice, molto utilizzato nella pratica professionale, è una buona approssimazione degli anni che sono necessari per ripagare il debito, nell'ipotesi che l'azienda arresti i propri investimenti e non paghi le imposte. In relazione a quanto detto e ai valori riportati in tabella, è evidente che GHMS è un'azienda estremamente indebitata ed esposta al rischio che l'eccessivo peso delle passività nella struttura finanziaria possa impedire la sopravvivenza in *going concern*. L'indice di copertura degli oneri finanziari, ottenuto dal rapporto tra il reddito operativo e gli oneri finanziari, si mantiene stabilmente sotto l'unità, diventando persino negativo nel 2011 e

mostrando un trend in diminuzione. Questi dati negativi mostrano che l'azienda non è in grado di sostenere il pagamento degli oneri finanziari derivanti dalle passività, con il reddito generato dalla gestione caratteristica. Un altro aspetto importante da sottolineare è rappresentato dall'andamento dell'indice di liquidità, ottenuto dal rapporto tra l'attivo a breve, privato delle rimanenze e il passivo a breve. Questo indice mostra la capacità dell'azienda di far fronte, attraverso le attività disponibili nel breve periodo, alle obbligazioni assunte nel medesimo arco temporale. Negli ultimi tre esercizi il valore scende al di sotto dell'unità, mettendo in evidenza che la società GHMS non dispone di adeguate risorse per soddisfare gli impegni a breve. Generalmente, valori sotto l'unità di questo indice spingono le aziende a dover intervenire sulle poste dell'attivo immobilizzato o a ricorrere a nuovi finanziamenti per poter sopravvivere. Dalla lettura congiunta di questi indici finanziari emerge che GHMS, nel periodo considerato, non solo ha aumentato la propria esposizione debitoria in maniera rilevante, ma è stata anche esposta al rischio di diventare insolvente, a causa di una scarsa redditività dell'attività alberghiera e di un'eccessiva incidenza degli oneri finanziari sul conto economico. Queste considerazioni sono ancora più rilevanti se si considerano i vantaggi derivanti dal contratto di gestione di Hilton. Se si guarda il conto economico riclassificato secondo l'origine delle componenti reddituali, riportato in basso, è possibile distinguere chiaramente il risultato operativo della gestione alberghiera prodotto da Hilton, il cosiddetto "utile operativo lordo rettificato", dall'adeguamento a "minimo garantito". Quest'ultimo, da 9,3 milioni nel 2008, è salito progressivamente fino a 11 milioni nel 2012, rappresentando mediamente più del 70% del minimo garantito di ogni esercizio. Tale beneficio, però, viene completamente assorbito dal risultato negativo della gestione finanziaria, che porta il risultato d'esercizio, al netto delle imposte, ad essere sempre negativo.

Conto Economico GHMS	2008	2009	2010	2011	2012
Utile operativo lordo rett.	2.137.293	2.504.148	2.266.439	6.412.170	3.475.044
Adeguamento minimo garantito	9.362.707	9.995.852	12.233.561	8.087.830	11.024.956
Utile operativo lordo rett.+ minimo garantito	11.500.000	12.500.000	14.500.000	14.500.000	14.500.000
materie prime	47.309	4.937	-	702	6
costi per servizi	1.179.079	881.581	1.506.106	1.094.194	1.112.243
altri costi	131.659	121.415	88.988	78.771	90.313
oneri diversi di gestione	646.801	139.800	2.207.087	407.798	875.890
EBITDA	9.495.152	11.352.267	10.697.819	12.918.535	12.421.548
proventi finanziari	3.012.154	1.069.325	603.408	1.134.206	766.696
oneri finanziari	16.998.192	12.922.461	12.188.633	12.481.622	12.084.723
Totale gestione finanziaria	- 13.986.038	- 11.853.136	- 11.585.225	- 11.347.416	- 11.318.027
M.O.L. di imposte e svalutazioni	- 4.490.886	- 500.869	- 887.406	1.571.119	1.103.521
imposte correnti	1.128.717	1.618.558	1.638.378	1.871.565	2.182.144
M.O.L. di svalutazioni	- 5.619.603	- 2.119.427	- 2.525.784	- 300.446	- 1.078.623
proventi non operativi	789.915	683.455	1.150.972	669.783	733.663
gestione straordinaria	- 4.680	- 2.312	- 730.543	-	- 468.968
imposte differite	2.911.756	2.167.564	2.387.605	14.740	1.878.205
accantonamento rischi	252.281	462.877	- 94.088	1.133.011	428.826
svalutazioni	5.271.717	5.347.004	5.220.916	25.842.793	9.420.437
Risultato d'esercizio	- 6.942.048	- 4.154.847	- 5.032.754	- 24.325.705	- 7.927.334

Fig. 5 Fonte: Elaborazione personale dati di bilancio.

Fatte queste considerazioni, è bene soffermarsi sulle ragioni di questo aumento dell'indebitamento e di questo gravoso impatto degli oneri finanziari sul conto economico. Nell'aprile del 2008, GHMS ha sottoscritto un contratto di finanziamento fondiario a medio e lungo termine, per un importo pari a 250 milioni di euro con il seguente pool di banche.

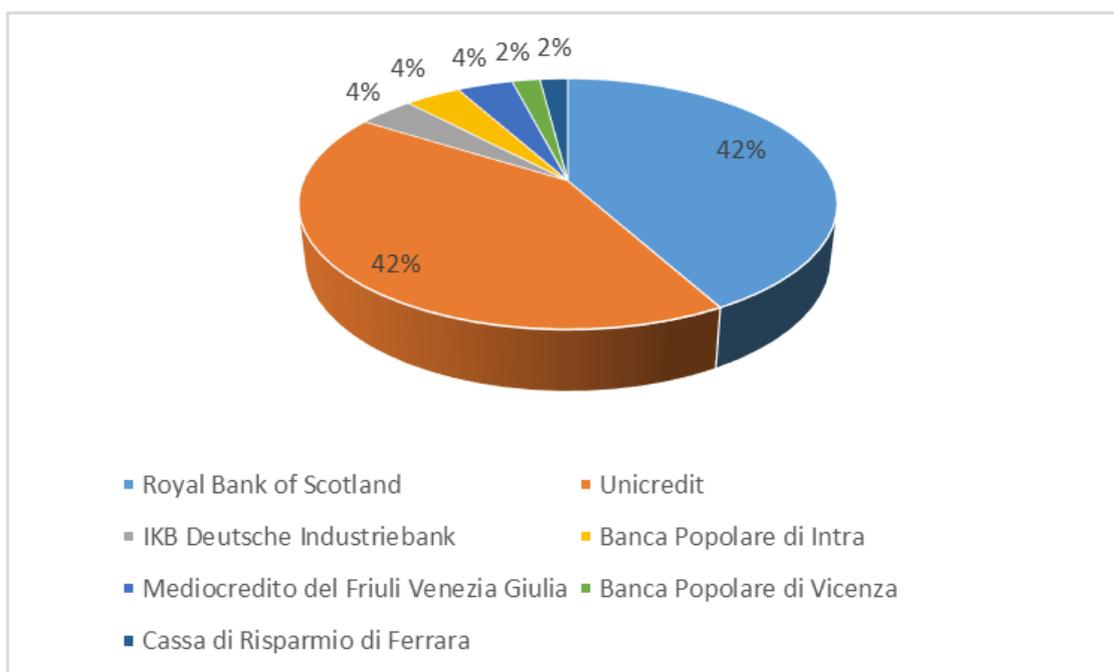


Fig. 6 Fonte: Elaborazione personale informazioni contenute nel Piano Concordatario GHMS, 2013.

Questo finanziamento è stato utilizzato per estinguere un finanziamento ponte pari a 250 milioni, sottoscritto nel 2007 con Unicredit e Royal Bank of Scotland, a sua volta impiegato per estinguere un precedente mutuo edilizio pari a 145 milioni derivante dall'operazione di ristrutturazione del complesso immobiliare. Il finanziamento del 2008, inoltre, prevede il pagamento di alcune commissioni a RBS, quale agente del pool e la costituzione di garanzie reali e personali necessarie per assicurare il rimborso delle rate. Tra le garanzie reali, ottenute dal pool di banche, è doveroso citare:

1. l'ipoteca di primo grado sull'immobile, destinato alla struttura alberghiera;
2. un pegno sulle quote sociali di GHMS;
3. un pegno, fino ad un massimo di euro 500 milioni, sui conti correnti intestati a GHMS, su cui vengono accreditate le somme dovute da Hilton.

GHMS, inoltre, per coprirsi dal rischio derivante dall'oscillazione del tasso di interesse, ha sottoscritto con RBS e Unicredit quattro contratti derivati. L'insieme congiunto di questi contratti certamente tende a paralizzare la struttura finanziaria di GHMS. La tabella seguente mette in evidenza l'insostenibilità di questi contratti, infatti, per ogni esercizio, confrontando i dati, il totale delle somme dovute al pool di banche è sempre

maggiore del minimo garantito dal contratto di gestione con Hilton, che di fatto rappresenta il tetto massimo di reddito prodotto in ogni esercizio.

Anni	Rata capitale	Interessi	Fee	Derivati	Totale	Minimo garantito
2007		11.198.285		383.405	11.581.690	
2008	3.300.000	16.117.531	37.500	382.478	19.837.509	11.500.000
2009	4.625.000	8.041.423	50.000	4.424.388	17.140.811	12.500.000
2010	4.925.000	5.831.550	50.000	5.365.987	16.172.537	14.500.000
2011	5.225.000	7.115.162	50.000	4.546.191	16.936.353	14.500.000
2012	5.525.000	5.648.185	50.000	5.151.215	16.374.400	14.500.000

Fig. 7 Fonte: Romano M., relazione di stima compendio aziendale di GHMS, 2014

In sintesi, da questa analisi è ragionevole ritenere che la causa scatenante questa crisi finanziaria è da attribuirsi all'insostenibilità delle condizioni imposte dal contratto di finanziamento e dalle relative garanzie, considerati i vantaggi derivanti dal contratto di management con Hilton. Però, scendendo più in profondità nell'indagine, non si può non considerare il fatto che questa azienda dipenda in maniera eccessiva dalle favorevoli condizioni contrattuali di Hilton. GHMS, privato del minimo garantito dalla gestione, non è in grado autonomamente di generare un adeguato reddito operativo che permetta un sostenibile indebitamento. Se si considera che questo andamento ha caratterizzato non un periodo limitato di tempo, ma tutta la vita dell'impresa, già dal primo anno, è evidente che bisognerebbe ricercare la causa di questa crisi nella struttura dei ricavi e dei costi operativi. L'utile operativo lordo rettificato, che rappresenta il risultato della gestione di Hilton, oscilla dai 2,1 milioni del 2008 ai 6,4 milioni del 2011, numeri che non trovano giustificazione, considerato il brand di Hilton e le caratteristiche e il valore dell'hotel Molino Stucky.

	2010	2011	2012	2013
Tariffa media annua Molino Stucky	183	204	181	198
Occupancy rate annuo Molino Stucky	57%	66%	68%	70%
Tariffa media Venezia	143,55	148,64	145,79	145,09
Occupancy rate Venezia	66%	64,70%	66,90%	67,40%
Tariffa media settore luxury italiano	324,48	337,58	341,76	341,76
Occupancy settore luxury italiano	54,70%	60,08%	65,20%	65,90%

Fig. 8 Fonte: elaborazione personale dati di www.trademarkitalia.com e di Banca Finnat, perizia di valutazione dell'azienda alberghiera GHMS, 2014

Tale considerazione assume maggior rilievo se si legge attentamente questa tabella, che riporta la tariffa media annua dell'Hotel, confrontata con quella degli alberghi di Venezia e con quella italiana del settore *luxury* alberghiero, cioè degli hotel a 5 stelle. Inoltre è possibile osservare la differenza tra il tasso di occupazione delle camere, *l'occupancy rate* del Molino Stucky, con quello degli alberghi veneziani e del settore italiano *luxury*. Tra il 2010 e il 2013 è possibile leggere un elemento positivo, infatti l'hotel in questione ha mantenuto un tasso di occupazione delle camere superiore a quello degli hotel della città di Venezia e del settore degli hotel 5 stelle. Per quanto riguarda le tariffe medie, invece, emerge un dato molto interessante: la tariffa media di Hilton è stata sempre superiore al livello medio di Venezia, ma ha presentato un divario significativo rispetto al settore italiano *luxury*, mediamente con uno scostamento superiore ai 130 euro. Questo dato mostra come l'hotel abbia adottato delle politiche di *pricing* nettamente diverse dai suoi concorrenti di settore. Considerando che la tariffa media delle camere e *l'occupancy rate* sono due importanti drivers che incidono sulla redditività alberghiera, probabilmente, il management avrebbe dovuto rivedere le strategie di mercato, rivedere il vantaggio competitivo dell'hotel e il suo posizionamento rispetto ai maggiori competitors di settore. La scarsa redditività aziendale ha portato, in aggiunta, a commettere un grande errore nella politica di gestione finanziaria. Indebitarsi nuovamente per estinguere i precedenti finanziamenti

e per onorare il pagamento delle obbligazioni periodiche, ha aggravato maggiormente lo squilibrio della struttura finanziaria. E' pur vero che, in tale scenario, l'impresa non aveva un redditività sufficiente per favorire gli investimenti, quindi questo eccessivo indebitamento ha soltanto aggravato la situazione e ha solo posticipato di qualche anno il sorgere della crisi. In conclusione, GHMS, nel 2013, quando ha chiesto l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, era un'azienda che stava distruggendo valore, ad alto rischio insolvenza, che necessitava certamente di un procedimento di *restructuring* del debito, ma forse anche di altro per garantire la continuità aziendale.

3.4. LA PROPOSTA DI CONCORDATO

Inizialmente la proposta fatta ai creditori prevedeva la liquidazione dei beni dell'attivo patrimoniale, con temporanea prosecuzione dell'attività alberghiera da parte Hilton International. Quindi i creditori sarebbero stati soddisfatti dalla conversione in denaro dell'attivo patrimoniale ceduto, secondo il principio della *par condicio creditorum*. Però, successivamente all'ammissione alla procedura di concordato preventivo, effettuata con decreto del 5 luglio 2013, è insorta una controversia con il pool di banche finanziatrici del mutuo fondiario del 2008, che costituivano i principali creditori di GHMS, riguardo la spettanza delle somme depositate sul conto "proventi e indennizzi". Trascurando le ragioni di questo contenzioso, dopo complesse trattative la società GHMS ha raggiunto un accordo quadro con il pool di banche coinvolte, nel quale sostanzialmente è stato definito un piano di ristrutturazione del debito e le modalità di pagamento dei crediti. A seguito di tali cambiamenti, GHMS ha dovuto modificare la proposta concordataria, superando l'originale impostazione e inserendo un accordo di ristrutturazione in un concordato preventivo. Innanzitutto la società ha differenziato l'offerta ai creditori, distinguendoli tra coloro che non hanno partecipato all'accordo

quadro e gli appartenenti al pool di banche che invece sono stati aderenti. Per i primi, la nuova offerta concordataria ha proposto l'integrale soddisfazione dei rispettivi crediti nel rispetto della *par condicio creditorum*. Per i secondi, invece, il soddisfacimento avverrà secondo il nuovo piano di ammortamento del debito fondiario e nel rispetto degli obblighi contenuti nell'accordo quadro. In aggiunta, a garanzia del rimborso è stato previsto il conferimento dell'azienda alberghiera, comprensiva del contratto di gestione, in una Newco, chiamata GHMS Venezia, società partecipata al 100% da GHMS, costituita il 25 settembre 2014. In questo nuovo contesto societario continuerà l'attività imprenditoriale, al fine di garantire il pagamento del debito fondiario e la prosecuzione dei contratti in essere, soprattutto a favore dei dipendenti. La modifica della proposta concordataria, però, non ha cambiato l'intento finale dell'originaria offerta presentata ai creditori. Infatti è stata ipotizzata la vendita della società nel secondo semestre del 2016, ritenendo opportuno garantire la continuazione dell'attività alberghiera fino a quella data, con la prosecuzione del contratto di gestione di Hilton. L'operazione di vendita risulta necessaria, perché la controllante di GHMS, Acqua Marcia Turismo S.p.a., anch'essa in procedimento di concordato, ha previsto la liquidazione del suo patrimonio. Una riduzione del debito, con la prosecuzione dell'attività d'impresa, aumenterebbe il valore di realizzo della partecipazione nel capitale di GHMS. Tale operazione, però, sarà influenzata dalle condizioni del contratto di gestione, che non prevede la cessione a terzi di diritti e interessi riferiti all'hotel, senza il consenso scritto di Hilton. Per quanto riguarda l'operazione di ristrutturazione del debito, come detto in precedenza, nell'accordo quadro è stato definito il riscadenziamento del mutuo fondiario, mediante la rimodulazione del relativo piano di ammortamento. Nel 2008, l'originario contratto prevedeva la concessione a GHMS, dalle sette banche finanziatrici, di un finanziamento di circa 250 milioni. Al momento dell'accordo, invece, il debito residuo, al netto di ulteriori somme, comprensive di capitale e interessi, derivanti da conti correnti gravati da pegno, è pari a circa 230.378.055,05 di euro. Il rimborso avverrà a rate mensili costanti posticipate, di importo pari a 800.000 euro, comprensive di capitale e d'interesse. Il

pianoprospectivo ha previsto il pagamento delle rate in un orizzonte temporale di 5 anni, la prima rata con scadenza il 1° gennaio 2015 e l'ultima rata il 1° dicembre 2019. La *ratio* di tale pianificazione va individuata nel fatto che l'intero piano concordatario ha simulato la continuità dell'attività alberghiera fino alla scadenza del contratto di management di Hilton, ovvero nel dicembre 2019. Il tasso di interesse scelto convenzionalmente è pari all'1,9 %, composto da una parte variabile, rappresentata dall'Euribor 3 mesi e da una parte fissa pari all'1,65%. Come riporta il seguente prospetto, nel dicembre 2019 si ritiene che il totale del debito residuo sarà di circa 203 milioni, con un ammontare di capitale rimborsato pari a 27,7 milioni e un pagamento totale di 20,2 milioni di interessi.

Tasso d'interesse	1,9%
Rata mensile	800.000
Totale rate pagate fino al 1/12/19	48.000.000,00
Totale interessi pagati fino al 1/12/19	20.227.521,34
Totale capitale rimborsato al 1/12/19	27.772.478,66
Totale capitale residuo al 1/12/19	203.084.026,69

Fig. 9 Fonte: elaborazione personale dati del Piano concordatario Grand Hotel Molino Stucky, 2013

Il pagamento della rata mensile di 800.000 euro è garantita dal contratto di gestione di Hilton, che contempla il versamento di 14.5 milioni annui. Tale minimo garantito verrà anticipato da Hilton, secondo un determinato piano di incassi a favore della società e mensilmente coprirà il pagamento della rata del mutuo fondiario. Inoltre, a maggior garanzia del rimborso del debito, nel periodo successivo all'omologazione del piano, GHMS non distribuirà utili alla controllante, ma questi resteranno nel patrimonio societario. Come detto in precedenza, per quanto riguarda il soddisfacimento dei creditori chirografari, è stata effettuata una distinzione tra aderenti e non aderenti all'accordo quadro, mentre, per il ceto prelatizio, non è stata disposta alcuna differenziazione. La proposta concordataria garantisce il totale pagamento dei crediti

diversi da quelli vantati dal pool di banche finanziatrici del mutuo fondiario, entro il termine di 90 giorni dal passaggio in giudicato del decreto di omologa, secondo il piano dei pagamenti simulato. Tale pagamento verrà effettuato utilizzando le disponibilità liquide in data 30 giugno 2014 pari a 55.932.260 euro, somma che considera anche le rate mensili di minimo garantito, relative all'esercizio 2014. Innanzitutto, entro il termine avverrà il pagamento dei crediti prededucibili derivanti dalla prosecuzione dell'attività imprenditoriale e dalla procedura in esecuzione pari a circa 16,3 milioni. Si procederà con l'estinzione del rimborso delle somme giacenti sui conti correnti sottoposti a pegno, maturate fino al febbraio 2013, pari a 16,3 milioni. Verrà effettuato il pagamento integrale dei crediti privilegiati, al netto dei fondi rischi, pari a 5,8 milioni, dei crediti chirografari appartenenti ai non aderenti all'accordo quadro, per un importo pari a 11,4 milioni e dei crediti postergati per 10.871 euro. Considerando anche l'accantonamento a fondo rischi per 7,4 milioni e le somme derivanti dall'incasso di crediti e dalla prosecuzione dell'attività alberghiera per altri 7,3 milioni, si giunge a quantificare le disponibilità liquide per un importo complessivo di circa 5,8 milioni.

Simulazione piano pagamenti		
Somme in cassa al 90° giorno successivo al decreto di omologa		55.932.260
prededucazione concorsuale e di continuità	-	16.336.221
finanza residua		39.596.039
creditori pignoratizi	-	16.300.100
finanza residua		23.295.939
privilegio al netto dei fondi	-	5.821.760
finanza residua		17.474.179
chirografo al netto dei fondi rischi	-	11.445.742
finanza residua		6.028.437
postergato	-	10.871
finanza residua accantonata		6.017.566
realizzo di attivo patrimoniale diverso dal complesso immobiliare		7.302.442
accantonamento fondi rischi	-	7.441.527
finanza residua		5.878.481

Fig. 10 Fonte: elaborazione personale dati del Piano concordatario Grand Hotel Molino Stucky, 2013

Da quanto emerge dal piano dei pagamenti, come sintetizzato nel prospetto, la società, in una condizione di continuità aziendale, disporrebbe di sufficienti risorse per onorare tutti i crediti indicati entro il termine dei 90 giorni dalla data in cui il decreto di omologazione diventa definitivo. In conclusione, soddisfatti i creditori non aderenti all'accordo quadro ed eseguite le operazioni disposte dal medesimo accordo, il concordato potrà ritenersi eseguito. In aggiunta, dal momento del conferimento, GHMS Venezia diverrà il soggetto che dovrà onorare il debito residuo verso il pool di banche finanziatrici, liberando in tal modo GHMS da tale obbligo. Nei due prospetti in basso è rappresentata la situazione patrimoniale, aggiornata in base alle risultanze dell'accordo quadro alla data del 30 giugno 2014, da cui emerge un dato interessante. Dall'attivo patrimoniale emerge che il suo principale componente è il complesso alberghiero di proprietà, il cui presumibile valore di realizzo è pari ai 293,1 milioni, secondo la perizia giurata di stima, redatta dall'esperto indipendente e resa all'Autorità Giudiziaria nel procedimento di esecuzione.

Attivo patrimoniale	Valore di realizzo
Immobilizzazioni immateriali	-
immobilizzazioni materiali	293.139.500
immobilizzazioni finanziarie	277.491
Attivo immobilizzato	293.416.991
Rimanenze	252.093
Crediti Commerciali	1.026.531
Crediti Infragrappo	2.655.864
Altri Crediti	3.090.464
Attività finanziarie non immobilizzate	-
Disponibilità Liquide	6.017.567
Totale Attivo Circolante	13.042.519
Ratei e Risconti Attivi	-
Totale Attivo	306.459.510

Passivo patrimoniale	Valore di estinzione	
Fondi per rischi e oneri e spese di mantenimento	-	7.441.527
Fondo oneri per la procedura di concordato		-
Fondo oneri derivati	-	33.816.208
Fondo interessi legali su debito privilegiato		-
TFR		-
Totale fondi	-	41.257.735
<hr/>		
Debiti verso banche	-	229.141.554
Debiti verso fornitori		-
Debiti verso dipendenti		-
Debiti infragruppo		-
Debiti tributari		-
Debiti verso istituti previdenziali		-
Altri debiti		-
Totale debito	-	229.141.554
<hr/>		
Ratei e risconti passivi		-
Totale passivo	-	270.399.289

Fig. 11 e 12 Fonte: elaborazione personale dati del Piano concordatario Grand Hotel Molino Stucky, 2013

Un'altra perizia sul valore del complesso immobiliare, consegnata dai Commissari Giudiziari alla società nel mese di settembre 2014, sostiene invece che tale valore oscillerebbe tra i 202 e i 230 milioni di euro. Tale differenza nel valore stimato non sembra consentire la determinazione di un valore di sintesi. L'oggettiva difficoltà, che sorge nella valutazione del complesso immobiliare in questione, deriverebbe dal fatto che, per le caratteristiche e per il pregio storico e architettonico, non presenta adeguati *comparables* sul mercato.

QUARTO CAPITOLO

4.1. GLI OBIETTIVI DELLO STRESS TEST

In questo capitolo verrà analizzato il procedimento di concordato preventivo che ha riguardato il Grand Hotel Molino Stucky, effettuando uno *stress test* sulla fattibilità economica del piano e sulla capacità della proposta concordataria di garantire la continuità aziendale del complesso alberghiero. Come detto nel precedente capitolo, una delle condizioni necessarie previste dall'accordo quadro, per l'esecuzione dell'operazione di *restructuring* del debito fondiario, era la prosecuzione dell'attività alberghiera per un orizzonte temporale coincidente con la scadenza del contratto di management. In tale periodo, la continuazione dell'attività assicurerebbe la produzione di flussi di cassa adeguati per il pagamento della rata mensile di 800.000 euro. Inoltre, la diminuzione del debito farebbe aumentare il valore dell'azienda alberghiera, oggetto di vendita, secondo il piano di concordato della controllante di GHMS, Acqua Marcia Turismo S.p.a.. Lo stress test è una metodologia di analisi di dati, che permette di studiare come varia un dato fattore, facendo mutare il valore di una o più variabile significativa, entro un determinato *range*. Quindi, l'obiettivo finale è osservare il comportamento di questo fattore, in differenti scenari che simulano condizioni di stress, da un punto di vista economico e finanziario. Tale metodo permette anche di studiare l'impatto singolo o congiunto che ogni variabile ha sul quel dato fattore. Per quanto riguarda i dati necessari per lo stress test, è stato impiegato il piano previsionale sviluppato da una nota banca d'affari per la valutazione del complesso alberghiero di Molino Stucky. Tale piano riporta il conto economico strutturato secondo le disposizioni presenti nel contratto di gestione e le assunzioni sull'attività prospettica del business dell'hotel. L'orizzonte temporale scelto è coerente con la durata prevista del contratto di management, con scadenza nel 2019. Per quanto riguarda i ricavi, quelli da camera costituiscono il *driver* più importante, sono stati stimati in linea con il trend

storico e le stime previsionali del management sull'andamento della tariffa media annua e dell'*occupancy rate*. Gli altri ricavi sono stati stimati in percentuale di quelli da camera per ogni esercizio.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ricavi da camera	19.252.871	22.446.245	22.751.689	26.340.073	26.515.703	30.493.058
food and beverage	8.066.953	9.427.423	9.555.709	11.062.830	11.136.595	12.807.084
affitto spazi congressuali	823.866	1.010.081	1.023.826	1.185.303	1.193.207	1.372.188
altri ricavi	481.322	673.387	682.551	790.202	795.471	914.792
ricavi locazione spazi	102.000	104.040	106.121	108.243	110.408	112.616
Totale ricavi gestione alberghiera	28.727.012	33.661.176	34.119.896	39.486.651	39.751.384	45.699.738
costi materie prime	3.373.930	3.937.253	3.990.864	4.619.554	4.650.430	5.347.262
costi per servizi	8.695.155	9.164.949	8.967.465	9.964.426	10.072.080	11.172.987
godimento beni terzi	102.000	104.040	106.121	108.243	110.408	112.616
costi personale	8.083.614	8.245.286	8.410.192	8.578.395	8.749.963	8.924.963
irap costo personale	251.687	256.721	261.855	267.093	272.434	277.883
oneri diversi gestione	1.724.622	1.794.945	1.679.530	1.893.054	1.910.749	2.146.910
Totale costo gestione alberghiera	22.231.008	23.503.194	23.416.027	25.430.765	25.766.064	27.982.621
UTILE OPERATIVO LORDO	6.496.004	10.157.982	10.703.869	14.055.886	13.985.320	17.717.117
riserva Ffe contratt gest	1.149.080	1.346.447	1.364.796	1.579.466	1.590.055	1.827.990
contrib incentivante Hilton	427.754	704.923	747.126	998.114	991.621	1.271.130
UTILE OP L RETT PROPRIETA'	4.919.170	8.106.612	8.591.947	11.478.306	11.403.644	14.617.997
adeguamento min garantito	9.580.830	6.393.388	5.908.053	3.021.694	3.096.356	-
UOLR con minimo garantito	14.500.000	14.500.000	14.500.000	14.500.000	14.500.000	14.617.997
assicurazione incendi	135.764	138.479	141.249	144.074	146.955	149.894
assicurazione RCT	127.517	130.068	132.669	135.322	138.029	140.789
polizze cauzionali	31.333	31.960	32.599	33.251	33.916	34.595
servizi generali	277.579	283.130	288.793	294.569	300.460	306.469
IMU	776.971	776.971	776.971	776.971	776.971	776.971
canone concessorio	22.208	22.208	22.208	22.208	22.208	22.208
EBITDA	13.128.628	13.117.184	13.105.511	13.093.605	13.081.461	13.187.071
imposte	2.639.358	2.635.765	2.632.099	2.628.361	2.624.547	2.657.709
FCO	10.489.270	10.481.419	10.473.412	10.465.244	10.456.914	10.529.362

Fig. 13 Fonte: Elaborazione personale dati perizia banca d'affari

I ricavi da camera presentano un andamento caratterizzato da un CAGR del 9,6% annuo, valore che si discosta molto da quello medio del settore alberghiero in Italia, pari a 2,6%.⁴⁸ Nella lettura di questo dato è necessario considerare che da una parte il modello ha utilizzato un'assunzione forte, impiegando un valore sopra la media, d'altra

⁴⁸ Cfr. MarketLine, "Industry profile: Hotels and motels in Italy", 2015

parte, però, il settore degli hotel di lusso, come detto nel precedente capitolo, ha mostrato un andamento quasi opposto rispetto a quello degli hotel a basso stellaggio negli ultimi 10 anni. I costi, invece, sia per quelli attribuibili alla gestione di Hilton, sia per quelli di competenza di GHMS, sono stati stimati in relazione al trend storico, al netto dell'inflazione. L'utile operativo lordo è ottenuto come differenza tra il valore della produzione della gestione alberghiera e i relativi costi di gestione. L'utile operativo lordo rettificato di proprietà è calcolato al netto delle due rettifiche: la riserva FF&E, una riserva di manutenzione straordinaria pari al 4% dei ricavi totali, e il contributo incentivante Hilton, pari all'8% dell'utile operativo lordo, che rappresenta la remunerazione derivante dall'attività di gestione. Il conto economico mostra anche il beneficio derivante dal contratto di management, rappresentato dall'adeguamento al minimo garantito da Hilton per ogni esercizio. Infine, sono calcolati i flussi operativi, tenendo conto delle imposte, calcolate applicando le aliquote previste dalle vigenti normative. Dopo aver descritto come si giunge a quantificare, per ogni anno, il flusso di cassa operativa, segue la trattazione delle modalità di stima del valore aziendale. Il metodo di valutazione utilizzato per stimare il valore teorico dell'hotel è *l'Unlevered Discounted Cash Flow*, abbreviato UDCF. Tale metodo si basa sull'idea che questo valore teorico sia rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa del complesso alberghiero, disponibili per i conferenti di capitale di debito e di rischio. Questo *asset value*, indipendente dalle politiche di indebitamento, è scomponibile in due distinti valori:

- il valore attuale dei flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa in un arco temporale esplicito;
- il Terminal Value, il valore attuale delle attività operative dell'*asset* al termine del periodo di proiezione definito.

Il tasso di attualizzazione scelto nel modello, al netto dell'effetto fiscale, per scontare i flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa, è stato pari al 5%, riconducibile al tasso di interesse di un'obbligazione *corporate* italiana di medio lungo termine di tipologia *investment grade*. Il tasso di attualizzazione utilizzato per il Terminal Value,

invece, è stato pari a 6,8%, al netto dell'imposizione fiscale, tenendo in considerazione l'incertezza delle condizioni economiche e finanziarie del periodo e l'incertezza sulla possibile proroga del contratto di gestione di Hilton. Nel prospetto in basso sono mostrati i flussi di cassa operativi attualizzati al 5%, la cui somma è pari a circa 53,2 milioni.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Flussi di cassa operativi	10.489.270	10.481.419	10.473.412	10.465.244	10.456.914	10.529.362
Fco attualizzati	9.989.780,95	9.506.956,01	9.047.327,07	8.609.782,14	8.193.265,74	7.857.172,04
Valore attuale Fco	53.204.283,95					

Fig. 14 Fonte: Elaborazione personale dati perizia banca d'affari

Per quanto riguarda la stima del Terminal Value, è stato applicato il *perpetual growth rate model*, capitalizzando in perpetuo il flusso dell'ultimo anno di piano, ipotizzando un tasso di attualizzazioni pari a 6,8% e un tasso di crescita pari al 2%. Come indicato nella tabella in basso, il valore attuale del TV è pari a circa 163,5 milioni.

Fco	Tasso del TV	Tasso di crescita	Valore attuale TV
10.529.362	6,8%	2%	163.566.000

Fig. 15 Fonte: Elaborazione personale dati perizia banca d'affari

Il valore teorico dell'azienda, pari alla somma tra il valore attuale dei flussi di cassa operativi e il valore attuale del Terminal Value, è stato stimato di circa 216,8 milioni di euro. A seguito di un'analisi di sensitività, sui ricavi da camera, il modello della banca d'affari ha individuato un *range* in cui probabilmente si attesta il valore teorico dell'azienda, compreso tra i 202 milioni di euro e i 230 milioni di euro. Per la costruzione dello stress test, dopo aver scelto i dati da utilizzare, presenti nel piano

previsionale visto in precedenza, è stato necessario individuare le variabili rilevanti ai fini dell'analisi. Le variabili scelte sono state: il tasso di variazione dei ricavi da camera, il tasso di accantonamento manutenzione straordinaria, il tasso di attualizzazione dei flussi operativi, il tasso di attualizzazione del *Terminal Value*. Per quanto riguarda la prima variabile, questa è un driver "industriale", che impatta direttamente sui ricavi da camera, principale fonte di redditività per le imprese nel business alberghiero. Questo tasso produce un aumento o decremento di un eguale percentuale dei ricavi di ogni singolo esercizio considerato. Tale scelta, inoltre, trova giustificazione nel fatto che gli altri ricavi nel piano previsionale sono stati calcolati in percentuale dei ricavi da camera. La seconda variabile, invece, è un driver "immobiliare", la cui variazione provoca un aumento o una diminuzione dell'accantonamento, per ogni esercizio, per la manutenzione straordinaria.

Calcolo accantonamento manutenzione straordinaria	
Fabbricati-area albergo	41.797.250
Immobile	141.376.343
Costruzioni leggere	393.204
Impianti generici	22.631.529
Impianti speciali	8.260.759
Totale	214.459.085
Percentuale accantonamento annuo	0,5%
Accantonamento annuo	1.072.295,43

Fig. 16 Fonte: Elaborazione personale dati Piano Concordatario GHMS, 2013

Come mostra il prospetto in alto, tale variabile è stata calcolata in percentuale al valore totale delle immobilizzazioni materiali riconducibili all'asset immobiliare, utilizzando le informazioni derivanti dalla situazione patrimoniale del compendio al 30 giugno 2014. Inoltre, il valore della percentuale, in uno scenario di normalità, è stato posto pari allo 0,5% ,in linea con la prassi professionale. Tale voce di costo, per contratto, è di esclusiva competenza di GHMS, che si impegna a mantenere il complesso alberghiero nelle condizioni idonee a permettere l'esercizio dell'attività alberghiera secondo gli

standard qualitativi di Hilton, anche effettuando interventi manutentivi di natura straordinaria. Pur trattandosi di un complesso immobiliare di recente ristrutturazione, è stato ritenuto necessario includere tale variabile, perché non incide sull'utile operativo lordo rettificato, che beneficia della copertura dall'adeguamento a minimo garantito di Hilton. Tale tasso, infatti, è indipendente dalle condizioni del contratto di management e impatta direttamente sulla redditività ante imposte, comportandone una riduzione. Nell'analisi è stata scelta come variabile anche il tasso di attualizzazione dei flussi operativi, un driver finanziario, che influenza significativamente il valore dell'azienda valutato con il modello dell'UDCF. Tale tasso, nella prassi, coincide con il *Weighted Average Cost of Capital*, WACC, rappresentativo del costo medio del capitale investito nella società e che riflette il grado di rischio aziendale e la capacità tendenziale di indebitamento. Per quanto riguarda il tasso di attualizzazione del TV, invece, valgono considerazioni simili a quanto detto per il tasso di attualizzazione dei flussi, con la sola differenza che avrà un valore superiore in linea con il modello di valutazione della banca d'affari. La ragione di tale differenza di valore sta nel maggior rischio legato all'azienda, attribuito nel periodo successivo alla scadenza del contratto di management, a causa di un'incertezza nella proroga contrattuale. In questa parte dell'elaborato non è stato ritenuto opportuno valutare la capacità del piano di garantire il pagamento dei creditori non aderenti all'accordo quadro, in quanto, come descritto analiticamente nel precedente capitolo, la società GHMS ha dimostrato di possedere le risorse necessarie per essere adempiente. Il lavoro di analisi quindi è stato strutturato in due parti: in una prima parte è stato effettuato lo stress test sulla capacità del piano previsionale di garantire il pagamento della rata, in un' ipotesi di pagamento annuale, pari a 9.600.000 euro. Il periodo considerato è compreso tra il 2015 e il 2019, anno conclusivo in cui è stato simulato il piano del pagamento delle rate nella proposta concordataria. Sono state scelte, in questo caso, due variabili ritenute rilevanti ai fini dell'analisi: il tasso di variazione dei ricavi da camera e il tasso di accantonamento. Nella seconda parte, invece, è stato effettuato uno stress test sul valore d'azienda stimato dalla banca d'affari, come descritto in precedenza. Tale valutazione assume

rilevanza per il fatto che, nella proposta concordataria, è previsto il conferimento del complesso alberghiero in GHMS Venezia, società di nuova costituzione. In questo caso, sono state utilizzate tutte e quattro le variabili descritte in precedenza. Il fine è stato quello di studiare la variabilità del valore aziendale al mutare dei quattro drivers, simulando differenti scenari e l’impatto che ciascuna variabile ha sul valore aziendale.

4.2. I RISULTATI DELLO STRESS TEST

Per quanto riguarda la prima parte del lavoro di analisi, per ogni esercizio dal 2015 al 2019, è stato calcolato il *margin*, risultato della differenza tra l’Ebit e l’ammontare della rata annua pari a 9,6 milioni di euro.

Piano pagamento rata					
	2015	2016	2017	2018	2019
Ebit	12.056.333	12.044.889	12.033.216	12.021.310	12.009.166
Rata annua	9.600.000	9.600.000	9.600.000	9.600.000	9.600.000
Margin	2.456.333	2.444.889	2.433.216	2.421.310	2.409.166
indice di copertura	1,256	1,255	1,253	1,252	1,251

Fig. 17 Fonte: Elaborazione personale dati perizia banca d’affari

Come è stato detto precedentemente, sono state scelte due variabili: il tasso di variazione dei ricavi da camera posto pari allo 0%, stando a significare che si utilizzano i ricavi al loro importo corrente nel piano e quello dell’accantonamento pari, invece, allo 0,5%. Dalla tabella emerge che tale risultato, in condizioni di normalità, è sempre positivo, mantenendo un andamento stabile negli esercizi, con un valore sempre superiore ai 2,4 milioni. Questo trend è stato riscontrato anche per l’indice di copertura, che, sempre superiore all’unità, è stato calcolato come rapporto tra l’Ebit e la rata annua. Alla luce di quanto detto, sembrerebbe che la società sia in grado di sostenere il pagamento delle rate. Per studiare il comportamento del *margin*, in condizioni di stress economico-finanziario, sono stati costruiti quattro scenari, in cui le due variabili

hanno assunto valori differenti. E' stato ipotizzato uno "Scenario Best", dove è stato prospettato un aumento dei ricavi del 10% e un valore del tasso di accantonamento pari a 0,3%; uno "Scenario Worst", in cui c'è stata una diminuzione del 10 % dei ricavi e un tasso pari allo 0,7%. E' stato ritenuto importante considerare due scenari intermedi: lo "Scenario Mid 1" e "Scenario Mid 2", i cui rispettivi valori sono desumibili dalla tabella in basso.

Riepilogo scenari Margin					
	Valori Correnti	Scenario Best	Scenario Mid 1	Scenario Mid 2	Scenario Worst
Variabili:					
Tasso variazione ricavi da camera	0%	10%	5%	-5%	-10%
Tasso accantonamento	0,50%	0,30%	0,40%	0,60%	0,70%
Anni:					
2015	2.456.333	2.885.251	2.670.792	2.241.873	2.027.414
2016	2.444.889	2.873.807	2.659.348	2.230.429	2.015.970
2017	2.433.216	2.862.134	2.647.675	2.218.756	2.004.297
2018	2.421.310	2.850.228	2.635.769	2.206.850	1.992.391
2019	2.409.166	2.838.084	2.623.625	2.194.706	1.980.247

Fig. 18 Fonte: Elaborazione personale dati perizia banca d'affari

Come è evidente dalla tabella precedente, ma, ancora più chiaro risulta dalla lettura del grafico in basso, il margin in tutti gli scenari costruiti mostra un andamento regolare, raggiungendo valori più elevati negli scenari Best e Mid 1.

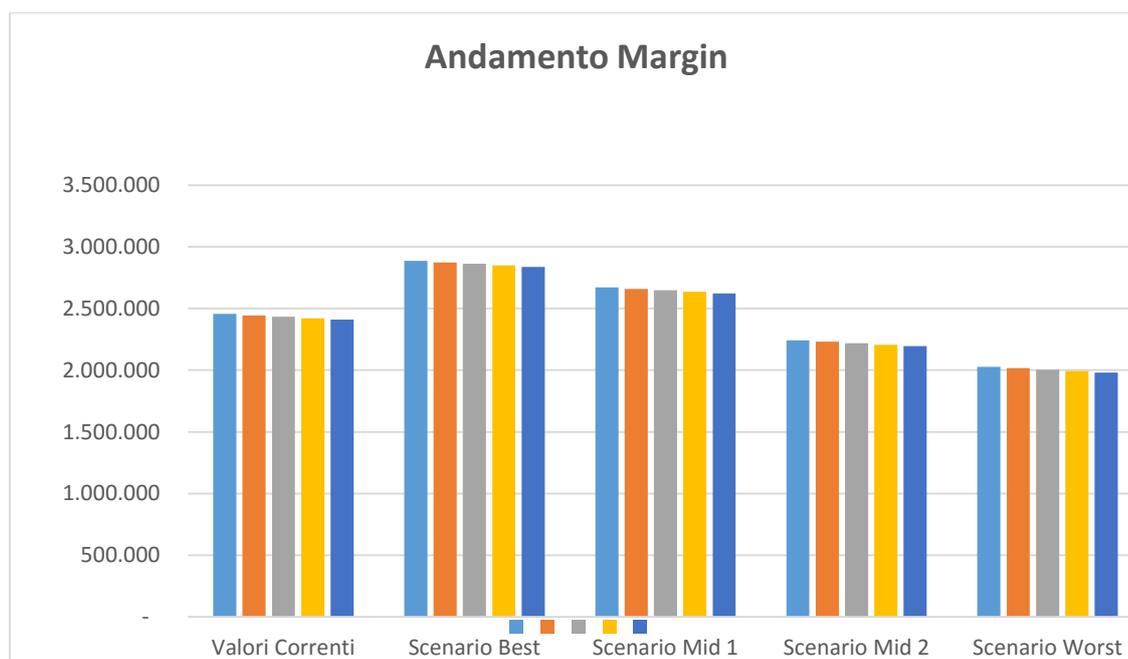


Fig. 19 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Inoltre, i due tassi, nelle diverse combinazioni, incidono lievemente sul *margin*, che rimane sempre positivo e scende sotto i 2 milioni di euro solo nello Scenario Worst. La ragione di questo comportamento va ricercata nel fatto che il *margin* è influenzato fortemente dal contributo di Hilton. Tramite l'adeguamento al minimo garantito in ogni esercizio, la gestione interviene con una copertura sia in scenari positivi che in scenari negativi, indipendentemente dal trend dei ricavi da camera. Per questa ragione, l'Ebit non risente di variazioni dei ricavi, soprattutto in diminuzione, ed è influenzato marginalmente dall'accantonamento per manutenzione straordinaria. Per prendere visione del peso che assume il beneficio del contratto di management, negli stessi scenari considerati in precedenza si è studiato l'andamento del tasso di copertura di Hilton. Tale tasso considera la percentuale del minimo garantito pari a 14.500.000, derivante dall'apporto di risorse di Hilton.

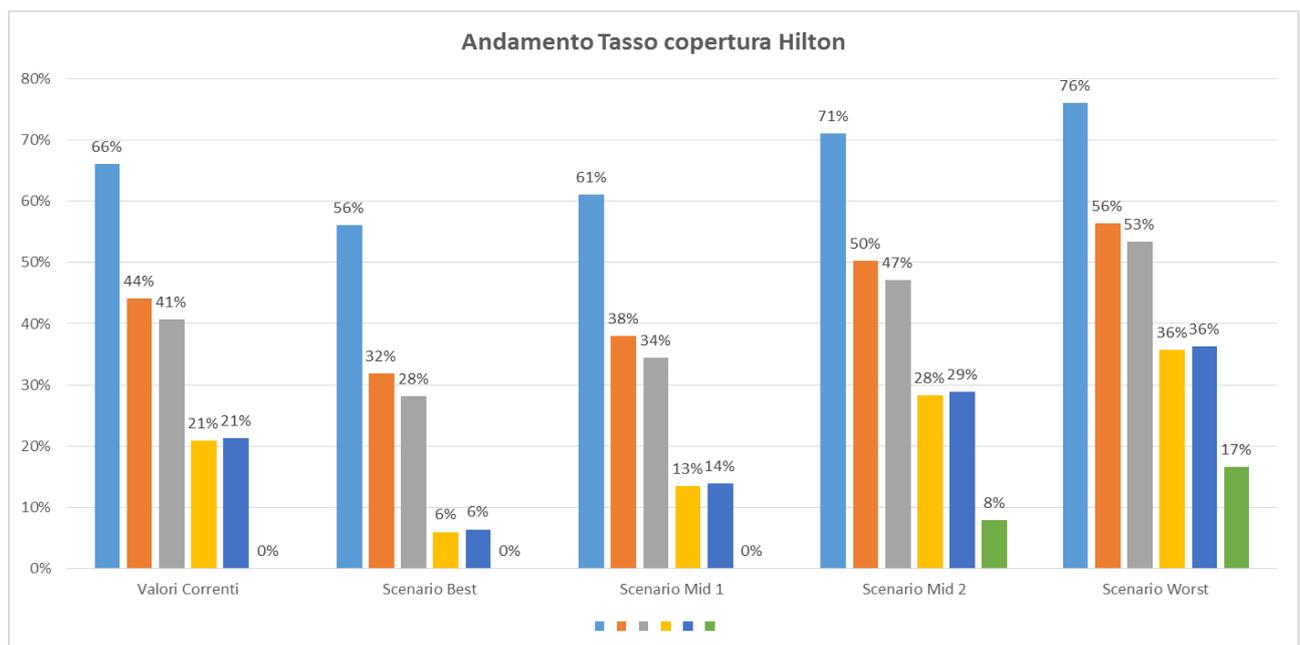


Fig. 20 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Soltanto nello scenario Best, il tasso di copertura di Hilton al quarto e quinto anno scende al di sotto del 10% e solo in tre scenari al sesto anno si raggiungerebbe piena autonomia della società, con un valore pari allo 0%. Inoltre, ai fini di un maggior approfondimento dell'analisi è stato studiato il comportamento del tasso riguardante la

percentuale di Ebit di competenza dell'adeguamento di Hilton. Se si guarda il grafico in basso, è evidente che, in tutti gli scenari considerati, una significativa porzione della redditività operativa è da attribuire all'intervento di Hilton. Un dato interessante è che negli scenari Best e Mid 1, la percentuale diventa pari allo 0% soltanto nell'ultimo anno del periodo considerato. Quindi, anche in assenza di condizioni di stress, la società non è in grado di generare un reddito operativo adeguato in ogni esercizio, senza dipendere dall'intervento di Hilton.

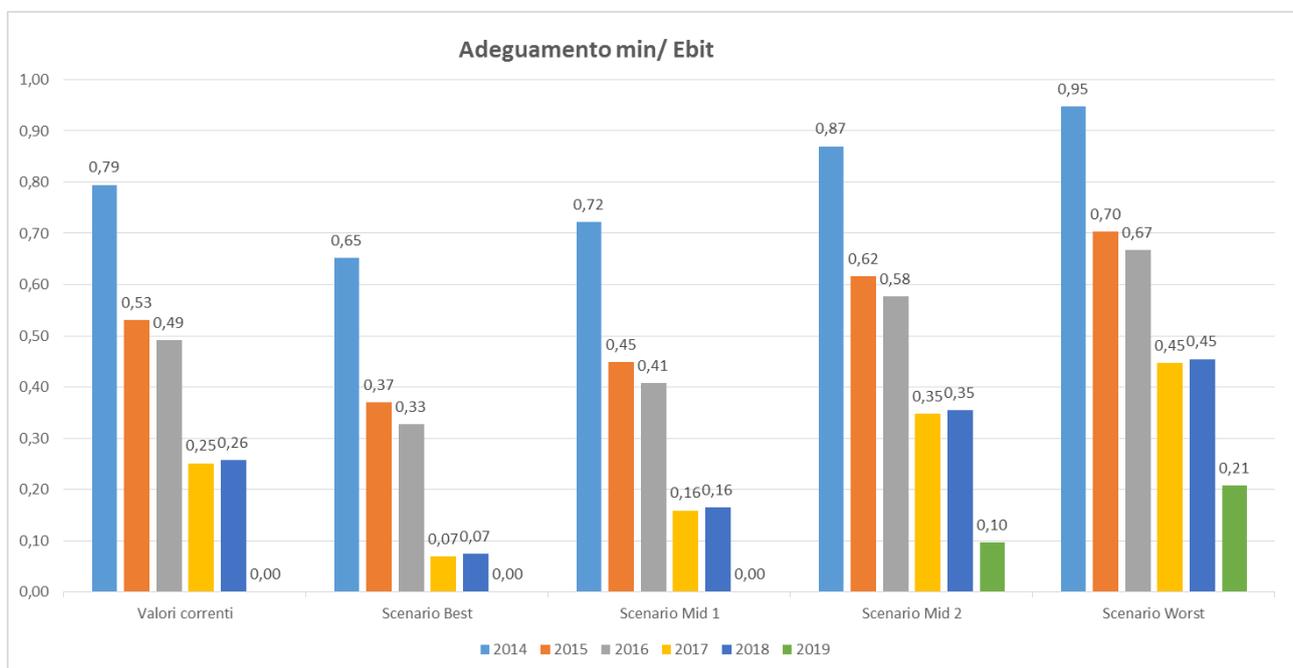


Fig. 21 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Si conclude, dall'analisi svolta, che il pagamento della rata annuale previsto dal piano di *restructuring*, è sempre assicurato, anche in scenari non positivi, grazie alla presenza dell'adeguamento al minimo garantito da parte di Hilton.

Per quanto riguarda la seconda parte dell'analisi, si è effettuato uno stress test sul valore aziendale stimato dalla banca d'affari, secondo il modello e le *assumptions* descritte in precedenza. In questo caso sono state utilizzate tutte e quattro le variabili, per studiare l'andamento di tale valore in condizioni di stress economico-finanziario. Non sono stati simulati diversi scenari combinando i drivers insieme, ma si è utilizzata un'analisi di sensitività, in modo da circoscrivere lo studio con due variabili per volta. La tabella mostra l'analisi di sensitività del tasso di variazione dei ricavi da camera e del tasso di accantonamento. Il primo è stato fatto oscillare in un *range* dal -10% a più 10%, per il secondo si è considerato un intervallo che va dallo 0,3% al 0,6%, inoltre è stato simulato anche il caso in cui abbia valore pari a 0%.

		Tasso ricavi da camera				
199.121.154,66		-10%	-5%	0%	5%	10%
Tasso accantonamento	0,0%	215.236.443	215.236.443	216.770.325	233.187.169	249.604.013
	0,3%	204.646.941	204.646.941	206.180.823	222.597.667	239.014.511
	0,4%	201.117.107	201.117.107	202.650.989	219.067.833	235.484.677
	0,5%	197.587.273	197.587.273	199.121.155	215.537.999	231.954.843
	0,6%	194.057.439	194.057.439	195.591.321	212.008.165	228.425.009

Fig. 22 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Come emerge dalla *sensitivity*, un incremento del tasso dei ricavi porta ad un aumento significativo del valore aziendale di circa 15 milioni ad ogni variazione del 5%. Mentre, un incremento del tasso di accantonamento riduce il valore aziendale, in quanto impatta negativamente sull'Ebit. E' interessante notare che, mentre una diminuzione del tasso di accantonamento provoca un aumento del valore aziendale di circa 4 milioni per *basis point*, i ricavi, quando diminuiscono del 5% e del 10% invece, non hanno alcun impatto, perchè interviene l'adeguamento di Hilton in copertura. Tale risultato mette in luce che il valore dell'azienda è influenzato dalle condizioni contrattuali del contratto di management, perché l'adeguamento al minimo garantito tende a mantenere stabile il valore in scenari dove si registra una riduzione della redditività alberghiera. Per

analizzare più in profondità il peso che assumono le condizioni contrattuali di Hilton sul valore complessivo aziendale, è stato effettuato un'ulteriore *sensitivity analysis*, con una variazione delle due precedenti variabili nello stesso *range* di valori. Questa volta, però, si è studiato come varia la percentuale di valore aziendale derivante dall'intervento di Hilton. Per calcolare questo valore, è stata considerata la porzione dei flussi operativi attribuibile a Hilton ed è stato applicato lo stesso modello di valutazione con le stesse assunzioni sui tassi.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
flusso competenza Hilton	7.654.716	5.108.702	4.721.485	2.415.131	2.475.131	-
flussi attualizzati	7.290.205,27	4.633.742,92	4.078.596,24	1.986.933,85	1.939.329,83	-
TV	0					
TV attualizzato	0					
Valore azienda competenza						
Hilton	19.928.808,11					
% competenza Hilton	10%					

Fig. 23 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Come si legge dal prospetto, il flusso del 2019, in condizioni di normalità, è pari a 0, perché è il primo anno in cui nel piano si prevede che non ci sia l'intervento di Hilton e quindi si abbia un minimo garantito superiore ai 14,5 milioni. Questo ovviamente incide sul Terminal Value, comportandone un valore pari a zero, poiché, negli esercizi a seguire, si è ipotizzato, nelle assunzioni del modello della banca d'affari, che la società mantenga piena autonomia dall'adeguamento. Il valore aziendale di competenza è pari a 19,9 milioni, circa pari al 10% del valore complessivo.

		Tasso ricavi camera					
		10%	-10%	-5%	0%	5%	10%
Tasso accantonamento	0%		27%	18%	9%	7%	5%
	0,30%		28%	19%	10%	8%	6%
	0,40%		29%	19%	10%	8%	6%
	0,50%		29%	19%	10%	8%	6%
	0,60%		30%	20%	10%	8%	6%

Fig. 24 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Questa percentuale scende del 2% con l'aumento dei ricavi e dell'1% con la diminuzione del tasso di accantonamento. In uno scenario negativo, in cui ci sarebbe una diminuzione del 10 % dei ricavi da camera ad esempio, il valore attribuibile a Hilton salirebbe quasi al 30%. Come è evidente allora, diminuendo i ricavi da camera, il peso del contratto di Hilton assume sempre maggior rilevanza. Alla luce di questi risultati è bene domandarsi quanto potrebbe incidere, sulla continuità aziendale e sul valore aziendale, la fuoriuscita di Hilton dalla gestione dell'hotel. Lo studio prosegue con l'analisi di sensitività dei due tassi, quello di attualizzazione dei flussi operativi e quello del Terminal Value. Il prospetto in basso permette di valutare l'impatto di queste due variabili sul valore aziendale, attraverso una variazione dell'1% dei due tassi. Il tasso di attualizzazione dei flussi, in un *range* tra il 4% e l'8%, ha un' influenza minore sul valore complessivo. Un aumento dell'1% provoca una diminuzione gradualmente sempre maggiore, nell'intervallo 4%-5% porta ad una riduzione di circa 14 milioni, tra il 7% e 8% una di 11 milioni circa.

Tasso flussi

199.236.181,78		4%	5%	6%	7%	8%
Tasso TV	5,80%	251.638.337	238.810.078	226.783.644	215.501.394	204.910.337
	6,80%	209.725.740	199.236.182	189.397.608	180.163.395	171.490.673
	7,80%	182.265.762	173.308.456	164.903.309	157.010.914	149.595.031
	8,80%	162.882.248	155.006.533	147.613.215	140.667.986	134.139.284
	9,80%	148.468.867	141.397.410	134.756.479	128.515.552	122.646.549

Fig. 25 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Il tasso del Terminal Value, invece, ha un impatto maggiore, proprio perché sconta flussi di cassa futuri nell'ipotesi di *perpetuity*, oscillando tra il 5,8% il 9,8%. La variazione dell'1 in aumento provoca gradualmente una sempre minor diminuzione del valore aziendale, una riduzione di circa 45 milioni nell'intervallo 5,8%-6,8%, una di 16 milioni tra l'8,8% e il 9,8%. Questa *sensitivity*, utilizzando *range* dei tassi molto ampi, si è posta l'obbiettivo di mostrare, come emerge dalla lettura della tabella, che

una variazione percentuale di queste due variabili provoca un'oscillazione del valore aziendale molto significativa. Quindi, il valore aziendale, con questo metodo di valutazione, è molto sensibile al comportamento di questi due tassi. Fatte queste considerazioni iniziali molto teoriche, è bene restringere il *range* in un intervallo più piccolo e più vicino ad uno scenario reale e studiare la variazione del risultato della valutazione aziendale. Ovviamente, è preferibile un intervallo che tenga presente le assunzioni fatte dalla banca d'affari, quindi bisogna scegliere un determinato intorno del 5%, valore del tasso di attualizzazione dei flussi operativi. Come detto in precedenza, nel modello UDCF, il tasso di attualizzazione coincide con il costo medio ponderato del capitale investito nell'azienda, il cosiddetto WACC, che riflette il rendimento minimo che un fornitore di risorse richiede come compensazione per il proprio contributo di capitale. Nel caso oggetto di analisi, tale WACC dell'azienda alberghiera sarà influenzato sicuramente dal contratto di gestione di Hilton, che, da una parte fissa gli standard qualitativi gestionali imposti dal *brand* Hilton e dall'altra, con l'adeguamento al minimo garantito, incide significativamente sulla redditività aziendale. Se si considerano anche i risultati delle precedenti analisi di questo lavoro di tesi, che hanno fatto emergere che la gestione Hilton non solo influenza la sostenibilità del debito, ma assume un peso importante anche rispetto al valore aziendale complessivo, allora è necessario tener conto della partecipazione di Hilton al *business risk* di GHMS. Alla luce di quanto detto, è stato ritenuto interessante considerare il WACC di Hilton Worldwide Holdings, ai fini di un confronto. Il costo del capitale di Hilton tra il 2013 e il 2014, dalle stime della piattaforma Bloomberg, è pari a 6,9%. Utilizzare questo valore come tasso di sconto dei flussi di GHMS non sarebbe corretto, perché quest'ultima è una società mono business proprietaria della struttura alberghiera e inoltre il WACC di Hilton tiene conto del suo portafoglio di investimenti in tutto il mondo. Sorgerebbe un errore nella stima, in quanto si includerebbero fattori di rischio che non incidono sui risultati dell'hotel. Però si potrebbe pensare che il WACC di Molino Stucky dovrebbe avvicinarsi a questo valore. Quindi il range di valori di oscillazione dei due tassi potrebbe essere costruito

considerando il valore del 5%, imposto dal modello originario, e del 6,9%. A maggior sostegno della scelta di circoscrivere l'analisi di sensitività in questo intervallo, è stato fatto un tentativo di costruzione del WACC di GHMS, in maniera molto approssimativa, attraverso dati medi del settore alberghiero, derivanti dal *database* di Aswath Damodaran, illustre professore e ricercatore di finanza di fama mondiale.⁴⁹ E' bene precisare che, ai fini di una miglior efficacia dell'analisi e del confronto, sarebbe stato preferibile calcolare un WACC medio del settore *luxury* a Venezia. Questo non è stato possibile per via del fatto che le società proprietarie degli hotel a cinque stelle di Venezia, *comparables* di GHMS, non sono quotate.

	2013	2014
beta unlevered	0,69	0,76
beta levered	1,042107	1,149196
rf	4,38%	3,0%
MRP	5%	5,75%
RD	1,90%	1,90%
RE	10%	9,6%
aliquota fiscale	27,50%	27,50%
D/V	0,338	0,339
E/V	0,662	0,661
D/E ratio	51,03%	51,21%
WACC	6,816%	6,821%
WACC medio	6,818%	

Fig. 26 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Nel prospetto in alto sono riportati i dati del 2013 e il 2014, utilizzati per calcolare il WACC di GHMS dei singoli esercizi e poi uno medio, necessario per via dell'alta volatilità dei mercati di quel periodo. Per quanto riguarda il tasso risk free, sono stati calcolati i rendimenti lordi medi dei Btp a 10 anni, il linea con l'orizzonte temporale di valutazione. Come è evidente, lo scostamento dei due valori mette in risalto il grado di volatilità a cui si accennava in precedenza. Per quanto riguarda il beta unlevered e il

⁴⁹ Aswath Damodaran è professore di corporate finance and valuation alla Stern School of Business della New York University

D/E ratio, sono stati utilizzati dati medi del settore europeo alberghiero dal database di Damodaran che ha stimato questi valori su un campione di 126 aziende. L'utilizzo di dati europei, in assenza di dati nazionali, può trovare giustificazione nel fatto che GHMS è gestita da una catena alberghiera presente in tutta Europa, che influenza la redditività operativa e per il fatto che Venezia è una città che, per flussi turistici di stranieri, compete con le grandi mete turistiche europee. Quindi GHMS si troverebbe esposta a fattori di rischio operativo che incidono sulla volatilità dei risultati operativi attesi, alla pari delle aziende alberghiere europee. Successivamente è stato utilizzato l'approccio *bottom up*, in quanto la società GHMS non è quotata, ed è stato effettuato il *relevering* del beta unlevered di settore per calcolare il beta levered societario. Il *Market Risk Premium*, indicato in tabella come MRP, è stato ottenuto scegliendo il *Total Equity Risk Premium* italiano, al netto del *Country Risk Premium* nazionale, dal database creato da Damodaran⁵⁰. Il costo del capitale azionario, riportato in tabella come RE, è stato calcolato secondo le assunzioni del CAPM, utilizzando il tasso risk free, il beta levered e il Market Risk Premium, calcolati in precedenza. Per il costo del debito è stato ritenuto adeguato scegliere il tasso applicato nel piano di ammortamento del mutuo fondiario oggetto di restructuring, per calcolare la quota interessi della rata mensile, pari all'1,9%, composto da Euribor a 3 mesi sommato ad uno spread fisso pari a 1,65%. Per quanto riguarda l'aliquota fiscale necessaria al fine di considerare i benefici dello scudo fiscale, per semplificazione è stato applicato il valore di 27,5 % in linea con l'imposta sul reddito delle società. Alla luce di queste assunzioni e considerazioni, il WACC medio calcolato è stato pari a 6,81%, valore che è coerente con il WACC di Hilton e non troppo discorde con il WACC definito dalla banca d'affari nel modello originario. Per questo è stato deciso di restringere l'intervallo dei tassi tra il 5% e il 7%, comprensivo del WACC di GHMS scelto dalla banca d'affari, quello di Hilton e infine il WACC approssimativo stimato con dati medi europei.

⁵⁰ Cfr pages.stern.nyu.edu/~adamodar

Fig. 27 Fonte: Elaborazione personale dati

stress test.

Tasso Flussi

	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%
199.236.181,78											
5,0%	289.464.666,28	286.422.078,72	283.418.673,60	280.453.867,73	277.527.087,74	274.637.769,87	271.785.359,79	268.969.312,44	266.189.091,83	263.444.170,91	260.734.031,38
5,2%	274.426.585,53	271.554.721,79	268.719.783,54	265.921.221,63	263.158.496,15	260.431.076,23	257.738.439,87	255.080.073,82	252.455.473,34	249.864.142,12	247.305.592,06
5,4%	261.157.690,75	258.436.465,67	255.750.174,66	253.098.298,60	250.480.327,09	247.895.758,30	245.344.098,77	242.824.863,28	240.337.574,68	237.881.763,77	235.456.969,14
5,6%	249.363.117,62	246.775.793,57	244.221.633,43	241.700.144,79	239.210.843,49	236.753.253,49	234.326.906,68	231.931.342,79	229.566.109,20	227.230.760,80	224.924.859,87
5,8%	238.810.078,49	236.342.560,63	233.906.622,86	231.501.796,65	229.127.621,32	226.783.643,91	224.469.419,02	222.184.508,67	219.928.482,19	217.700.916,03	215.501.393,69
6,0%	229.312.343,28	226.952.650,99	224.623.113,35	222.323.283,32	220.052.721,37	217.810.995,29	215.597.680,12	213.412.357,97	211.254.617,88	209.124.055,74	207.020.274,12
6,2%	220.719.154,28	218.457.018,46	216.223.747,60	214.018.914,12	211.842.097,60	209.692.884,64	207.570.868,74	205.475.650,18	203.406.835,89	201.364.039,29	199.346.880,23
6,4%	212.907.164,28	210.733.716,15	208.587.960,55	206.469.487,58	204.377.894,18	202.312.784,05	200.273.767,49	198.260.461,29	196.272.488,62	194.309.478,87	192.371.067,60
6,6%	205.774.477,76	203.682.005,36	201.616.154,99	199.576.532,90	197.562.751,92	195.574.431,33	193.611.196,78	191.672.680,13	189.758.519,37	187.868.358,50	186.001.847,37
6,8%	199.236.181,78	197.217.937,12	195.225.333,23	193.257.991,12	191.315.538,18	189.397.608,01	187.503.840,29	185.633.880,73	183.787.380,90	181.963.998,15	180.163.395,49
7,0%	193.220.949,48	191.270.994,35	189.345.777,20	187.444.932,68	185.568.101,55	183.714.930,55	181.885.072,32	180.078.185,28	178.293.933,51	176.531.986,63	174.792.019,77

Tasso WACC

Nella prassi professionale generalmente si effettua una *sensitivity analysis* in un intervallo di massimo 10 *basis point*, ma in questo caso sarebbe stato impossibile il confronto tra i tre valori scelti. Sarebbe stato possibile farlo su un intorno del valore medio tra il 5% e il 6,9%, pari a circa 6%, ma non si sarebbero potuti studiare gli effetti del tasso del Terminal Value, che già nel modello originario di valutazione, riporta un valore superiore pari 6,8 %. La tabella in alto mostra l'analisi fatta sul valore complessivo aziendale, dove i due tassi sono stati fatti variare con una progressione di 2 *basis point*. L'incremento del tasso di sconto dei flussi operativi porta una riduzione media del valore aziendale di circa 2 milioni, mentre il tasso del Terminal Value, coerentemente con quanto detto in precedenza, porta ad una riduzione superiore e non proporzionale, che nell'intervallo tra 5% e 5,2% è pari a 15 milioni, mentre tra 6,8% e 7% è pari a 6 milioni. Se ipotizziamo di mantenere costante il tasso del TV a 6,8%, come nelle assunzioni del modello originale e si osserva la sola variazione del tasso dei flussi, man mano che quest'ultimo tende al WACC di Hilton o a quello stimato con dati medi, il valore complessivo aziendale diminuisce scendendo decisamente sotto i 200 milioni. In corrispondenza del 6%, valore medio a cui si accennava in precedenza, il valore scenderebbe a 189,3 milioni, mentre in un'ipotesi in cui il tasso dei flussi fosse pari al WACC derivante dai dati di settore, giungerebbe a 181,9 milioni. In conclusione, con quest'analisi di sensitività, non si è avuta la presunzione di mettere in discussione la validità delle assunzioni sui tassi, della valutazione fatta dalla banca d'affari. Si è voluto invece osservare come, al mutare di queste assunzioni in uno scenario realistico, rappresentato dal *range* individuato, che tenga conto del peso di Hilton e dei dati medi del settore alberghiero europeo, il valore teorico dell'azienda, oggetto di conferimento in GHMS Venezia, secondo la proposta concordataria, tenderebbe a scostarsi in maniera rilevante dalla stima originaria.

CONCLUSIONI

Al termine di questo lavoro di tesi è necessario soffermarsi per trarre delle considerazioni conclusive. Il procedimento di concordato preventivo, che ha interessato il Grand Hotel Molino Stucky, ha sicuramente permesso alla società di evitare il fallimento, garantendo il pieno soddisfacimento di tutti i creditori coinvolti. Quindi, da questo punto di vista, è possibile ritenere che l'obiettivo principale del concordato sia stato raggiunto con due diversi accordi tra le parti in tempi rapidi. Dubbi però, sorgono riguardo un altro obiettivo che si era posto il piano di concordato, cioè quello di assicurare la continuità dell'attività alberghiera, necessaria per l'adempimento del piano di *restructuring* e per diminuire l'esposizione debitoria. Come è emerso dai risultati dello stress test della prima parte dell'analisi, la proposta concordataria garantisce il rispetto del piano di restructuring del debito fondiario anche in scenari di stress economico-finanziario. La società, però, riuscirebbe a pagare le rate del mutuo, non tanto attraverso la redditività operativa, quanto grazie ai benefici del contratto di management. Questo è risultato molto evidente in scenari negativi, in cui il calo dei ricavi da camera è stato completamente mitigato dalla copertura di Hilton, ma anche in quelli molto positivi, in cui si è registrato l'incapacità di GHMS di diventare totalmente indipendente dall'adeguamento del gestore dell'hotel. L'importanza del contratto di Hilton nell'attività alberghiera di Molino Stucky è un aspetto emerso anche dalla seconda parte dell'analisi. L'analisi di sensitività del tasso di variazione dei ricavi e del tasso di accantonamento per manutenzione straordinaria ha messo in luce che la copertura di Hilton, al minimo garantito in ogni esercizio, permette di mantenere stabile il valore aziendale in scenari negativi. Inoltre, in condizioni di stress economico-finanziario, la componente del valore aziendale derivante dall'adeguamento di Hilton arriva a pesare fino al 30% del valore complessivo e si mantiene sul 10% in condizioni di normalità. In aggiunta, nella sensitivity del tasso di attualizzazione dei flussi e del Terminal Value, è emerso che, se nella scelta di questi ultimi si considera la partecipazione di Hilton al Business Risk

aziendale, avvicinandoci ad un valore prossimo al WACC di Hilton Worldwide Holding, il valore aziendale complessivo tende a subire una variazione significativa. Alla luce di questi risultati è evidente che le favorevoli condizioni contrattuali, di cui gode GHMS, non solo influenzano il rispetto del piano di restructuring del debito, ma incidono in maniera rilevante anche sul valore complessivo dell'azienda oggetto di conferimento. In definitiva, la proposta concordataria garantisce la continuità aziendale non solo vincolata alle favorevoli condizioni contrattuali di Hilton, ma anche in un orizzonte temporale di breve periodo. Il piano, in realtà, assicura la prosecuzione dell'attività alberghiera fino al momento della cessione dell'azienda, come definito dal piano del procedimento concordatario che interessa Acqua Marcia Turismo S.p.a., prevista nel secondo semestre del 2016. La proposta sembrerebbe non interessarsi di garantire la continuità in un'ottica *forward looking*. Questa considerazione sorge dal fatto che, da una parte è emersa un'eccessiva dipendenza della società dalle condizioni del contratto di management e, dall'altra, è evidente che è un'impresa che non riesce a produrre un'adeguata redditività. E' bene domandarsi cosa succederebbe nel caso ci fosse l'uscita del gruppo Hilton dal contratto di gestione. In caso ci sia l'assenza di volontà, da parte del gestore, di prorogare il rapporto contrattuale per ulteriori sei anni, questo potrebbe comportare, alla scadenza del termine, l'obbligo di stipulare un contratto di management con un nuovo gestore. In tale scenario sorgerebbe il rischio di non ottenere simili vantaggiose condizioni contrattuali e, in caso di riduzione parziale o sostanziale dell'adeguamento al minimo garantito, si avrebbe un impatto negativo sulla redditività aziendale e sulla sostenibilità del debito. Si ritiene, inoltre, che la fuoriuscita di Hilton dal contratto di gestione nel 2019 sia da scongiurare, per il fatto che, sin dal primo anno di contratto, sia intervenuta apportando risorse nella società per assicurare il minimo garantito per ogni esercizio. Un tale sforzo economico-finanziario, considerando un *management fee* pari all'8% dell'utile operativo lordo rettificato, trova giustificazione solo in presenza della prospettiva di rimanere gestore dell'hotel Molino Stucky nel lungo periodo. A maggior sostegno di questa tesi, Molino Stucky, per l'unicità del centro congressi e della *location* nella città di Venezia,

rappresenta, dal punto di vista delle strategie di mercato, uno dei migliori Hotel della catena a livello nazionale. In conclusione, alla luce di queste considerazioni si ritiene che GHMS, nel voler trovare una soluzione alla crisi aziendale, abbia trascurato la definizione di una precisa strategia di recupero della redditività aziendale. Questo perché l'operazione di *restructuring* di fatto ha reso solo più sostenibile il debito per la società rispetto alla fase preconcordataria, consentendo di risolvere una delle cause della crisi aziendale, senza però porre rimedio alla scarsa redditività dell'attività alberghiera. Sarebbe necessario sicuramente un intervento sulla struttura dei ricavi e dei costi operativi e bisognerebbe probabilmente rivedere il posizionamento competitivo dell'azienda alberghiera rispetto ai maggiori *comparables* del settore luxury italiano.

RINGRAZIAMENTI

Al termine di questo lavoro sento la necessità di dover ringraziare tutti coloro che hanno contribuito, con il loro supporto, al raggiungimento di questo traguardo. In primis, il mio relatore, il professor Gaetano Casertano, per avermi messo nelle migliori condizioni per scrivere il mio elaborato, senza dimenticare le conoscenze e la passione che ha trasmesso a me e ai miei colleghi durante i corsi in aula. Un ringraziamento sentito va al dottor Alessandro Belli, per la pazienza e la disponibilità mostratami durante questi mesi di stesura della tesi. Mi preme ringraziare anche il dottor Marco Rabuffetti, per la cordialità, i consigli e la diponibilità mostratami sin dall'inizio della stesura di questo lavoro. Ringrazio anche il professor Emilio Barone, mio correlatore, per la professionalità e per quanto trasmessomi in aula durante il suo corso. Voglio esprimere un profondo grazie anche nei confronti della mia famiglia, fonte di esempio e di orgoglio, che mi ha dato la possibilità di frequentare questa Università, donandomi amore e gioia ogni giorno, senza mai perdere la fiducia in me, nonostante la lontananza e le difficoltà nel mio cammino. Desidero ringraziare i miei colleghi, veri compagni di viaggio e fratelli, per aver condiviso con me momenti belli e brutti di questi anni universitari. Senza il vostro sostegno non avrei avuto la serenità e la gioia di concludere questo percorso. Non posso non citare tutti gli amici della residenza e del coro, che mi hanno sopportato in questi anni, voi siete stati per me un bellissimo dono che mai avrei pensato di ricevere. Grazie per l'affetto, le risate e il tempo vissuto insieme come fratelli. Anche se le nostre strade si divideranno tra non molto, il mio augurio è che possiate realizzarvi in tutto ciò che farete, ma soprattutto che possiate essere felici. Infine, il mio ultimo pensiero va a te amico mio, che, durante questi anni a Roma, sei volato via, grazie per aver condiviso con me tante esperienze e per avermi insegnato la bellezza del dono della vita.

BIBLIOGRAFIA

- Borghi A., “Finanza immobiliare”, Egea, 2008
- Campobasso G., “Diritto commerciale”, UTET, 2015
- Casertano G., “Finanza real estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento”, Cedam, 2011
- Dalocchio M., Salvi A., “Finanza aziendale 1”, Egea, 2011
- Damodaran A., “Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance”, Wiley, 2006
- Demarzo P., Berk J., “Finanza aziendale 1”, Pearson, 2011
- Disegni G., “Impresa in crisi, soluzioni offerte dal nuovo diritto fallimentare”, G. Giappichelli, 2014
- F. Barachini, “Diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali”, G. Giappichelli, 2014
- Guatri L. “Crisi e risanamento delle imprese”, 1986
- Guatri L. “Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore”, 1995
- Lo Cascio G., “Il concordato preventivo e le altre procedure di crisi”, Giuffrè, 2015
- Pietro Abbadessa, M. Campobasso, “Società, banche e crisi d'impresa”, UTET giuridica, 2014
- Rolfi F., Ranalli R., “Il concordato in continuità”, Giuffrè, 2015
- Stefano Ambrosini, “Accordi di ristrutturazione dei debiti e finanziamenti alle imprese in crisi”, Zanichelli, 2012
- Tedeschi G., “Crisi di impresa e ristrutturazione del debito”, Vita e Pensiero, 2015

Trentini C., “I concordati preventivi”, Giuffrè, 2014

Vassalli F., “Trattato di diritto fallimentare e delle altre procedure concorsuali”, G. Giappichelli, 2014

DOCUMENTI

“La gestione dell’impresa in crisi, analisi di dottori commercialisti, managers, imprenditrici.”, Eutekne, 2015

“Ultime modifiche alla legge fallimentare”, Il Fallimento 11/2015

Accordo quadro con pool di banche finanziatrici, 2014

Ambrosini S., “Gli accordi di ristrutturazione dei debiti dopo la riforma del 2012”, Il Fallimento, 10/2012

Banca Finnat, perizia di valutazione dell’azienda alberghiera GHMS, 2014

Bianchi A., “La revisione della legge fallimentare nel decreto sviluppo”, Il dossier di Diritto 24, 2012

Borsa Italiana, “Guida alla valutazione”, 2004

D’Attore G., “Le proposte di concordato preventivo concorrenti”, Il Fallimento 11/2015

De Palma G., “Il nuovo volto “provvisorio” del concordato preventivo: i creditori da spettatori ad attori”, briefing note di Clifford Chance, 2015

De Simone L., “Le vendite immobiliari nel concordato preventivo”, Il caso, 2011

Federalberghi, “Datatur: Trend e statistiche sull’economia del turismo”, 2016

Horwath HTL, “Hotel and Chains in Italy 2016”, 2016

Horwath HTL, “Luxury Hospitality, tendenze e scenari”, 2015

Jones Jang Lasalle, “Hotel Intelligence Venice”, 2013

Lamanna F., “Il c.d. decreto sviluppo: primo commento sulle novità in materia concorsuale”, Il Fallimentarista, 2012

Lo Cascio G., “Concordato preventivo: natura giuridica e fasi giurisprudenziali alterne”, Il Fallimento 5/2013

MarketLine, “Company profile: Hilton Worldwide Holdings Inc.”, 2015

MarketLine, “Industry profile: Hotels and motels in Europe”, 2015

MarketLine, “Industry profile: Hotels and motels in Italy”, 2015

Marketline, “Industry profile: Real estate in Italy”, 2015

Piano concordatario Grand Hotel Molino Stucky, 2013

Romano M., relazione di stima compendio aziendale di GHMS, 2014

Servizio studi e ricerche Intesa Sanpaolo, “Il settore turistico in Italia: una ripresa troppo lenta”, 2011

SITOGRAFIA

www.altalex.com

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.federalberghi.it

www.finance.yahoo.com

www.hiltonhotels.it

www.ilcaso.it

www.ilfallimentarista.it

www.ilsole24ore.com

www.istat.it

www.lastampa.it

www.molinosuckyhilton.it

www.studiocataldi.it

www.trademarkitalia.com

www.trivago.it

www.westineuropareginavenice.com

www.thegrattipalace.com

www.danielihotelvenice.com

www.belmond.com/it/hotel-cipriani-venice

www.jwvenice.com

<https://www.kempinski.com>

venezia.boscolohotels.com

SINTESI

I temi della crisi d'impresa e della ristrutturazione del debito rappresentano materia di rilevante interesse ed attualità non solo riguardo l'individuazione dei fattori scatenanti una crisi, che possono pregiudicare il regolare esercizio dell'attività imprenditoriale, ma anche l'applicazione degli istituti giuridici, introdotti dal legislatore, che consentono di prevenire e gestire manifestazioni di crisi aziendale, dalle sue prime fasi, fino a giungere allo stadio più grave, rappresentato dallo stato di insolvenza. Per queste ragioni, è stato ritenuto interessante approfondire, nel seguente lavoro di tesi, uno di questi istituti, il concordato preventivo, introdotto nell'ordinamento con la legge fallimentare del 1942 e oggetto, in seguito, di numerosi interventi riformatori. Si è voluto analizzare un caso reale di procedimento di concordato con continuità aziendale, che ha riguardato il Grand Hotel Molino Stucky di Venezia. L'elaborato si articola in quattro capitoli: nel primo si è voluto discutere sul fenomeno della crisi d'azienda, partendo dalla definizione e dallo studio delle fasi, per poi soffermarsi sulle cause, che possono rappresentare un campanello d'allarme per l'imprenditore. Il capitolo prosegue con una trattazione sull'evoluzione storica della disciplina fallimentare sin dall'introduzione nell'ordinamento italiano, mettendo in rilievo gli obiettivi perseguiti dal legislatore fallimentare con ogni intervento rinnovatore. Si conclude con la presentazione delle soluzioni normative offerte, riguardo gli accordi di ristrutturazione del debito, il piano attestato e il concordato preventivo. Nel secondo capitolo si è reso utile approfondire lo strumento giuridico del concordato preventivo, facendone una trattazione di più ampio respiro. Partendo da una descrizione dell'iter procedurale previsto dalla legge, si è posta l'attenzione su quanto disposto dalla legge in materia di trattamento dei creditori, per poi continuare con un'accurata esposizione della disciplina sul concordato con riserva, il concordato con continuità e il concordato con cessione di beni. Il secondo capitolo termina con una panoramica sulle novità normative introdotte dalla legge nel 2015. Nel terzo capitolo, si è proceduto con l'analisi del caso del procedimento di concordato preventivo che ha interessato il Grand Hotel Molino Stucky di Venezia. Dopo una breve descrizione dell'azienda alberghiera e del contratto di management con Hilton International, si è continuato, tramite l'analisi di documenti societari, con lo studio delle cause della crisi aziendale che l'hanno portata, nel 2013, a presentare la domanda di concordato preventivo. Infine è stato esposto, in maniera analitica, il contenuto della proposta concordataria. Il quarto ed ultimo capitolo è dedicato allo stress test effettuato sulla fattibilità economica del piano concordatario e sulla capacità della proposta di garantire la continuità aziendale. Dopo la presentazione degli obiettivi dello studio e del set di dati scelto, si è continuato con la discussione sulle variabili significative e la struttura dello stress test. Il capitolo si è concluso con la descrizione dell'analisi e degli interessanti risultati ottenuti.

Primo Capitolo

Il fenomeno della crisi aziendale non costituisce un evento improvviso e repentino, ma è caratterizzato da un lento sorgere di segnali di decadenza e di squilibrio, manifestazioni concrete di perdita di redditività e di valore. Riprendendo il celebre approccio del Professor Guatri, è possibile concepire la crisi come una sequenza di quattro stadi degenerativi, raggruppabili nelle due grandi fasi di declino e crisi, che, dai primi segnali di

squilibrio economico e finanziario, caratterizzanti lo stadio detto “incubazione”, portano ad uno stadio irreversibile, “l’esplosione della crisi”. L’imprenditore, dinanzi all’evolversi di uno stato di crisi della propria impresa, deve sin da subito porre attenzione ai primi segnali, deve saper riconoscere prontamente le cause della crisi. Il passaggio da una situazione di declino a quella di crisi solo in rari casi può essere ricondotto ad una sola causa, generalmente dipende da una serie di fattori interni ed esterni, che si differenziano da un’impresa ad un’altra. Dopo aver rilevato il manifestarsi di uno stato di declino o di crisi, verificate e analizzate le cause, l’impresa deve pianificare un insieme di interventi volti a rimuoverle, per mezzo di un piano di risanamento che, a seconda delle caratteristiche dei fattori scatenanti e delle condizioni aziendali, possa definire la strategia operativa da attuare. Inoltre, a seconda dello stadio di declino o di crisi, l’imprenditore potrà scegliere se trovare una soluzione tramite un accordo privato con i creditori e altri soggetti interessati, quindi per via stragiudiziale, oppure usufruire degli strumenti giuridici offerti dal legislatore, disciplinati dalla normativa presente nella legge fallimentare. La legge fallimentare, in passato, non contemplava il caso che una grande impresa potesse entrare in uno stato di crisi e, per tale ragione, non erano previste delle misure giuridiche di salvataggio. Gli strumenti giuridici offerti dal legislatore si individuavano nel fallimento per l’imprenditore individuale e per le piccole e medie imprese, l’amministrazione controllata e il concordato preventivo per i casi di stati di crisi reversibili e, infine, la procedura della liquidazione coatta amministrativa per gli imprenditori a rilievo pubblicistico. Il sorgere delle insolvenze delle grandi imprese e gli esiti negativi, che la prassi aveva fatto registrare in materia, pose in risalto i limiti della disciplina fallimentare, che non offriva adeguati strumenti volti a prevenire il manifestarsi di una crisi aziendale. Il legislatore, con la riforma della legge fallimentare del 2005, ha introdotto nuovi strumenti giuridici, incentrati sulla valorizzazione degli accordi tra debitore e creditore, gli accordi di ristrutturazione del debito e il piano attestato di risanamento ed ha riformato per gran parte la disciplina del concordato preventivo. Il fulcro della novella normativa è stato, da un lato, l’aver riconosciuto maggior autonomia negoziale alle parti coinvolte nella crisi, concedendo una maggiore libertà nel concordare una soluzione comune e, dall’altro, l’aver ridimensionato il controllo del Tribunale. Da allora sono seguiti ulteriori interventi riformatori, con i quali la legge ha favorito la prosecuzione dell’attività aziendale, con delle tutele ad hoc, e la riduzione della durata dei procedimenti.

Secondo Capitolo

Per il secondo capitolo, in questa sintesi si procederà con la trattazione della forma del concordato con continuità, tralasciando l’approfondimento riguardante l’iter procedurale concordatario e la disciplina sul trattamento del ceto creditorio nell’elaborato completo. L’istituto del concordato con continuità aziendale è stato introdotto nel nostro ordinamento con la revisione della legge fallimentare del 2012 ed è disciplinato dagli articoli 186-bis e 182-quinquies l.fall.. Nel primo comma dell’art.186-bis è contenuta la definizione che presenta i presupposti necessari affinché si possa parlare di concordato con continuità. Dispone che il piano debba prevedere *“la prosecuzione dell’attività d’impresa da parte del debitore, la cessione dell’azienda in*

esercizio ovvero il conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione.”

Dalla lettura del comma emerge una definizione molto ampia di prosecuzione dell'attività imprenditoriale, giacché, includendo la cessione d'azienda, considera anche il risanamento diretto del debitore o indiretto mediante un terzo, cessionario. Il testo normativo, in aggiunta, specifica che il piano *“può prevedere anche la liquidazione di beni non funzionali all'esercizio dell'impresa”*, derogando di fatto il principio della garanzia patrimoniale generica, disciplinato dall'art. 2740 c.c., per cui il debitore risponde delle obbligazioni con tutto il suo patrimonio. Il legislatore, in questo modo, ha riconosciuto la possibilità di definire un concordato con continuità con cessione parziale dei beni, in cui il debitore, come soluzione alla crisi, propone di cedere una parte del patrimonio, non funzionale, ai creditori per il loro soddisfacimento e *“conservando la restante parte del complesso aziendale, esdebitato, per proseguire l'attività di impresa in forme ridimensionate”*. Il concetto di continuità deve però essere idoneo a tutelare il soddisfacimento dei destinatari della proposta concordataria, il ceto creditorio. Tale presupposto è enfatizzato in maniera esplicita in riferimento al medesimo articolo quando asserisce che *“la prosecuzione dell'attività di impresa prevista dal piano è funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori”*, prevedendo che sia oggetto di attestazione nella relazione del professionista.

A questo punto è arrivato il momento di soffermarsi sulla trattazione dei benefici che il legislatore ha riconosciuto esclusivamente per la disciplina del concordato con continuità. La prima agevolazione per il debitore consiste nella possibilità di godere di una moratoria fino ad un anno nei pagamenti dei creditori privilegiati, in tal modo le risorse finanziarie liberate sarebbero destinate alla ristrutturazione aziendale. Il differimento non incide sull'ammissibilità dei privilegiati all'esercizio del diritto di voto, da cui rimangono esclusi, ma li rende legittimati a richiedere il pagamento di interessi compensativi, non classificabili come interessi di mora, perché non sorgono da inadempimento, ma dalla volontà del legislatore di compensare il vantaggio che il debitore trae dalla dilazione del pagamento, specie quando abbia già ricevuto l'esecuzione della controprestazione. Il secondo vantaggio per il debitore che sceglie il concordato con continuità incide sui rapporti contrattuali esistenti, al fine di favorire la prosecuzione dell'attività. Il terzo comma dell'art 186-bis prevede infatti, che i contratti *“anche se stipulati con pubbliche amministrazioni, non si risolvono per effetto della procedura e che sono inefficaci eventuali patti contrari”*. Quest'ultima previsione, quindi, riconosce al debitore una tutela da eventuali scioglimenti dei contratti proposti dalla controparte, che comprometterebbe la continuità. Il terzo beneficio è rappresentato dalla possibilità per il debitore, autorizzato dal Tribunale a *“pagare crediti anteriori per prestazioni di beni o servizi”* ai fornitori che, in assenza del pagamento dei precedenti crediti, potrebbero rifiutare le loro prestazioni, rappresentando così un ostacolo alla prosecuzione dell'attività d'impresa. E' bene precisare che l'antiorità dei crediti viene individuata in quei debiti che sono sorti prima dell'apertura della procedura del concordato, precisamente prima della pubblicazione della domanda, escludendo invece quelli che, maturati in corso del procedimento, devono necessariamente essere pagati integralmente, secondo le regole generali. L'autorizzazione al pagamento, però, non è concessa a tutti i debiti anteriori, ma solo a quelli per cui sussistono i due requisiti di essenzialità e funzionalità, che saranno oggetto di attestazione da parte del professionista nella sua relazione. Il secondo

capitolo si è concluso con una breve panoramica sulle recenti novità della disciplina concordataria, in tema di proposte concorrenti da parte dei creditori, contratti pendenti, finanziamenti interinali e liquidazione dei beni. Si rimanda al lavoro di tesi per una trattazione di più ampio respiro.

Terzo Capitolo

Il complesso alberghiero denominato “Grand Hotel Molino Stucky”, è un asset immobiliare di proprietà di GHMS s.r.l., appartenente al gruppo Acqua Marcia, la cui holding è la società Acqua Pia Antica Marcia S.p.a.. Tale complesso immobiliare è situato nella città di Venezia, precisamente sull’isola della Giudecca e si distingue per il particolare pregio storico ed architettonico. Attualmente il complesso “Grand Hotel Molino Stucky”, classificato come hotel a cinque stelle superior, è costituito da dieci immobili e dotato di 379 camere, un centro benessere, un centro congressi, una piscina in copertura, due ristoranti e due bar. Sicuramente il fiore all’occhiello di tutto il complesso immobiliare è rappresentato dal centro congressi, ritenuto il più grande e attrezzato della città di Venezia, di circa 2700 mq, che offre la possibilità di ospitare mille persone. La gestione dell’albergo è affidata per contratto a Hilton Worldwide Holdings, comunemente detto “gruppo Hilton”, una delle più importanti catene alberghiere al mondo, presente in oltre novanta Paesi, con più di quattromila hotel. Il contratto di gestione prevede una durata del rapporto contrattuale pari a dodici anni, prorogabili per altri sei. Hilton ha il diritto di esercitare l’attività alberghiera in piena autonomia, occupandosi di tutti gli aspetti riguardanti la gestione dell’attività. D’altra parte, GHMS si impegna, attraverso attività di manutenzione ordinaria e straordinaria, a mantenere il complesso immobiliare nelle condizioni idonee per l’esercizio dell’attività alberghiera secondo gli standard di qualità ed efficienza propri di Hilton. Per quanto riguarda le condizioni prettamente economiche, il contratto di gestione individua la remunerazione spettante a Hilton per la gestione e a GHMS per la proprietà. Nello specifico, per ogni esercizio viene calcolata una grandezza economica denominata “utile operativo lordo”, risultato della gestione dell’attività alberghiera, assimilabile all’Ebitda, ottenuto dalla differenza fra i ricavi della gestione e tutti i costi della gestione. A questa grandezza si applicano alcune rettifiche pari ad una diminuzione del 4% dei ricavi della gestione alberghiera e di una diminuzione del costo di manutenzioni straordinarie. In tal modo si giunge a calcolare “l’utile operativo lordo rettificato”, di cui l’8 % rappresenta la remunerazione di gestione spettante a Hilton e la parte restante è quella destinata a GHMS. Qualora tale grandezza fosse inferiore a dodici milioni nel 2008, tredici milioni nel 2009 e quattordici milioni e cinquecento dal 2010 in poi, Hilton per contratto è obbligata a versare la differenza. Quest’ultima quindi rappresenta un “minimo garantito” per ogni esercizio, assicurato da Hilton indipendentemente dall’andamento della gestione alberghiera. In data 1 febbraio 2013, GHMS s.r.l. ha depositato presso il Tribunale di Roma, sezione fallimentare, il ricorso per l’ammissione alla procedura di concordato preventivo con riserva e in data 24 giugno 2013 ha depositato il piano di concordato allegato di tutta la documentazione disposta dalla legge. Tale scelta societaria ha trovato spiegazione nella necessità di dover trovare una soluzione comune con tutti gli *stakeholders*, alla così prematura crisi aziendale. Infatti, sin dai primi anni dell’attività alberghiera, se si considera che l’albergo è stato aperto nel 2007, pian piano sono

iniziati ad emergere i primi segnali di squilibrio e di dissesto, che hanno compromesso la redditività aziendale e, con il passare del tempo, la capacità di onorare gli impegni. Per quanto riguarda il business alberghiero di Molino Stucky, le due principali fonti di reddito sono costituite dai ricavi derivanti dall'attività alberghiera nella sua "classica" concezione e dai ricavi dai meeting del centro congressi. Se si considera l'affitto delle camere, i servizi di ristorazione e la locazione degli spazi, il centro congressi allora rappresenta una fonte rilevante, pari al 35% dei ricavi complessivi aziendali. Fatte queste premesse, sicuramente la società ha risentito degli effetti negativi della crisi economica globale sul turismo e sull'accesso al credito. Dal conto economico si evince che gli esiti nel periodo considerato, che portano costantemente ad un risultato d'esercizio sempre negativo, non derivano dalla gestione operativa aziendale, ma da quella finanziaria. Infatti la differenza tra proventi e oneri finanziari impatta in maniera incisiva sul risultato d'esercizio con un trend in graduale diminuzione, da -14 milioni nel 2008 a circa -10 milioni del 2013. Il risultato d'esercizio, mai positivo, sfiora i -24,3 milioni nel 2011 per poi assestarsi tra i -7 e i -8 milioni. Guardando lo stato patrimoniale, emerge una struttura finanziaria molto sbilanciata nel periodo considerato, a causa di una significativa diminuzione del patrimonio netto e di un incremento progressivo del debito bancario da 237 milioni nel 2011 a 255 nel 2013, dopo esser diminuito tra il 2008 e il 2010. L'attivo mostra un andamento globalmente regolare. Per analizzare il trend delle fonti di finanziamento, si confronteranno alcuni indici finanziari presenti nella tabella.

Indici	2008	2009	2010	2011	2012	2013
copertura oneri finanziari	0,33	0,57	0,56	-0,89	0,39	0,25
PFN/Ebitda	21,29	17,54	18,99	15,56	17,11	35,78
rapporto di indebitamento	3,9	3,91	4,02	8,43	10,8	14,61
indice di liquidità	1,92	2,33	1,66	0,94	0,62	0,66

Fig.1 Fonte: Elaborazione personale dati di bilancio

Guardando l'andamento del rapporto di indebitamento, definito dal rapporto tra le passività totali e il capitale netto, si ha conferma di quanto detto in precedenza. Infatti l'indice cresce significativamente, passando da un valore di 3,9 nel 2008, ad uno di 14,61 nel 2013. L'indice derivante dal rapporto tra la posizione finanziaria netta e l'Ebitda, oscilla tra il valore più basso nel 2011, pari a 15,56 e il valore più alto nel 2013 di 35,78. In relazione a quanto detto e ai valori riportati in tabella, è evidente che GHMS è un'azienda estremamente indebitata ed esposta al rischio che l'eccessivo peso delle passività nella struttura finanziaria possa impedire la sopravvivenza in *going concern*. L'indice di copertura degli oneri finanziari, ottenuto dal rapporto tra il reddito operativo e gli oneri finanziari, si mantiene stabilmente sotto l'unità, diventando persino negativo nel 2011 e mostrando un trend in diminuzione. Un altro aspetto importante da sottolineare è rappresentato dall'andamento dell'indice di liquidità, ottenuto dal rapporto tra l'attivo a breve, privato delle rimanenze e il passivo a breve. Negli ultimi tre esercizi il valore scende al di sotto dell'unità, mettendo in evidenza che la società GHMS non dispone di adeguate risorse per soddisfare gli impegni a breve. Fatte queste considerazioni, è bene soffermarsi sulle ragioni di questo aumento dell'indebitamento e di questo gravoso impatto degli oneri

finanziari sul conto economico. Nell'aprile del 2008, GHMS ha sottoscritto un contratto di finanziamento fondiario a medio e lungo termine, per un importo pari a 250 milioni di euro con il seguente pool di banche. Questo finanziamento è stato utilizzato per estinguere un finanziamento ponte pari a 250 milioni, sottoscritto nel 2007 con Unicredit e Royal Bank of Scotland, a sua volta impiegato per estinguere un precedente mutuo edilizio pari a 145 milioni derivante dall'operazione di ristrutturazione del complesso immobiliare. Il finanziamento del 2008, inoltre, prevede il pagamento di alcune commissioni a RBS, quale agente del pool e la costituzione di garanzie reali e personali necessarie per assicurare il rimborso delle rate. GHMS, inoltre, per coprirsi dal rischio derivante dall'oscillazione del tasso di interesse, ha sottoscritto con RBS e Unicredit quattro contratti derivati. In sintesi, da questa analisi è ragionevole ritenere che la causa scatenante questa crisi finanziaria è da attribuirsi all'insostenibilità delle condizioni imposte dal contratto di finanziamento e dalle relative garanzie, considerati i vantaggi derivanti dal contratto di management con Hilton. GHMS, privato del minimo garantito dalla gestione, non è in grado autonomamente di generare un adeguato reddito operativo che permetta un sostenibile indebitamento. Se si considera che questo andamento ha caratterizzato non un periodo limitato di tempo, ma tutta la vita dell'impresa, già dal primo anno, è evidente che bisognerebbe ricercare la causa di questa crisi nella struttura dei ricavi e dei costi operativi. La scarsa redditività aziendale ha portato, in aggiunta, a commettere un grande errore nella politica di gestione finanziaria. Indebitarsi nuovamente per estinguere i precedenti finanziamenti e per onorare il pagamento delle obbligazioni periodiche, ha aggravato maggiormente lo squilibrio della struttura finanziaria. Dopo complesse trattative, la società GHMS ha raggiunto un accordo quadro con il pool di banche coinvolte, nel quale sostanzialmente è stato definito un piano di ristrutturazione del debito e le modalità di pagamento dei crediti. A seguito di tale accordo, GHMS ha presentato una proposta concordataria, inserendo un accordo di ristrutturazione in un concordato preventivo. La società ha differenziato l'offerta ai creditori, distinguendoli tra coloro che non hanno partecipato all'accordo quadro e gli appartenenti al pool di banche che invece sono stati aderenti. Per i primi, la nuova offerta concordataria ha proposto l'integrale soddisfazione dei rispettivi crediti nel rispetto della par condicio creditorum. Entro il termine di 90 giorni dal passaggio in giudicato del decreto di omologa, tale pagamento verrà effettuato utilizzando le disponibilità liquide in data 30 giugno 2014 pari a 55.932.260 euro, somma che considera anche le rate mensili di minimo garantito, relative all'esercizio 2014. Per i secondi, invece, il soddisfacimento avverrà secondo il nuovo piano di ammortamento del debito fondiario e nel rispetto degli obblighi contenuti nell'accordo quadro. In aggiunta, a garanzia del rimborso è stato previsto il conferimento dell'azienda alberghiera, comprensiva del contratto di gestione, in una Newco, chiamata GHMS Venezia, società partecipata al 100% da GHMS, costituita il 25 settembre 2014. In questo nuovo contesto societario continuerà l'attività imprenditoriale, al fine di garantire il pagamento del debito fondiario e la prosecuzione dei contratti in essere, soprattutto a favore dei dipendenti. Inoltre è stata ipotizzata la vendita dell'azienda nel secondo semestre del 2016, ritenendo opportuno garantire la continuazione dell'attività alberghiera fino a quella data, con la prosecuzione del contratto di gestione di Hilton. L'operazione di vendita risulta necessaria, perché la controllante di GHMS, Acqua Marcia Turismo S.p.a., anch'essa in procedimento

di concordato, ha previsto la liquidazione del suo patrimonio. Per quanto riguarda l'operazione di ristrutturazione del debito, come detto in precedenza, nell'accordo quadro è stato definito il riscadenziamento del mutuo fondiario, mediante la rimodulazione del relativo piano di ammortamento. Al momento dell'accordo, il debito residuo, al netto di ulteriori somme, comprensive di capitale e interessi, derivanti da conti correnti gravati da pegno, è pari a circa 230,3 milioni di euro. Il rimborso avverrà a rate mensili costanti posticipate, di importo pari a 800.000 euro, comprensive di capitale e d'interesse. Il piano prospettico ha previsto il pagamento delle rate in un orizzonte temporale di 5 anni, la prima rata con scadenza il 1° gennaio 2015 e l'ultima rata il 1° dicembre 2019. La ratio di tale pianificazione va individuata nel fatto che l'intero piano concordatario ha simulato la continuità dell'attività alberghiera fino alla scadenza del contratto di management di Hilton, ovvero nel dicembre 2019. Il tasso di interesse scelto convenzionalmente è pari all'1,9 %, composto da una parte variabile, rappresentata dall'Euribor 3 mesi e da una parte fissa pari all'1,65%.

Quarto Capitolo

Nel quarto capitolo è stato analizzato il procedimento di concordato preventivo che ha riguardato il Grand Hotel Molino Stucky, effettuando uno stress test sulla fattibilità economica del piano e sulla capacità della proposta concordataria di garantire la continuità aziendale del complesso alberghiero. Per quanto riguarda i dati necessari per lo stress test, è stato impiegato il piano previsionale sviluppato da una nota banca d'affari per la valutazione del complesso alberghiero di Molino Stucky. Tale piano riporta il conto economico strutturato secondo le disposizioni presenti nel contratto di gestione e le assunzioni sull'attività prospettica del business dell'hotel. Per quanto riguarda i ricavi, quelli da camera costituiscono il driver più importante, sono stati stimati in linea con il trend storico e le stime previsionali del management sull'andamento della tariffa media annua e dell'*occupancy rate*. Gli altri ricavi sono stati stimati in percentuale di quelli da camera per ogni esercizio. I costi, invece, sia per quelli attribuibili alla gestione di Hilton, sia per quelli di competenza di GHMS, sono stati stimati in relazione al trend storico, al netto dell'inflazione. Infine, sono calcolati i flussi operativi, tenendo conto delle imposte, calcolate applicando le aliquote previste dalle vigenti normative. Il metodo di valutazione utilizzato per stimare il valore teorico dell'hotel è l'*Unlevered Discounted Cash Flow*, abbreviato UDCF. Per quanto riguarda la stima del Terminal Value, è stato applicato il "*perpetual growth rate model*", capitalizzando in perpetuo il flusso dell'ultimo anno di piano, ipotizzando un tasso di attualizzazioni pari a 6,8% e un tasso di crescita pari al 2%. Il tasso di attualizzazione scelto nel modello, per scontare i flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa, è stato pari al 5%, riconducibile al tasso di interesse di un'obbligazione corporate italiana di medio lungo termine di tipologia *investment grade*. Il valore teorico dell'azienda, pari alla somma tra il valore attuale dei flussi di cassa operativi e il valore attuale del Terminal Value, è stato stimato di circa 216,8 milioni di euro. Per la costruzione dello stress test, è stato necessario individuare le variabili rilevanti ai fini dell'analisi. Le variabili scelte sono state: il tasso di variazione dei ricavi da camera, il tasso di accantonamento manutenzione straordinaria, il tasso di attualizzazione dei flussi operativi, il tasso di attualizzazione del Terminal Value. Per quanto riguarda la prima variabile, questa è un

driver “industriale”, che produce un aumento o decremento di un eguale percentuale dei ricavi da camera di ogni singolo esercizio considerato. La seconda variabile, invece, è un driver “immobiliare”, la cui variazione provoca un aumento o una diminuzione dell'accantonamento, per ogni esercizio, per la manutenzione straordinaria. Tale variabile è stata calcolata in percentuale al valore totale delle immobilizzazioni materiali riconducibili all'asset immobiliare, utilizzando le informazioni derivanti dalla situazione patrimoniale del compendio al 30 giugno 2014. Inoltre, il valore della percentuale, in uno scenario di normalità, è stato posto pari allo 0,5% ,in linea con la prassi professionale. Nell'analisi è stata scelta come variabile anche il tasso di attualizzazione dei flussi operativi, coincidente con il WACC, un driver finanziario, che influenza significativamente il valore dell'azienda valutato con il modello dell'UDCF. Per quanto riguarda il tasso di attualizzazione del TV, invece, valgono considerazioni simili a quanto detto per il tasso dei flussi, con la sola differenza che avrà un valore superiore in linea con il modello di valutazione della banca d'affari. La ragione di tale differenza di valore sta nel maggior rischio legato all'azienda, attribuito nel periodo successivo alla scadenza del contratto di management, a causa di un'incertezza nella proroga contrattuale. Il lavoro di analisi quindi è stato strutturato in due parti. In una prima parte è stato effettuato lo stress test sulla capacità del piano previsionale di garantire il pagamento della rata, in un'ipotesi di pagamento annuale, pari a 9.600.000 euro. Sono state scelte, in questo caso, due variabili ritenute rilevanti ai fini dell'analisi: il tasso di variazione dei ricavi da camera, posto pari allo 0%, stando a significare che si utilizzano i ricavi al loro importo corrente nel piano e quello dell'accantonamento pari, invece, allo 0,5%. Per ogni esercizio dal 2015 al 2019, è stato calcolato il margin, risultato della differenza tra l'Ebit e l'ammontare della rata annua.

Piano pagamento rata					
	2015	2016	2017	2018	2019
Ebit	12.056.333	12.044.889	12.033.216	12.021.310	12.009.166
Rata annua	9.600.000	9.600.000	9.600.000	9.600.000	9.600.000
Margin	2.456.333	2.444.889	2.433.216	2.421.310	2.409.166
indice di copertura	1,256	1,255	1,253	1,252	1,251

Fig. 3 Fonte: Elaborazione personale dati perizia banca d'affari

Dalla tabella emerge che tale risultato, in condizioni di normalità, è sempre positivo, mantenendo un andamento stabile negli esercizi, con un valore sempre superiore ai 2,4 milioni. Questo trend è stato riscontrato anche per l'indice di copertura, che, sempre superiore all'unità, è stato calcolato come rapporto tra l'Ebit e la rata annua. Alla luce di quanto detto, sembrerebbe che la società sia in grado di sostenere il pagamento delle rate. Per studiare il comportamento del margin, in condizioni di stress economico-finanziario, sono stati costruiti quattro scenari, in cui le due variabili hanno assunto valori differenti. E' stato ipotizzato uno “Scenario Best”, dove è stato prospettato un aumento dei ricavi del 10% e un valore del tasso di accantonamento pari a 0,3%; uno “Scenario Worst”, in cui c'è stata una diminuzione del 10 % dei ricavi e un tasso pari allo 0,7%. E'

stato ritenuto importante considerare due scenari intermedi: lo “Scenario Mid 1” e “Scenario Mid 2”, i cui rispettivi valori sono desumibili dalla tabella in basso.

Riepilogo scenari Margin					
	Valori Correnti	Scenario Best	Scenario Mid 1	Scenario Mid 2	Scenario Worst
Variabili:					
Tasso variazione ricavi da camera	0%	10%	5%	-5%	-10%
Tasso accantonamento	0,50%	0,30%	0,40%	0,60%	0,70%
Anni:					
2015	2.456.333	2.885.251	2.670.792	2.241.873	2.027.414
2016	2.444.889	2.873.807	2.659.348	2.230.429	2.015.970
2017	2.433.216	2.862.134	2.647.675	2.218.756	2.004.297
2018	2.421.310	2.850.228	2.635.769	2.206.850	1.992.391
2019	2.409.166	2.838.084	2.623.625	2.194.706	1.980.247

Fig. 4 Fonte: Elaborazione personale dati perizia banca d'affari

Come è evidente dalla tabella, il margin in tutti gli scenari costruiti mostra un andamento regolare, raggiungendo valori più elevati negli scenari Best e Mid 1. Inoltre, i due tassi, nelle diverse combinazioni, incidono lievemente sul margin, che rimane sempre positivo e scende sotto i 2 milioni di euro solo nello Scenario Worst. La ragione di questo comportamento va ricercata nel fatto che il margin è influenzato fortemente dal contributo di Hilton. Tramite l'adeguamento al minimo garantito in ogni esercizio, la gestione interviene con una copertura sia in scenari positivi che in scenari negativi, indipendentemente dal trend dei ricavi da camera.

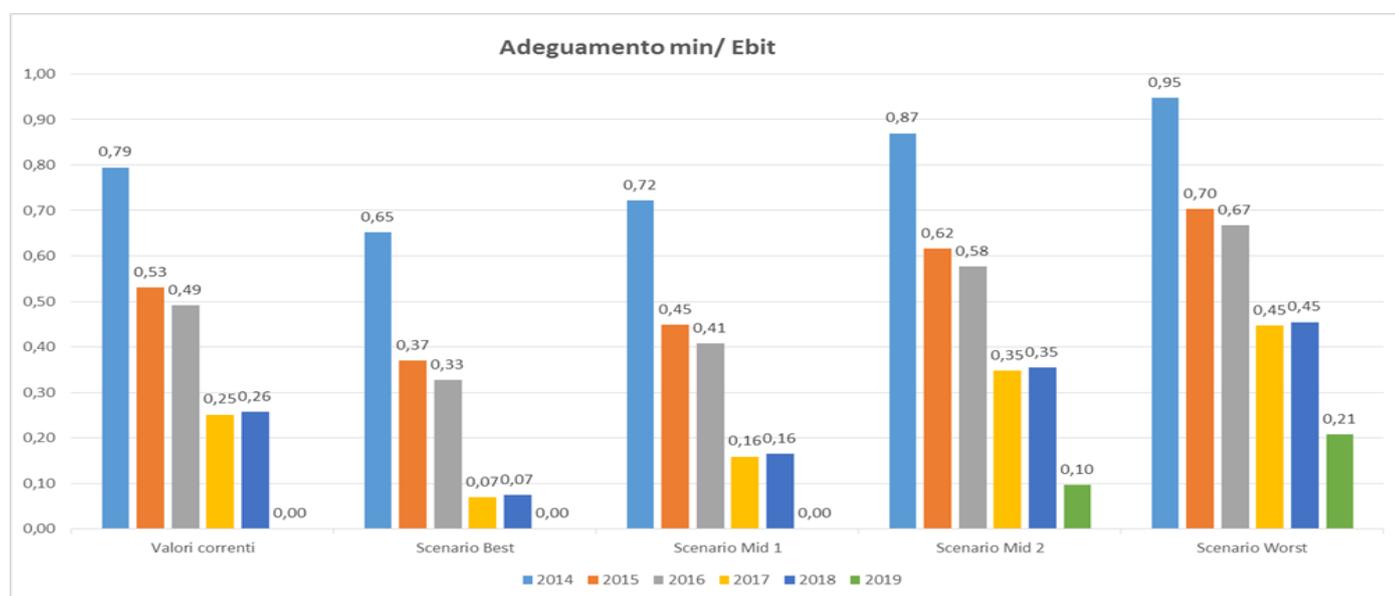


Fig. 5 Fonte: Elaborazione personale dati perizia banca d'affari

Per questa ragione, l'Ebit non risente di variazioni dei ricavi, soprattutto in diminuzione, ed è influenzato marginalmente dall'accantonamento per manutenzione straordinaria. Inoltre, ai fini di un maggior approfondimento dell'analisi è stato studiato il comportamento del tasso riguardante la percentuale di Ebit di competenza dell'adeguamento di Hilton. Se si guarda il grafico, è evidente che, in tutti gli scenari considerati, una significativa porzione della redditività operativa è da attribuire all'intervento di Hilton. Un dato

interessante è che negli scenari Best e Mid 1, la percentuale diventa pari allo 0% soltanto nell'ultimo anno del periodo considerato. Quindi, anche in assenza di condizioni di stress, la società non è in grado di generare un reddito operativo adeguato in ogni esercizio, senza dipendere dall'intervento di Hilton. Si conclude, dall'analisi svolta, che il pagamento della rata annuale previsto dal piano di restructuring, è sempre assicurato, anche in scenari non positivi, grazie alla presenza dell'adeguamento al minimo garantito da parte di Hilton. Nella seconda parte dell'analisi, invece, è stato effettuato uno stress test sul valore d'azienda stimato dalla banca d'affari, come descritto in precedenza. Tale valutazione assume rilevanza per il fatto che, nella proposta concordataria, è previsto il conferimento del complesso alberghiero in GHMS Venezia, società di nuova costituzione. In questo caso, sono state utilizzate tutte e quattro le variabili descritte in precedenza. Non sono stati simulati diversi scenari combinando i drivers insieme, ma si è utilizzata un'analisi di sensitività, in modo da circoscrivere lo studio con due variabili per volta.

Tasso ricavi da camera

	199.121.154,66	-10%	-5%	0%	5%	10%
Tasso accantonamento	0,0%	215.236.443	215.236.443	216.770.325	233.187.169	249.604.013
	0,3%	204.646.941	204.646.941	206.180.823	222.597.667	239.014.511
	0,4%	201.117.107	201.117.107	202.650.989	219.067.833	235.484.677
	0,5%	197.587.273	197.587.273	199.121.155	215.537.999	231.954.843
	0,6%	194.057.439	194.057.439	195.591.321	212.008.165	228.425.009

Fig. 6 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

La tabella mostra l'analisi di sensitività del tasso di variazione dei ricavi da camera e del tasso di accantonamento. Il primo è stato fatto oscillare in un range dal -10% a più 10%, per il secondo si è considerato un intervallo che va dallo 0,3% al 0,6%, inoltre è stato simulato anche il caso in cui abbia valore pari a 0%. Come emerge dalla sensitivity, un incremento del tasso dei ricavi porta ad un aumento significativo del valore aziendale di circa 15 milioni ad ogni variazione del 5%. Mentre, un incremento del tasso di accantonamento riduce il valore aziendale, in quanto impatta negativamente sull'Ebit. E' interessante notare che, mentre una diminuzione del tasso di accantonamento provoca un aumento del valore aziendale di circa 4 milioni per basis point, i ricavi, quando diminuiscono del 5% e del 10% invece, non hanno alcun impatto, perchè interviene l'adeguamento di Hilton in copertura. Tale risultato mette in luce che il valore dell'azienda è influenzato dalle condizioni contrattuali del contratto di management, perché l'adeguamento al minimo garantito tende a mantenere stabile il valore in scenari dove si registra una riduzione della redditività alberghiera. Per analizzare più in profondità il peso che assumono le condizioni contrattuali di Hilton sul valore complessivo aziendale, è stato effettuato un'ulteriore sensitivity analysis, con una variazione delle due precedenti variabili nello stesso range di valori. Questa volta, però, si è studiato come varia la percentuale di valore aziendale derivante dall'intervento di Hilton. Per calcolare questo valore, è stata considerata la porzione dei flussi operativi attribuibile a Hilton ed è stato applicato lo stesso modello di valutazione con le stesse assunzioni sui tassi.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
flusso competenza Hilton	7.654.716	5.108.702	4.721.485	2.415.131	2.475.131	-
flussi attualizzati	7.290.205,27	4.633.742,92	4.078.596,24	1.986.933,85	1.939.329,83	-
TV	0					
TV attualizzato	0					
Valore azienda competenza						
Hilton	19.928.808,11					
% competenza Hilton	10%					

Fig. 7 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Come si legge dal prospetto, il flusso del 2019, in condizioni di normalità, è pari a 0, perché è il primo anno in cui nel piano si prevede che non ci sia l'intervento di Hilton e quindi si abbia un minimo garantito superiore ai 14,5 milioni. Questo ovviamente incide sul Terminal Value, comportandone un valore pari a zero, poiché, negli esercizi a seguire, si è ipotizzato, nelle assunzioni del modello della banca d'affari, che la società mantenga piena autonomia dall'adeguamento. Il valore aziendale di competenza è pari a 19,9 milioni, circa pari al 10% del valore complessivo.

Tasso ricavi camera

	10%	-10%	-5%	0%	5%	10%
Tasso accantonamento	0%	27%	18%	9%	7%	5%
	0,30%	28%	19%	10%	8%	6%
	0,40%	29%	19%	10%	8%	6%
	0,50%	29%	19%	10%	8%	6%
	0,60%	30%	20%	10%	8%	6%

Fig. 8 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Questa percentuale scende del 2% con l'aumento dei ricavi e dell'1% con la diminuzione del tasso di accantonamento. In uno scenario negativo, in cui ci sarebbe una diminuzione del 10% dei ricavi da camera ad esempio, il valore attribuibile a Hilton salirebbe quasi al 30%. Come è evidente allora, diminuendo i ricavi da camera, il peso del contratto di Hilton assume sempre maggior rilevanza. Lo studio prosegue con l'analisi di sensitività dei due tassi, quello di attualizzazione dei flussi operativi e quello del Terminal Value. Dato che il valore aziendale, con il metodo di valutazione del UDCF, è molto sensibile al comportamento di questi due tassi, è preferibile utilizzare un intervallo piccolo e più vicino ad uno scenario reale. Nel caso oggetto di analisi, tale WACC dell'azienda alberghiera sarà influenzato sicuramente dal contratto di gestione di Hilton, che, da una parte fissa gli standard qualitativi gestionali imposti dal brand Hilton e dall'altra, con l'adeguamento al minimo garantito, incide significativamente sulla redditività aziendale. Se si considerano anche i risultati delle precedenti analisi di questo lavoro di tesi, che hanno fatto emergere che la gestione Hilton non solo influenza la sostenibilità del debito, ma assume un peso importante anche rispetto al valore aziendale complessivo, allora è necessario tener conto della partecipazione di Hilton al business risk di GHMS. Alla luce di quanto detto, è stato ritenuto interessante considerare il WACC di Hilton Worldwide Holdings, ai fini di un confronto. Il costo del capitale di Hilton tra il 2013 e il 2014, dalle stime della piattaforma Bloomberg, è pari a 6,9%. Utilizzare

questo valore come tasso di sconto dei flussi di GHMS non sarebbe corretto, perché quest'ultima è una società mono business proprietaria della struttura alberghiera e inoltre il WACC di Hilton tiene conto del suo portafoglio di investimenti in tutto il mondo. Sorgerebbe un errore nella stima, in quanto si includerebbero fattori di rischio che non incidono sui risultati dell'hotel. Però si potrebbe pensare che il WACC di Molino Stucky dovrebbe avvicinarsi a questo valore. Quindi il range di valori di oscillazione dei due tassi potrebbe essere costruito considerando il valore del 5%, imposto dal modello originario, e del 6,9%. A maggior sostegno della scelta di circoscrivere l'analisi di sensitività in questo intervallo, è stato fatto un tentativo di costruzione del WACC di GHMS, in maniera molto approssimativa, attraverso dati medi del settore alberghiero, derivanti dal database di Aswath Damodaran, illustre professore e ricercatore di finanza di fama mondiale. E' bene precisare che, ai fini di una miglior efficacia dell'analisi e del confronto, sarebbe stato preferibile calcolare un WACC medio del settore luxury a Venezia. Questo non è stato possibile per via del fatto che le società proprietarie degli hotel a cinque stelle di Venezia, comparables di GHMS, non sono quotate. Nel prospetto sono riportati i dati del 2013 e il 2014, utilizzati per calcolare il WACC di GHMS dei singoli esercizi e poi uno medio, necessario per via dell'alta volatilità dei mercati di quel periodo. Per quanto riguarda il tasso risk free, sono stati calcolati i rendimenti lordi medi dei Btp a 10 anni, il linea con l'orizzonte temporale di valutazione. Come è evidente, lo scostamento dei due valori mette in risalto il grado di volatilità a cui si accennava in precedenza. Per quanto riguarda il beta unlevered e il D/E ratio, sono stati utilizzati dati medi del settore europeo alberghiero dal database di Damodaran che ha stimato questi valori su un campione di 126 aziende. L'utilizzo di dati europei, in assenza di dati nazionali, può trovare giustificazione nel fatto che GHMS è gestita da una catena alberghiera presente in tutta Europa, che influenza la redditività operativa e per il fatto che Venezia è una città che, per flussi turistici di stranieri, compete con le grandi mete turistiche europee.

	2013	2014
beta unlevered	0,69	0,76
beta levered	1,042107	1,149196
rf	4,38%	3,0%
MRP	5%	5,75%
RD	1,90%	1,90%
RE	10%	9,6%
aliquota fiscale	27,50%	27,50%
D/V	0,338	0,339
E/V	0,662	0,661
D/E ratio	51,03%	51,21%
WACC	6,816%	6,821%
WACC medio	6,818%	

Fig. 9 Fonte: Elaborazione personale dati stress test

Tasso Flussi

	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%
199.236.181,78											
5,0%	289.464.666,28	286.422.078,72	283.418.673,60	280.453.867,73	277.527.087,74	274.637.769,87	271.785.359,79	268.969.312,44	266.189.091,83	263.444.170,91	260.734.031,38
5,2%	274.426.585,53	271.554.721,79	268.719.783,54	265.921.221,63	263.158.496,15	260.431.076,23	257.738.439,87	255.080.073,82	252.455.473,34	249.864.142,12	247.305.595,06
5,4%	261.157.690,75	258.436.465,67	255.750.174,66	253.098.298,60	250.480.327,09	247.895.758,30	245.344.098,77	242.824.863,28	240.337.574,68	237.881.763,77	235.456.969,14
5,6%	249.363.117,62	246.775.793,57	244.221.633,43	241.700.144,79	239.210.843,49	236.753.253,49	234.326.906,68	231.931.342,79	229.566.109,20	227.230.760,80	224.924.859,87
5,8%	238.810.078,49	236.342.560,63	233.906.622,86	231.501.796,65	229.127.621,32	226.783.643,91	224.469.419,02	222.184.508,67	219.928.482,19	217.700.916,03	215.501.393,69
6,0%	229.312.343,28	226.952.650,99	224.623.113,35	222.323.283,32	220.052.721,37	217.810.995,29	215.597.680,12	213.412.357,97	211.254.617,88	209.124.055,74	207.020.274,12
6,2%	220.719.154,28	218.457.018,46	216.223.747,60	214.018.914,12	211.842.097,60	209.692.884,64	207.570.868,74	205.475.650,18	203.406.835,89	201.364.039,29	199.346.880,23
6,4%	212.507.164,28	210.733.716,15	208.587.960,55	206.469.487,58	204.377.894,18	202.312.784,05	200.273.767,49	198.260.461,29	196.272.488,62	194.309.478,87	192.371.067,60
6,6%	205.774.477,76	203.682.005,36	201.616.154,99	199.576.632,90	197.562.751,92	195.574.431,33	193.611.196,78	191.672.680,13	189.758.519,37	187.868.358,50	186.001.847,37
6,8%	199.236.181,78	197.217.937,12	195.225.333,23	193.257.991,12	191.315.538,18	189.397.608,01	187.503.840,29	185.633.880,73	183.787.380,90	181.963.998,15	180.163.395,49
7,0%	193.220.949,48	191.270.994,35	189.345.777,20	187.444.932,68	185.568.101,55	183.714.930,55	181.885.072,32	180.078.185,28	178.293.933,51	176.531.986,63	174.792.019,77

Tasso WACC

Quindi GHMS si troverebbe esposta a fattori di rischio operativo che incidono sulla volatilità dei risultati operativi attesi, alla pari delle aziende alberghiere europee. Successivamente è stato utilizzato l'approccio bottom up, in quanto la società GHMS non è quotata, ed è stato effettuato il relvering del beta unlevered di settore per calcolare il beta levered societario. Il Market Risk Premium, indicato in tabella come MRP, è stato ottenuto scegliendo il Total Equity Risk Premium italiano, al netto del Country Risk Premium nazionale, dal database creato da Damodaran . Il costo del capitale azionario, riportato in tabella come RE, è stato calcolato secondo le assunzioni del CAPM, utilizzando il tasso risk free, il beta levered e il Market Risk Premium, calcolati in precedenza. Per il costo del debito è stato ritenuto adeguato scegliere il tasso applicato nel piano di ammortamento del mutuo fondiario oggetto di restructuring, per calcolare la quota interessi della rata mensile, pari all'1,9%, composto da Euribor a 3 mesi sommato ad uno spread fisso pari a 1,65%. Per quanto riguarda l'aliquota fiscale necessaria al fine di considerare i benefici dello scudo fiscale, per semplificazione è stato applicato il valore di 27,5 % in linea con l'imposta sul reddito delle società. Alla luce di queste assunzioni e considerazioni, il WACC medio calcolato è stato pari a 6,81%, valore che è coerente con il WACC di Hilton e non troppo discorde con il WACC definito dalla banca d'affari nel modello originario. Per questo è stato deciso di restringere l'intervallo dei tassi tra i 5% e il 7%, comprensivo del WACC di GHMS scelto dalla banca d'affari, quello di Hilton e infine il WACC approssimativo stimato con dati medi europei. La tabella in alto mostra l'analisi fatta sul valore complessivo aziendale, dove i due tassi sono stati fatti variare con una progressione di 2 basis point. L'incremento del tasso di sconto dei flussi operativi porta una riduzione media del valore aziendale di circa 2 milioni, mentre il tasso del Terminal Value, coerentemente con quanto detto in precedenza, porta ad una

riduzione superiore e non proporzionale, che nell'intervallo tra 5% e 5,2% è pari a 15 milioni, mentre tra 6,8% e 7% è pari a 6 milioni. Se ipotizziamo di mantenere costante il tasso del TV a 6,8%, come nelle assunzioni del modello originale e si osserva la sola variazione del tasso dei flussi, man mano che quest'ultimo tende al

WACC di Hilton o a quello stimato con dati medi, il valore complessivo aziendale diminuisce scendendo decisamente sotto i 200 milioni. In corrispondenza del 6%, valore medio a cui si accennava in precedenza, il valore scenderebbe a 189,3 milioni, mentre in un'ipotesi in cui il tasso dei flussi fosse pari al WACC derivante dai dati di settore, giungerebbe a 181,9 milioni. In conclusione, con quest' analisi di sensitività, non si è avuta la presunzione di mettere in discussione la validità delle assunzioni sui tassi, della valutazione fatta dalla banca d'affari. Si è voluto invece osservare come, al mutare di queste assunzioni in uno scenario realistico, rappresentato dal range individuato, che tenga conto del peso di Hilton e dei dati medi del settore alberghiero europeo, il valore teorico dell'azienda, oggetto di conferimento in GHMS Venezia, secondo la proposta concordataria, tenderebbe a scostarsi in maniera rilevante dalla stima originaria. Al termine di questo lavoro di tesi è necessario soffermarsi per trarre delle considerazioni conclusive. Il procedimento di concordato preventivo, che ha interessato il Grand Hotel Molino Stucky, ha sicuramente permesso alla società di evitare il fallimento, garantendo il pieno soddisfacimento di tutti i creditori coinvolti. Quindi, da questo punto di vista, è possibile ritenere che l'obbiettivo principale del concordato sia stato raggiunto con due diversi accordi tra le parti in tempi rapidi. Dubbi però, sorgono riguardo un altro obbiettivo che si era posto il piano di concordato, cioè quello di assicurare la continuità dell'attività alberghiera, necessaria per l'adempimento del piano di restructuring e per diminuire l'esposizione debitoria. Come è emerso dai risultati dello stress test della prima parte dell'analisi, la proposta concordataria garantisce il rispetto del piano di restructuring del debito fondiario anche in scenari di stress economico-finanziario. La società, però, riuscirebbe a pagare le rate del mutuo, non tanto attraverso la redditività operativa, quanto grazie ai benefici del contratto di management. Questo è risultato molto evidente in scenari negativi, in cui il calo dei ricavi da camera è stato completamente mitigato dalla copertura di Hilton, ma anche in quelli molto positivi, in cui si è registrato l'incapacità di GHMS di diventare totalmente indipendente dall'adeguamento del gestore dell'hotel. L'importanza del contratto di Hilton nell'attività alberghiera di Molino Stucky è un aspetto emerso anche dalla seconda parte dell'analisi. L'analisi di sensitività del tasso di variazione dei ricavi e del tasso di accantonamento per manutenzione straordinaria ha messo in luce che la copertura di Hilton, al minimo garantito in ogni esercizio, permette di mantenere stabile il valore aziendale in scenari negativi. Inoltre, in condizioni di stress economico-finanziario, la componente del valore aziendale derivante dall'adeguamento di Hilton arriva a pesare fino al 30% del valore complessivo e si mantiene sul 10% in condizioni di normalità. In aggiunta, nella sensitivity del tasso di attualizzazione dei flussi e del Terminal Value, è emerso che, se nella scelta di questi ultimi si considera la partecipazione di Hilton al Business Risk aziendale, avvicinandoci ad un valore prossimo al WACC di Hilton Worldwide Holding, il valore aziendale complessivo tende a subire una variazione significativa. Alla luce di questi risultati è evidente che le favorevoli condizioni contrattuali, di cui gode GHMS, non solo influenzano il rispetto del piano di restructuring del debito, ma incidono in maniera rilevante anche sul valore complessivo dell'azienda oggetto di conferimento. In definitiva, la proposta concordataria garantisce la continuità aziendale non solo vincolata alle favorevoli condizioni contrattuali di Hilton, ma anche in un orizzonte temporale di breve periodo. Il piano, in realtà, assicura la prosecuzione dell'attività alberghiera fino al momento della

cessione dell'azienda, come definito dal piano del procedimento concordatario che interessa Acqua Marcia Turismo S.p.a., prevista nel secondo semestre del 2016. La proposta sembrerebbe non interessarsi di garantire la continuità in un'ottica forward looking. Questa considerazione sorge dal fatto che, da una parte è emersa un'eccessiva dipendenza della società dalle condizioni del contratto di management e, dall'altra, è evidente che è un'impresa che non riesce a produrre un'adeguata redditività. E' bene domandarsi cosa succederebbe nel caso ci fosse l'uscita del gruppo Hilton dal contratto di gestione. In caso ci sia l'assenza di volontà, da parte del gestore, di prorogare il rapporto contrattuale per ulteriori sei anni, questo potrebbe comportare, alla scadenza del termine, l'obbligo di stipulare un contratto di management con un nuovo gestore. In tale scenario sorgerebbe il rischio di non ottenere simili vantaggiose condizioni contrattuali e, in caso di riduzione parziale o sostanziale dell'adeguamento al minimo garantito, si avrebbe un impatto negativo sulla redditività aziendale e sulla sostenibilità del debito. Si ritiene, inoltre, che la fuoriuscita di Hilton dal contratto di gestione nel 2019 sia da scongiurare, per il fatto che, sin dal primo anno di contratto, sia intervenuta apportando risorse nella società per assicurare il minimo garantito per ogni esercizio. Un tale sforzo economico-finanziario, considerando la *management fee* pari all'8% dell'utile operativo lordo rettificato, trova giustificazione solo in presenza della prospettiva di rimanere gestore dell'hotel Molino Stucky nel lungo periodo. A maggior sostegno di questa tesi, Molino Stucky, per l'unicità del centro congressi e della location nella città di Venezia, rappresenta, dal punto di vista delle strategie di mercato, uno dei migliori Hotel della catena a livello nazionale. In conclusione, alla luce di queste considerazioni si ritiene che GHMS, nel voler trovare una soluzione alla crisi aziendale, abbia trascurato la definizione di una precisa strategia di recupero della redditività aziendale. Questo perché l'operazione di restructuring di fatto ha reso solo più sostenibile il debito per la società rispetto alla fase preconcordataria, consentendo di risolvere una delle cause della crisi aziendale, senza però porre rimedio alla scarsa redditività dell'attività alberghiera. Sarebbe necessario sicuramente un intervento sulla struttura dei ricavi e dei costi operativi e bisognerebbe probabilmente rivedere il posizionamento competitivo dell'azienda alberghiera rispetto ai maggiori comparables del settore luxury italiano.