



Università telematica delle
Camere di Commercio Italiane

**DOTTORATO DI RICERCA IN
GESTIONE FINANZIARIA E PREVENZIONE
DELLA CRISI D'IMPRESA**

Curriculum "Economico"

Ciclo XXXVIII

***Tesi di Dottorato di Ricerca in
Crisi d'impresa: uno studio sugli impatti economici e sociali***

Dott. Luca De Feo

Coordinatore del Corso
Chiar.ma Prof.ssa Maria Antonella
Ferri

Tutor
Chiar.mo Prof. Riccardo Tiscini

Co-Tutor
Chiar.mo Dott. Giovanni Naccarato

Anno Accademico 2022/2023



Finanziato
dall'Unione europea
NextGenerationEU



Ministero
dell'Università
e della Ricerca



Italiadomani
PIANO NAZIONALE
DI RIPRESA E RESILIENZA

Introduzione

CAPITOLO 1 – La crisi d’impresa e l’evoluzione delle procedure concorsuali

- 1.1 Crisi d’impresa: definizioni, dimensioni e implicazioni
- 1.2 Il concetto di continuità aziendale: profili aziendalistici e giuridici
- 1.3 La continuità come valore ultimo: sostenibilità e teoria dello *stakeholder capitalism*
- 1.4 La disciplina della crisi d’impresa: una profonda trasformazione culturale e normativa
- 1.5 Crisi e valore: oltre il bilancio, verso una visione sistemica
- 1.6 Indicatori qualitativi della continuità aziendale e collegamento con il “*demoltiplicatore della crisi*”
- 1.7 La continuità come presupposto e come fine
- 1.8 Conclusioni metodologiche: analisi comparata e quadro teorico

CAPITOLO 2 – Il diritto europeo della crisi d’impresa

- 2.1 Dal Regolamento 1346/2000 al Regolamento 2015/848
- 2.2 Il ruolo della Corte di Giustizia e l’interpretazione autonoma
- 2.3 La Direttiva 2019/1023 sulla ristrutturazione preventiva
- 2.4 Recepimento e implementazione negli Stati membri
- 2.5 Il modello europeo: verso una convergenza normativa?

CAPITOLO 3 – Il sistema italiano tra Legge Fallimentare e Codice della Crisi

- 3.1 Le riforme del decennio 2005–2015: dalla logica liquidatoria alla gestione negoziale della crisi
- 3.2 Il Codice della Crisi d’Impresa (CCII): principi generali e finalità
- 3.3 Il concordato preventivo in continuità aziendale: evoluzione normativa e ratio economica
- 3.4 Il classamento dei creditori: presupposto tecnico e strumento di equità procedurale
- 3.5 Il *cross-class cram-down*: riequilibrio tra classi e funzione del tribunale
- 3.6 Gli strumenti alternativi: accordi e piani attestati, l’allerta e la composizione negoziata
- 3.7 L’Italia nel confronto europeo e internazionale: elementi di convergenza e resistenze

CAPITOLO 4 – Il modello statunitense: il *Chapter 11*

- 4.1 Origini storiche e logica del sistema statunitense
- 4.2 Il *Chapter 11*: struttura e funzionamento
- 4.3 Finanziamento della continuità e prededuzione
- 4.4 La cultura del *fresh start* e la funzione economico-sociale
- 4.5 Il *Chapter 11* come modello? Spunti per il diritto europeo

CAPITOLO 5 – Analisi empirica sul concordato in continuità in Italia

- 5.1 Introduzione
- 5.2 La continuità aziendale nel concordato preventivo e la *value creation*
- 5.3 Metodo di ricerca
- 5.4 Discussione dei risultati
- 5.5 Conclusioni

CAPITOLO 6 – Determinanti economico-finanziarie della sopravvivenza: un’analisi comparata di concordati in continuità e fallimenti

- 6.1 Introduzione
- 6.2 Rassegna della letteratura
- 6.3 Metodo di ricerca
- 6.4 Risultati dell’analisi empirica
- 6.5 Discussione e implicazioni
- 6.6 Conclusioni e sviluppi futuri

CAPITOLO 7 – Il *demoltiplicatore della crisi d’impresa*: valore distrutto, capacità produttiva persa e implicazioni di policy

- 7.1 Introduzione
- 7.2 Rassegna della letteratura
- 7.3 Costruzione del *demoltiplicatore della crisi*
- 7.4 Risultati
- 7.5 Limiti della ricerca
- 7.6 Conclusioni e implicazioni di policy

CAPITOLO 8 – Riflessioni conclusive

- 8.1 Sintesi dei risultati: continuità, valore e sistema
- 8.2 Crisi d’impresa e interesse collettivo: un nuovo paradigma?
- 8.3 La sfida della misurazione della performance del risanamento
- 8.4 Convergenze normative e limiti del *legal transplant*
- 8.5 Proposte e prospettive per il diritto italiano della crisi
- 8.6 Conclusione: dalla crisi al rilancio

Introduzione

La presente tesi analizza l'evoluzione e l'efficacia degli strumenti di regolazione della crisi d'impresa nei contesti europeo, italiano e statunitense, con particolare attenzione al paradigma della *continuità aziendale* quale alternativa alla liquidazione giudiziale. L'obiettivo generale del lavoro è comprendere in che misura le più recenti riforme normative – e in particolare il *Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza* (CCII) e la *Direttiva (UE) 2019/1023* – abbiano contribuito alla costruzione di un modello capace di coniugare la tutela dei creditori con la salvaguardia della capacità produttiva e della funzione economico-sociale dell'impresa.

La ricerca si colloca in un'ottica interdisciplinare, in cui il diritto della crisi incontra l'economia aziendale e la finanza d'impresa. La tesi integra analisi giuridico-comparata, riflessione teorico-concettuale e indagine empirica, con l'intento di offrire una visione unitaria dei processi di risanamento fondati sulla continuità. Il percorso si sviluppa a partire da un impianto teorico che definisce la crisi d'impresa come fenomeno sistemico e multidimensionale, per poi esaminare le esperienze normative e applicative dei principali ordinamenti di riferimento – europeo, italiano e statunitense – e approdare infine a una valutazione empirica basata su dati reali di imprese sottoposte a procedure di *concordato preventivo in continuità*.

Elemento centrale e distintivo del lavoro è rappresentato dalla parte empirica, articolata in tre studi complementari. Il primo, intitolato “*La performance del risanamento d'impresa tramite i concordati preventivi in continuità. Analisi empirica sulla value creation delle imprese in crisi nel contesto italiano*”, è stato pubblicato negli *Atti del Convegno SIDREA 2024*. Tale analisi esamina un campione di trentasette imprese italiane che hanno ottenuto l'omologazione del concordato preventivo in continuità diretta nel periodo 2012–2018, con l'obiettivo di misurare la capacità di rigenerazione del valore dopo l'omologa. Lo studio introduce il concetto di *payback della continuità*, definito come il tempo necessario affinché il valore prodotto post-ristrutturazione compensi il sacrificio economico subito dai creditori.

Accanto a questo primo contributo la tesi include due studi inediti e complementari, presentati come ulteriori capitoli a completamento del percorso di ricerca. Il primo (Capitolo 6), “*Determinanti economico-finanziarie della sopravvivenza: un’analisi comparata di concordati in continuità e fallimenti*”, approfondisce il confronto tra imprese risanate e imprese fallite, individuando le variabili strutturali e gestionali che influenzano la probabilità di sopravvivenza nel medio periodo. Il secondo (Capitolo 7), “*Il demoltiplicatore della crisi: valore distrutto, capacità produttiva persa e implicazioni di policy*”, amplia ulteriormente la prospettiva, analizzando su scala macroeconomica la dispersione di valore e la perdita di capacità produttiva connessa ai processi liquidatori. Tale studio introduce il concetto di *demoltiplicatore della crisi*, volto a misurare la differenza tra valore potenzialmente distrutto e valore effettivamente preservato grazie alla continuità aziendale.

I tre studi, letti nel loro insieme, delineano un percorso di ricerca coerente che collega il piano microeconomico delle singole imprese a quello sistemico dell’economia reale. Il primo si concentra sulla capacità delle imprese risanate di generare nuovo valore; il secondo indaga i fattori che determinano la sopravvivenza o il fallimento; il terzo valuta l’impatto complessivo della crisi in termini di perdita o conservazione della capacità produttiva e di benessere collettivo. Questa articolazione consente di osservare la crisi d’impresa come fenomeno evolutivo e relazionale, in cui le scelte di continuità o liquidazione producono effetti che si estendono ben oltre la dimensione patrimoniale del singolo debitore.

Sul piano metodologico, la tesi si fonda su un approccio integrato. L’analisi giuridico-comparata prende in esame il Reg. 2015/848, la *Direttiva (UE) 2019/1023*, il *Codice della Crisi d’Impresa* italiano e il *Bankruptcy Code* statunitense – con particolare riferimento al *Chapter 11*. L’analisi teorica indaga i principi di *continuità aziendale*, *sostenibilità* e *value creation*, facendo riferimento alla letteratura nazionale e internazionale.

Il contributo complessivo della ricerca è duplice. Da un lato, essa mira a misurare la capacità rigenerativa del concordato in continuità, valutandone l’impatto economico-finanziario e sociale; dall’altro, propone una lettura unitaria del diritto della crisi come strumento di selezione razionale, prevenzione e rilancio, in grado

di trasformare il sacrificio dei creditori in valore condiviso. La tesi si conclude con una riflessione sulle implicazioni di *policy*, ponendo le basi per un'evoluzione del diritto concorsuale verso un modello più sostenibile, orientato alla preservazione del valore d'impresa e alla coesione del sistema economico nel suo complesso.

CAPITOLO 1 – La crisi d’impresa e l’evoluzione delle procedure concorsuali

Il primo capitolo ha l’obiettivo di chiarire il significato di crisi d’impresa, esaminandone gli aspetti economici, giuridici e sociali, e di illustrare come le procedure concorsuali si siano evolute nel tempo: da un approccio incentrato sulla liquidazione dell’impresa in difficoltà a un modello volto alla sua conservazione e al mantenimento della continuità aziendale.

In particolare, il capitolo approfondisce la distinzione concettuale tra crisi e insolvenza, evidenziandone il diverso grado di reversibilità, e analizza il ruolo centrale della continuità aziendale nella moderna gestione delle situazioni di difficoltà, quale presupposto per la tutela del valore e dell’occupazione. Viene inoltre esaminato l’emergere di una prospettiva fondata sulla sostenibilità e sullo *stakeholder capitalism*, che si sta affermando come nuovo paradigma dei processi di risanamento e di ristrutturazione.

Il capitolo ricostruisce quindi il passaggio dalla cultura della sanzione e dell’esclusione, tipica della Legge Fallimentare del 1942, a una visione sistemica e rigenerativa della crisi, intesa come occasione di rinnovamento economico e sociale. Attraverso l’esame delle più recenti riforme italiane – e in particolare del Codice della Crisi d’Impresa e dell’Insolvenza – si evidenzia come il diritto concorsuale stia assumendo una funzione sempre più proattiva, orientata alla prevenzione, alla tutela della continuità e alla creazione di valore condiviso.

L’obiettivo è fornire al lettore un quadro teorico e concettuale coerente per comprendere le profonde trasformazioni che hanno investito il diritto della crisi d’impresa negli ultimi decenni, ponendo le basi del percorso di ricerca sviluppato nei capitoli successivi.

1.1. Crisi d’impresa: definizioni, dimensioni e implicazioni

La nozione di crisi d’impresa rappresenta un concetto centrale tanto nelle discipline economico-aziendali quanto nel diritto commerciale e fallimentare. Tuttavia, essa assume significati e sfumature differenti a seconda della prospettiva adottata: aziendalistica, giuridica o economico-finanziaria.

In ambito economico-aziendale, la crisi non coincide necessariamente con lo stato di insolvenza, bensì è intesa come fase fisiologica, ma potenzialmente reversibile, della vita dell'impresa. Si tratta di una situazione in cui si manifesta un disequilibrio strutturale tra le componenti fondamentali dell'azienda (capitale, reddito, organizzazione), che può compromettere la capacità dell'impresa di perseguire il proprio fine economico e sociale se non viene adeguatamente affrontata. In tale prospettiva, la crisi rappresenta anche un'opportunità di ristrutturazione e rigenerazione, piuttosto che un semplice preludio al fallimento¹.

Secondo Caramiello (1968)², l'impresa entra in una *fase terminale* quando non è più in grado di perseguire il proprio scopo di permanenza nell'ambiente economico. Tale definizione sottolinea la necessità di considerare la crisi non solo in termini finanziari, ma come problema di sostenibilità complessiva del modello aziendale.

Dal punto di vista giuridico, invece, la crisi è spesso associata a una condizione di incapacità di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni. Il legislatore italiano ha introdotto, in occasione delle recenti riforme, una distinzione sempre più netta tra *crisi* e *insolvenza*: la prima come situazione potenzialmente sanabile, la seconda come fase patologica conclamata e tipicamente irreversibile. Il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 14/2019) definisce la crisi come *la probabilità di futura insolvenza*, rovesciando l'approccio reattivo e introducendo un sistema orientato alla prevenzione e al risanamento anticipato³.

La dottrina più recente ha ulteriormente arricchito il concetto di crisi, ponendo l'accento sul rischio di dispersione del valore aziendale in caso di gestione inefficiente o liquidazione forzata. Oltre al contributo di Ricciardiello⁴, che individua nella crisi un evento critico per l'intero ecosistema economico e sociale, si collocano le riflessioni di Mokal (2005)⁵ secondo cui l'obiettivo fondamentale

¹ Manganelli, P. (2010), "The Evolution of the Italian and U.S. Bankruptcy Systems: a Comparative Analysis", *Journal of Business & Technology Law*, 5(2), pp. 237–262.

² Caramiello, C. (1968), *L'azienda nella fase terminale*, Cursi, Pisa.

³ Rolfi, F. (2023), "La giurisdizione internazionale nella disciplina del Codice della crisi", IUS – Crisi d'Impresa (Giuffrè Francis Lefebvre), 19 aprile 2023 (online).

⁴ RICCIARDIELLO E. (2021), Sustainability and going concern, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 13 ottobre 2021 (online).

⁵ Mokal, R.J. (2005), *Corporate Insolvency Law: Theory and Application*, Oxford University Press, Oxford.

del diritto concorsuale dovrebbe essere la preservazione del *going concern value*, e non la semplice soddisfazione dei creditori. Nella stessa direzione si muove Eidenmüller⁶, che sottolinea la necessità di un assetto normativo europeo fondato su strumenti di ristrutturazione orientati alla continuità. Infine, Rasmussen⁷ e Jackson⁸ evidenziano come una liquidazione disordinata non solo riduca il valore distribuibile, ma generi gravi esternalità per i lavoratori, i fornitori e il tessuto industriale. In questa prospettiva, la crisi d'impresa si configura come fenomeno relazionale e sistemico, che richiede un'evoluzione del diritto concorsuale verso modelli di risanamento sostenibili, fondati sulla rigenerazione del valore e sulla responsabilità degli attori coinvolti.

In questa prospettiva, la crisi non rappresenta più soltanto una disfunzione economico-finanziaria, ma un passaggio critico del ciclo vitale dell'impresa, la cui gestione deve mirare a preservare la continuità e la capacità produttiva. Ne deriva un progressivo spostamento dell'attenzione dalla mera tutela del ceto creditorio verso la salvaguardia del valore sistemico e della sostenibilità complessiva, in linea con l'evoluzione normativa europea e italiana degli ultimi decenni⁹.

1.2. Il concetto di continuità aziendale: profili aziendalistici e giuridici

Il concetto di continuità aziendale costituisce un pilastro teorico essenziale per comprendere l'evoluzione delle moderne procedure concorsuali. Nato in ambito economico-aziendale come principio guida della gestione e della valutazione d'impresa, esso ha progressivamente assunto una rilevanza crescente anche sul piano giuridico, dove rappresenta oggi un criterio fondamentale nella disciplina della crisi d'impresa e nelle decisioni volte a preservare il valore dell'attività economica.

⁶ Eidenmüller, H. (2017), Contracting for a European Insolvency Regime, *European Business Organization Law Review*, 18(2), 273–304.

⁷ Rasmussen, R.K. (1992), "Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy", *Texas Law Review*, 71(1), pp. 51–121.

⁸ Jackson, T.H. (1986). *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Harvard University Press, Cambridge (MA).

⁹ Garrido, J.M.; DeLong, C.M.; Rasekh, A.; Rosha, A. (2021), *Restructuring and Insolvency in Europe: Policy Options in the Implementation of the EU Directive* (IMF Working Paper 2021/152), International Monetary Fund, Washington, DC.

Sul piano aziendalistico, la continuità è intesa come la capacità dell'impresa di operare nel tempo in modo sostenibile, perseguendo il proprio fine economico e sociale attraverso la produzione di valore. Già Zappa (1956)¹⁰ e Caramiello (1968)¹¹ descrivevano la continuità come il presupposto fisiologico della vita aziendale, coincidente con la capacità dell'impresa di adattarsi all'ambiente e mantenere l'equilibrio tra fattori produttivi, mercato e capitale.

Nel suo sviluppo più recente, il principio di continuità aziendale si è trasformato da valore-mezzo a valore-fine, divenendo un riferimento essenziale per le decisioni strategiche e i processi di risanamento. Secondo Marcello, Ravellino e Lucido (2023)¹², la continuità deve essere intesa come il risultato di una combinazione sinergica tra tre dimensioni:

- sistemica, fondata sull'interazione dinamica tra le variabili interne dell'impresa e le condizioni esterne dell'ambiente economico;
- strategica, basata su una pianificazione orientata alla creazione di valore nel medio-lungo periodo;
- sociale, volta a bilanciare la redditività economica con la soddisfazione e la responsabilità verso gli stakeholder interni ed esterni.

In questo senso, il principio della continuità si connette strettamente alla sostenibilità dell'impresa, intesa come capacità di generare valore non solo per i soci, ma anche per l'insieme degli *stakeholder* (dipendenti, fornitori, territorio), superando il paradigma esclusivo dello *shareholder value*. Come osservano autori recenti, tra cui Catturi e Marasca (2022)¹³, la continuità si fonda su condizioni di equilibrio gestionale e prospettico che legano insieme l'efficienza interna e la coerenza con l'ambiente.

Dal punto di vista giuridico, la continuità assume un rilievo crescente a partire dalle riforme del diritto fallimentare italiano del 2005–2012 e trova piena

¹⁰ Zappa, G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano.

¹¹ Op. cit.

¹² Marcello, R.; Ravellino, S.; Lucido, N. (2023), "La continuità aziendale da valore-mezzo a valore-fine per il risanamento dell'impresa in crisi", *RIREA – Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 2023, pp. 1–14.

¹³ Catturi, G.; Marasca, S. (2022), *La continuità aziendale come presupposto di sostenibilità nel governo dell'impresa*, *Azienda Pubblica*, n. 2/2022, pp. 157–178.

formalizzazione nel Codice della Crisi d'Impresa. In particolare, l'art. 84, comma 2, CCII afferma che: “*La continuità aziendale tutela l'interesse dei creditori e preserva, nella misura possibile, i posti di lavoro*”. Tale formulazione segna un cambio di paradigma rispetto alla precedente legge fallimentare e in particolare rispetto all'art. 186-bis l.fall., dove il criterio guida era il miglior soddisfacimento dei creditori. Oggi il legislatore riconosce che la prosecuzione dell'attività d'impresa può costituire di per sé un valore per il sistema economico, anche se non comporta necessariamente un pagamento superiore rispetto all'alternativa liquidatoria.

Questa prospettiva è rafforzata anche a livello europeo, dove la Direttiva 2019/1023 promuove strumenti di ristrutturazione precoce e sostenibile, sottolineando il valore della continuità come condizione per salvaguardare occupazione, competitività e inclusione economica. In tal senso, i lavori dell'European Law Institute evidenziano come la continuità debba essere letta come fattore di coesione sociale e di politica industriale, anche laddove non sia ottimale dal punto di vista strettamente distributivo¹⁴.

Infine, i dati raccolti ed elaborati nel Capitolo 5 e nei Capitoli 6 e 7 confermano che la continuità – sebbene non sempre associata al massimo soddisfacimento dei creditori – risulta correlata a una maggiore conservazione dei posti di lavoro, dei rapporti di filiera e del valore complessivo dell'impresa. Tali evidenze rafforzano l'interpretazione della continuità non solo come opzione tecnica, ma come strumento di protezione sistemica e di rigenerazione ordinata del valore economico e sociale.

1.3. La continuità come valore ultimo: sostenibilità e teoria dello *stakeholder capitalism*

La transizione del concetto di continuità aziendale da semplice presupposto operativo a valore finale dell'organismo impresa rappresenta una delle trasformazioni più significative della cultura giuridica e aziendale contemporanea. Essa riflette il passaggio da una visione incentrata sul profitto per i soli shareholders

¹⁴ European Law Institute (2017), *Rescue of Business in Insolvency Law (ELI Instrument)*, Oxford University Press for ELI, Oxford.

a una prospettiva più ampia, che coinvolge l'intero spettro degli *stakeholders*, in una logica di sostenibilità sistemica¹⁵.

L'adozione del modello *stakeholder-oriented* implica che la continuità dell'impresa non debba più essere valutata esclusivamente in termini di remunerazione del capitale, ma anche sulla base della capacità di distribuire valore nel tempo a favore di dipendenti, fornitori, clienti, comunità locali e del sistema economico nel suo complesso. Come sottolineato da Pacchi (2022)¹⁶, il piano di risanamento dovrebbe mirare non solo alla stabilità finanziaria, ma anche al riequilibrio dei rapporti economici e sociali, ridistribuendo gli effetti positivi della continuità oltre il ristretto perimetro dei creditori garantiti. In tal senso, la continuità assume un valore inclusivo, capace di sostenere l'occupazione, i rapporti di filiera e la funzione economica dell'impresa nel territorio.

Il principio è recepito in modo esplicito anche dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza: l'art. 84, comma 2, CCII stabilisce che la continuità aziendale "*preserva, nella misura possibile, i posti di lavoro*", mentre l'art. 87 consente di omologare proposte fondate su trattamento non peggiore rispetto alla liquidazione giudiziale. Tali disposizioni esprimono una netta apertura verso una concezione della continuità che non si esaurisce nella logica compensativa, ma si estende al ruolo sistemico e sociale dell'impresa.

In questa prospettiva, la continuità aziendale diviene lo strumento attraverso cui il sacrificio dei creditori trova una controprestazione indiretta e collettiva, non sempre misurabile in termini di *recovery* finanziario, ma espressa in forma di valore creato e redistribuito nel tempo. Tale visione è condivisa anche da Leuzzi (2022), che interpreta l'evoluzione normativa come un mutamento culturale ispirato alla fiducia e alla responsabilità diffusa, più che alla mera gerarchia dei crediti¹⁷.

¹⁵ Freeman, R.E.; Dmytriyev, S.D.; Parmar, B.L. (2020), *The Power of And: Responsible Business Without Trade-Offs*, Columbia Business School Publishing, New York.

¹⁶ Pacchi, S. (2022), "La gestione sostenibile della crisi d'impresa", *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, fasc. 4/2022, pp. 9–35.

¹⁷ Leuzzi, G. (2022). Il volto nuovo del concordato preventivo in continuità aziendale, in *Diritto della Crisi*, n. 2.

Come si approfondirà nel Capitolo 5 e seguenti, la prosecuzione dell'attività economica in continuità mostra effetti positivi in termini occupazionali e relazionali. In questo contesto, la misurazione del successo di un piano di continuità non può più basarsi esclusivamente su indicatori finanziari (come ad es. il tasso di soddisfacimento dei creditori), ma deve essere affiancata da indicatori qualitativi che riflettano il valore aggiunto generato per l'intero sistema economico e sociale. Tra questi si possono considerare:

- il numero di lavoratori stabilmente reimpiegati o mantenuti;
- la conservazione di rapporti contrattuali chiave (fornitori e clienti strategici);
- gli investimenti fatti nella fase post-ristrutturazione;
- l'impatto territoriale, inteso come effetto moltiplicativo su comunità e indotto;
- eventuali miglioramenti di rating ESG o di reputazione aziendale.

L'introduzione di simili metriche, sebbene non ancora codificata a livello normativo, appare sempre più centrale nella valutazione ex post dell'efficacia del risanamento. Essa consente di rendere visibile la funzione economica e sociale dell'impresa oltre il perimetro patrimoniale, rafforzando la legittimazione dei sacrifici imposti ai creditori in funzione del valore generato e distribuito nel tempo.

Inoltre, nella prospettiva della sostenibilità, la continuità aziendale si lega al tema della fiducia nel management e nella governance: la rinuncia al credito da parte dei creditori assume la natura di un atto fiduciario, fondato sull'attesa che la prosecuzione dell'attività generi effetti positivi per tutti i soggetti coinvolti.

Questo approccio è coerente con i principi promossi dalla Direttiva (UE) 2019/1023, che incentiva il risanamento precoce e la conservazione del valore produttivo come priorità, anche a fronte di ristrutturazioni complesse e sacrifici parziali. Tale impostazione trova origine nelle raccomandazioni formulate dalla Commissione europea nel 2014 e nei contributi accademici di Van Zwieten¹⁸, che

¹⁸ Van Zwieten, K. (2015), *Restructuring the European Business Enterprise: The EU Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency*, ECGI Law Working Paper No. 301/2015.

ha evidenziato l'importanza di strutture giuridiche orientate alla preservazione dell'impresa in funzione della sua utilità economica e sociale.

In questo quadro, l'impresa in crisi non è più vista come un soggetto da liquidare, ma come un asset da rigenerare, secondo una logica di responsabilità diffusa e sostenibilità collettiva.

1.4. La disciplina della crisi d'impresa: una profonda trasformazione culturale e normativa

Negli ultimi decenni, la disciplina della crisi d'impresa ha conosciuto una trasformazione profonda, tanto sul piano normativo quanto su quello culturale, segnando il passaggio da un modello fondato sulla liquidazione dell'impresa in crisi a un paradigma orientato alla conservazione della continuità aziendale attraverso strumenti di risanamento.

Il punto di partenza può essere individuato nella visione sanzionatoria e moralistica del fallimento codificata nel Regio Decreto 267/1942, che interpretava l'insolvenza come un fallimento non solo economico ma anche personale e morale. In tale prospettiva, il fallimento assumeva un significato stigmatizzante e punitivo, mirato a escludere l'imprenditore dal circuito economico, privandolo della gestione e della disponibilità dei beni anche per un lungo periodo.

Un cambiamento di direzione inizia a delinearsi con le riforme del periodo 2005–2015, in particolare con il D.lgs. 5/2006, il D.lgs. 169/2007 e il D.L. 83/2012, che introducono un nuovo approccio basato sul superamento della logica liquidatoria e sulla valorizzazione delle soluzioni negoziali. Emblematica è l'introduzione dell'art. 186-bis l.fall., che formalizza il concordato preventivo in continuità aziendale come strumento per la salvaguardia dell'attività d'impresa e dell'occupazione, anche a fronte di possibili sacrifici per i creditori.

Tuttavia, è con l'entrata in vigore del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 14/2019) che la transizione diventa sistemica. Il nuovo Codice modifica profondamente l'impianto concettuale del diritto concorsuale: la crisi non è più vista come presupposto di estromissione del debitore, ma come opportunità di risanamento dell'impresa, valorizzandone la funzione economica e sociale.

Un segnale chiaro di tale mutamento si ritrova nella sostituzione del criterio del “*miglior soddisfacimento dei creditori*”¹⁹ con quello del “*trattamento non deteriore*”²⁰. Il legislatore ha abbandonato l’idea secondo cui il piano in continuità debba necessariamente produrre un risultato economico migliore della liquidazione, richiedendo piuttosto che esso non determini un peggioramento per la posizione dei creditori.

Anche l’art. 84, comma 2, CCII – laddove valorizza la tutela dell’occupazione e della continuità – esprime in modo esplicito il riconoscimento della funzione sociale dell’impresa, promuovendone la conservazione come valore primario. Come osserva Leuzzi (2022)²¹, tale evoluzione normativa rappresenta un cambio di paradigma, che avvicina il modello italiano alla logica del *fresh start* tipica dell’esperienza statunitense, pur mantenendo un controllo giudiziale più marcato.

In sintesi, la trasformazione del diritto della crisi d’impresa riflette una revisione profonda dei suoi fondamenti: da una logica di esclusione e sanzione, a una prospettiva di recupero, ristrutturazione e fiducia nel debitore. Questo mutamento impone una rilettura critica dei concetti tradizionali di fallimento, continuità e valore, e una valutazione sistemica delle procedure concorsuali, che vada oltre il semplice calcolo della percentuale di soddisfacimento dei creditori.

1.5. Crisi e valore: oltre il bilancio, verso una visione sistemica

Nel contesto della crisi d’impresa, la valutazione della continuità non può limitarsi a una dimensione meramente contabile o finanziaria. Al contrario, occorre adottare una prospettiva sistemica e multidimensionale, che tenga conto della capacità dell’impresa di generare e distribuire valore nel tempo, anche in situazioni di squilibrio economico.

Tradizionalmente, la performance dell’impresa in crisi è stata valutata sulla base del valore di soddisfacimento dei creditori, inteso come percentuale di rimborso nel confronto tra proposta e alternativa liquidatoria. Tuttavia, questo approccio appare

¹⁹ Art. 186-bis l.fall., introdotto con D.L. 83/2012, convertito in L. 134/2012.

²⁰ Art. 87, D.lgs. 14/2019.

²¹ Op. cit.

oggi riduttivo e insufficiente, soprattutto in presenza di strumenti di ristrutturazione fondati sulla continuità aziendale.

Come evidenziato da Ricciardiello (2021)²², l'obiettivo del risanamento non è soltanto evitare il dissesto, ma anche evitare la dispersione della ricchezza residua dell'impresa, attraverso una gestione responsabile e proattiva della crisi. Ciò implica una valutazione più ampia, che includa i costi della liquidazione (diretti e indiretti), la perdita di occupazione, la disgregazione della rete commerciale e produttiva, e l'impatto negativo sul territorio.

In questa prospettiva, la crisi va letta come una rottura degli equilibri sistemici dell'impresa, che richiede un intervento non solo tecnico, ma anche strategico. Il risanamento diventa così un processo di ricostruzione del valore aziendale, che deve coinvolgere tutti gli *stakeholder*, ridefinendo missione, governance e struttura operativa.

A livello empirico, questo concetto è stato affrontato nella presente tesi attraverso lo studio della “sostenibilità del sacrificio” richiesto ai creditori, confrontandolo con i valori economici generati post-omologa in termini di valore aggiunto, EBITDA, ricavi e altri indicatori operativi. La distribuzione di tale valore lungo la filiera (dipendenti, fornitori, clienti, fisco) consente di leggere la performance della continuità non solo sotto l'aspetto finanziario, ma anche in termini di creazione di valore condiviso.

Due esempi pratici chiariscono il concetto: (i) il mantenimento dell'occupazione consente di evitare costi sociali e perdita di competenze che la liquidazione determinerebbe; (ii) la prosecuzione dei rapporti con fornitori e clienti permette di conservare capitale relazionale, continuità nei flussi e credibilità commerciale.

Inoltre, la fiducia che il creditore ripone nel piano di ristrutturazione – oggi non più garantito da un “miglior soddisfacimento”, ma solo da un trattamento “non deteriore” – diventa una scommessa sull'effettiva rigenerazione del valore

²² Op. cit.

dell'impresa. Questo rafforza l'idea che il piano debba essere costruito non solo su dati numerici, ma su un progetto industriale solido, sostenibile e inclusivo.

1.6. Indicatori qualitativi della continuità aziendale e collegamento con il “demoltiplicatore della crisi”

La misurazione dell'efficacia dei piani di continuità non può esaurirsi in una valutazione meramente finanziaria o contabile. Accanto agli indicatori quantitativi, è necessario introdurre parametri qualitativi in grado di rappresentare il valore rigenerato dall'impresa lungo dimensioni più ampie (occupazionali, sociali, produttive e territoriali). Questa prospettiva risponde alla logica di fondo della presente ricerca e trova riscontro empirico nei Capitoli 6 e 7, dedicati rispettivamente all'analisi comparata tra concordati e fallimenti e alla costruzione del “demoltiplicatore della crisi”, quale misura sintetica della dispersione di valore e della perdita di capacità produttiva connesse ai processi liquidatori.

In tale contesto, gli indicatori qualitativi rappresentano il complemento naturale delle metriche economiche: consentono di cogliere non soltanto quanto valore sia stato recuperato in termini monetari, ma anche come la continuità abbia contribuito a preservare il capitale umano, il tessuto industriale e la coesione territoriale. Essi traducono in dimensioni osservabili il principio, più volte richiamato dal legislatore e dalla dottrina, secondo cui il valore della continuità non coincide con il semplice miglior soddisfacimento dei creditori, ma si estende alla rigenerazione complessiva del sistema economico e sociale.

Tra gli ambiti di valutazione più significativi si segnalano:

- la tutela dell'occupazione, misurata in termini di posti di lavoro mantenuti o reimpiegati e di stabilità contrattuale;
- la preservazione delle relazioni di filiera, che consente di mantenere i flussi produttivi e commerciali evitando interruzioni nei rapporti con clienti e fornitori strategici;
- la ripresa degli investimenti e della capacità produttiva, segno della fiducia nel progetto industriale e della sostenibilità futura dell'impresa;

- l'impatto territoriale in termini di gettito fiscale, salari e indotto locale, quale riflesso del ruolo dell'impresa come attore di sviluppo;
- la qualità della governance e della trasparenza gestionale, che rappresentano condizioni essenziali per la credibilità del piano di risanamento e la tutela dell'interesse collettivo dei creditori e degli stakeholder.

Tali indicatori consentono di valutare il grado di effettiva tenuta della continuità aziendale nel tempo e di stimare l'intensità con cui l'impresa ha saputo contenere gli effetti distruttivi della crisi. In altri termini, la loro funzione è quella di rendere misurabile – in chiave qualitativa – la capacità di ridurre il demoltiplicatore della crisi, ossia di limitare il divario tra valore potenzialmente distrutto e valore effettivamente preservato grazie alla prosecuzione dell'attività.

L'adozione sistematica di questi parametri nei piani di concordato in continuità, e la loro inclusione nei report di monitoraggio post-omologa, consentirebbe di migliorare la valutazione complessiva dell'efficacia delle procedure concorsuali, rendendo più trasparente la connessione tra scelte di risanamento e benefici collettivi generati. Inoltre, in prospettiva di policy, una maggiore attenzione agli indicatori qualitativi permetterebbe di orientare la giurisprudenza e la prassi verso una concezione più evoluta del successo del risanamento, fondata non solo sul ritorno economico immediato, ma sulla capacità rigenerativa dell'impresa come motore di valore duraturo per il sistema.

1.7. La continuità come presupposto e come fine

L'analisi condotta in questo primo capitolo ha evidenziato come la crisi d'impresa debba essere affrontata non solo come fenomeno giuridico, ma come dinamica complessa che investe l'intero sistema aziendale, economico e sociale. In tale prospettiva, il concetto di continuità aziendale assume un ruolo cruciale: non più soltanto presupposto tecnico-contabile, ma valore sistemico capace di orientare le scelte del legislatore, dei giudici, dei professionisti e dei creditori.

In questa direzione si collocano gli studi empirici avviati nel Cap. 5 e sviluppati nei Capp. 6 e 7 che si propongono non solo di misurare gli effetti economici della prosecuzione aziendale, ma di valutarne la capacità di trasformare il sacrificio

richiesto ai creditori in un valore distribuito per l'intero sistema. L'analisi non si limita dunque a verificare l'efficienza del piano sotto il profilo finanziario, ma mira a cogliere i riflessi sociali e territoriali di un risanamento impostato su basi industriali solide e sostenibili.

Il passaggio da una cultura della liquidazione a una cultura del risanamento è stato accompagnato da una trasformazione del significato stesso della continuità: da strumento per massimizzare il soddisfacimento dei creditori, a leva per la creazione e distribuzione di valore nel tempo. Questo cambio di paradigma implica una revisione profonda anche dei criteri di valutazione dell'efficacia delle procedure concorsuali. Il valore generato da un piano di continuità non può essere ricondotto unicamente al tasso di *recovery* dei creditori, ma va considerato in termini di mantenimento dell'occupazione, stabilità delle relazioni economiche, riattivazione della capacità produttiva e riduzione degli impatti negativi sistemici.

Nel nuovo scenario, la continuità aziendale è tanto condizione quanto obiettivo del risanamento. Essa non può essere ridotta alla mera prosecuzione formale dell'attività, ma deve essere interpretata come capacità dell'impresa di rigenerare valore per tutti i suoi stakeholder, salvaguardando non solo la stabilità economica, ma anche l'equilibrio sociale e territoriale²³.

In questa prospettiva, il diritto della crisi assume una funzione trasformativa: da strumento di liquidazione patrimoniale a strumento di gestione anticipata, selezione razionale e rilancio. La Direttiva (UE) 2019/1023, così come le più recenti elaborazioni dottrinali, confermano questa impostazione, promuovendo strumenti flessibili e orientati alla preservazione del valore d'impresa. La tesi si inserisce in tale orizzonte, con l'intento di verificare – anche su base empirica – se e in che misura il sistema attuale sia in grado di realizzare una valutazione integrata della crisi, capace di riconoscere il valore economico-sociale della continuità.

Questi temi saranno ripresi nei capitoli successivi, che analizzeranno il quadro normativo europeo (Cap. 2), il sistema italiano e le sue evoluzioni (Cap. 3) e il

²³ Valiante, D. (2016), *Harmonising insolvency laws in the Euro Area: rationale, stock-taking and challenges. What role for the Eurogroup?* European Parliament, Directorate-General for Internal Policies, Economic Governance Support Unit (EGOV), PE 574.428.

modello statunitense del *Chapter 11* (Cap. 4), per poi confluire nelle analisi empiriche contenute nei Capp. 5, 6 e 7. L'obiettivo complessivo è valutare se – e a quali condizioni – il diritto della crisi sia oggi in grado di trasformare il sacrificio in valore e la crisi in occasione di rilancio.

1.8. Conclusioni metodologiche: analisi comparata e quadro teorico

L'analisi condotta in questo primo capitolo ha evidenziato come la crisi d'impresa debba essere interpretata non solo come evento giuridico, ma come fenomeno economico e sociale complesso, capace di produrre effetti sistemici sull'intero contesto produttivo.

Da questa consapevolezza nasce l'approccio metodologico della presente ricerca, fondato sull'integrazione di tre livelli di analisi:

- un confronto giuridico-comparato tra i principali modelli normativi (europeo, italiano, statunitense);
- una riflessione teorico-concettuale sui principi di continuità aziendale, sostenibilità e creazione di valore;
- e infine una verifica empirica basata sull'analisi delle performance delle procedure di concordato in continuità, poi estesa ai casi di fallimento per consentire un confronto sistematico tra esiti liquidatori e soluzioni di risanamento.

Tale impostazione ha permesso di individuare alcuni strumenti interpretativi trasversali, che guideranno il percorso di ricerca nei capitoli successivi. In particolare:

- il *demoltiplicatore della crisi*, quale misura dell'impatto sociale generato dal dissesto aziendale;
- il *payback della continuità*, inteso come il tempo necessario affinché il valore rigenerato dall'impresa risarcisca, almeno in parte, il sacrificio economico subito dai creditori.

Questi strumenti concettuali si pongono come chiavi di lettura per valutare l'effettiva capacità delle procedure di risanamento di trasformare la crisi in opportunità di rilancio, superando la mera logica distributiva del valore residuo.

Nei Capitoli 5, 6 e 7, tali strumenti verranno applicati e approfonditi in chiave empirica: dapprima con la misurazione del valore rigenerato nei concordati in continuità (Capitolo 5), successivamente attraverso l'estensione dell'indagine ai fallimenti per un confronto sistematico (Capitolo 6), e infine con la costruzione del demoltiplicatore della crisi (Capitolo 7), che sintetizza i risultati in un modello di valutazione dell'impatto economico e sociale della crisi d'impresa.

In questa prospettiva, le analisi empiriche condotte rappresentano il punto di verifica finale dell'intero impianto teorico, in cui la continuità viene intesa non solo come presupposto giuridico, ma come fine sostanziale e condiviso della procedura di risanamento. Esse consentono di misurare la capacità effettiva dei meccanismi di continuità di preservare valore, occupazione e relazioni di filiera, dimostrando come la gestione della crisi possa trasformarsi da momento di distruzione a processo di rigenerazione sistemica per l'impresa e per il contesto economico in cui essa opera.

CAPITOLO 2 – Il diritto europeo della crisi d’impresa

Il diritto europeo della crisi d’impresa ha compiuto, in poco più di due decenni, un passaggio netto: dalla gestione giudiziale dell’insolvenza alla costruzione di un ecosistema di prevenzione e ristrutturazione orientato alla continuità aziendale. Il binomio Regolamento (UE) 2015/848 – Direttiva (UE) 2019/1023 segna questo cambio di paradigma: il primo consolida cooperazione e riconoscimento reciproco nelle fattispecie transfrontaliere; la seconda anticipa l’intervento sulla crisi, rafforzando strumenti negoziali, moratorie, classi di creditori e *cram-down*. Ne risulta un modello “funzionale” che mira a preservare il *going concern value* e a ridurre i costi sociali del dissesto, in linea con l’evoluzione dottrinale richiamata nel Capitolo 1 ^{24,25}.

Questa traiettoria non nasce dal nulla. Il Regolamento (CE) 1346/2000 ha posto le basi del coordinamento giurisdizionale centro degli interessi principali del debitore – COMI –, universalità attenuata, poi rifinite dal Regolamento (UE) 2015/848, che definisce il COMI, amplia il perimetro alle procedure di ristrutturazione e introduce meccanismi di cooperazione e coordinamento di gruppo²⁶. Con la Direttiva (UE) 2019/1023, il baricentro si sposta sulla gestione precoce della difficoltà finanziaria: moratoria, classi omogenee, omologazione in presenza di dissenso e protezione della nuova finanza entrano stabilmente nel lessico europeo ^{27,28}.

Sul piano applicativo, gli Stati membri hanno adottato soluzioni tra loro diverse ma convergenti negli obiettivi: dalla StaRUG tedesca, che costruisce un quadro preventivo autonomo, alla WHOA olandese, che valorizza flessibilità e rapidità di omologazione, fino all’esperienza italiana del CCII (come novellato dal D.lgs.

²⁴ Eidenmüller 2017, Op. cit.

²⁵ Mokal 2005, Op. cit.

²⁶ Wolters Kluwer (2021), European Insolvency Proceedings: Commentary on Regulation (EU) 2015/848 (a cura di Wessels, B.; Madaus, S.; Paulus, C.G.), Wolters Kluwer, Alphen aan den Rijn.

²⁷ Garrido et al. 2021, Op. cit.

²⁸ Ghio, E.; Boon, G.-J.; Ehmke, D.; Gant, J.; Langkjær, L.; Vaccari, E. (2021), “Harmonising insolvency law in the EU: New thoughts on old ideas in the wake of the COVID-19 pandemic”, International Insolvency Review, 30(3), 427–459.

83/2022), che integra gli strumenti europei nella transizione dal diritto della liquidazione al diritto del risanamento ^{29,30,31}).

Questa introduzione chiarisce il posizionamento del capitolo e i suoi contributi. Anzitutto, mostra che l'UE sta costruendo non un "codice unico", ma un ecosistema armonizzato fondato su principi comuni (continuità, prevenzione, trasparenza, cooperazione) e su spazi di adattamento alle diverse culture giuridiche e strutture industriali. In secondo luogo, propone una chiave di lettura economico-istituzionale: gli strumenti europei non mirano soltanto alla tutela del credito, ma alla stabilità del mercato interno e alla protezione del valore produttivo, soprattutto nelle filiere a intensa presenza di PMI ^{32,33}.

Metodologicamente, il capitolo integra: (i) analisi normativa e giurisprudenziale (Reg. (UE) 2015/848; Direttiva (UE) 2019/1023; CGUE 2006, C-341/04, Eurofood IFSC Ltd); (ii) confronto comparato su quattro ordinamenti "tipici" (Italia, Germania, Francia, Paesi Bassi); (iii) lettura funzionale degli istituti chiave (COMI, moratoria, classi, *cram-down*, nuova finanza) rispetto agli obiettivi di continuità e riduzione della dispersione di valore. Questo impianto dialoga con le metriche elaborate nella tesi (demoltiplicatore della crisi, payback della continuità), preparando il terreno all'analisi empirica dei capitoli successivi.

La struttura è la seguente: il §2.1 ripercorre l'evoluzione dal Reg. (CE) 1346/2000 al Reg. (UE) 2015/848; il §2.2 evidenzia il ruolo "costituente" della CGUE nell'interpretazione autonoma dei concetti chiave; il §2.3 sistematizza la Direttiva 2019/1023 (moratoria, classi, *cram-down*, nuova finanza); il §2.4 esamina il recepimento in Italia, Germania, Francia e Paesi Bassi; il §2.5 discute se stia emergendo un modello europeo di ristrutturazione, distinguendo tra convergenza normativa e convergenza funzionale.

²⁹ Paulus, C.G. (2021), "Germany's StaRUG and its Implementation of the EU Directive", *International Insolvency Review*, 30(1), 1–20.

³⁰ Tollenaar, N. (2020), *The WHOA: The Dutch Scheme*, Oxford University Press, Oxford.

³¹ European Parliament (2019), *Harmonising Insolvency Laws in the Euro Area: Rationale, Stocktaking and Challenges* (PE 614.528).

³² Garrido, J.M. (2012), *Out-of-Court Debt Restructuring*, The World Bank, Washington, DC.

³³ European Parliament 2019, Op. cit.

In sintesi, il capitolo sostiene che il diritto europeo della crisi sta evolvendo verso un diritto del risanamento, meno centrato sulla sanzione dell'insolvenza, più attento alla rigenerazione del valore e alla coesione sociale. Non un'imitazione del *Chapter 11*, ma una via europea, pluralista e orientata ai risultati, capace di coniugare efficienza allocativa, tutela degli stakeholder e resilienza del tessuto produttivo.

2.1. Dal Regolamento 1346/2000 al Regolamento 2015/848

La costruzione del diritto concorsuale europeo inizia con il Regolamento (CE) n. 1346/2000, primo strumento vincolante dell'Unione in materia di insolvenza transfrontaliera che rispondeva all'esigenza di garantire cooperazione tra le giurisdizioni e circolazione delle decisioni³⁴.

Il modello del 2000 si fondava su un principio di "universalità attenuata": la procedura principale si apriva nello Stato del COMI, con effetti estesi all'Unione, pur consentendo procedure secondarie negli altri Stati in presenza di stabilimenti rilevanti (Reg. (CE) 1346/2000, art. 3).

Benché innovativo, questo Regolamento presentava alcune criticità: (i) assenza di una definizione testuale di COMI, con prassi divergenti e rischi di forum shopping; (ii) carenza di meccanismi obbligatori di coordinamento tra procedure principali e secondarie; (iii) esclusione delle ristrutturazioni preventive o volontarie non implicanti la sostituzione della gestione.

Tali limiti conducono al Reg. (UE) 2015/848 (in vigore dal 26 giugno 2017), che rappresenta un avanzamento nel processo di integrazione. Le principali innovazioni riguardano:

- definizione normativa del COMI (art. 3), inteso come luogo in cui il debitore gestisce abitualmente i propri interessi in modo riconoscibile dai terzi; per le persone giuridiche, presunzione di coincidenza con la sede statutaria salvo prova contraria, in linea con in linea con (CGUE 2006, C-341/04, Eurofood IFSC Ltd);

³⁴ Wessels–Madaus–Paulus 2021, Op. cit.

- estensione del campo di applicazione alle procedure di ristrutturazione preventiva, in coerenza con la logica di conservazione del valore;
- obblighi di cooperazione tra organi delle procedure principale/secondarie e coordinamento delle insolvenze di gruppo (anche mediante il coordinatore della ristrutturazione);
- riconoscimento automatico delle decisioni in materia di apertura, svolgimento e chiusura delle procedure, nonché degli atti del curatore.

Il Regolamento 2015/848 consolida così un paradigma europeo fondato su continuità, cooperazione e trasparenza, predisponendo il terreno per gli strumenti di ristrutturazione preventiva in chiave transfrontaliera.

2.2. Il ruolo della Corte di Giustizia e l'interpretazione autonoma

La Corte di Giustizia dell'Unione Europea ha svolto un ruolo determinante nello sviluppo del diritto europeo della crisi, fungendo non solo da interprete della norma, ma anche da motore della sua evoluzione sistemica. In un contesto caratterizzato da forti differenze tra ordinamenti, la Corte ha contribuito a costruire un linguaggio concorsuale comune e a garantire uniformità applicativa.

Attraverso una giurisprudenza coerente e pragmatica, la Corte ha affermato il principio dell'interpretazione autonoma dei concetti chiave dei regolamenti europei, stabilendo che termini come *procedura d'insolvenza* o *centro degli interessi principali* (COMI) devono essere intesi secondo il significato proprio del diritto dell'Unione, indipendentemente dalle definizioni nazionali.

La sentenza *Eurofood IFSC Ltd* (C-341/04) rappresenta un punto di riferimento: la Corte vi stabilì che il COMI coincide con il luogo in cui il debitore gestisce abitualmente i propri interessi in modo riconoscibile dai terzi, criterio di natura sostanziale volto a contrastare il *forum shopping* (CGUE 2006, C-341/04, Eurofood IFSC Ltd).

Tale orientamento ha influito profondamente sulla successiva codificazione del concetto di COMI nell'art. 3 del Reg. (UE) 2015/848, che recepisce integralmente i criteri giurisprudenziali. La Corte ha inoltre applicato un'interpretazione teleologica e sistematica alle disposizioni sulla cooperazione giudiziaria e sul

riconoscimento automatico delle decisioni, rafforzando la coerenza e l'effettività del sistema³⁵.

Nel complesso, la giurisprudenza della Corte di Giustizia ha ridotto l'incertezza interpretativa e favorito una progressiva convergenza applicativa, gettando le basi per una cultura concorsuale sovranazionale fondata su cooperazione, trasparenza e prevenzione.

2.3. La Direttiva 2019/1023 sulla ristrutturazione preventiva

La Direttiva (UE) 2019/1023 rappresenta una tappa strategica nel processo di armonizzazione del diritto europeo della crisi d'impresa. Essa nasce dall'esigenza di ridurre la frammentazione normativa tra gli Stati membri e di promuovere un approccio più efficiente, sostenibile e orientato alla continuità aziendale nella gestione delle situazioni di difficoltà finanziaria³⁶.

Il principale obiettivo della Direttiva è consentire agli imprenditori ancora solvibili, ma in condizioni di tensione finanziaria, di accedere tempestivamente a strumenti di ristrutturazione preventiva, evitando che la crisi si aggravi fino a sfociare in un'insolvenza irreversibile. In tal modo, essa introduce un cambio di paradigma: la crisi non è più trattata come un evento patologico da gestire ex post, ma come una fase da intercettare e governare in via anticipata attraverso strumenti flessibili e proporzionati.

a) La logica della prevenzione e l'anticipazione dell'insolvenza

La Direttiva adotta un approccio ispirato al principio di "*second chance policy*", che riconosce all'imprenditore la possibilità di intervenire prima della perdita della continuità economica e organizzativa. Tale logica si traduce nella promozione di quadri di ristrutturazione preventiva, nei quali l'intervento dell'autorità giudiziaria è limitato alle fasi essenziali, come l'omologazione del piano o la concessione della moratoria, lasciando ampio spazio all'autonomia negoziale delle parti.

³⁵ Wessels–Madaus–Paulus 2021, Op. cit.

³⁶ Garrido et al. 2021, Op. cit.

In questo senso, la Direttiva supera la visione tradizionale del diritto concorsuale come meccanismo di liquidazione o di sanzione, valorizzando invece la dimensione contrattuale e consensuale della ristrutturazione. L'obiettivo è preservare il *going concern value* dell'impresa e ridurre l'impatto economico e sociale dei fallimenti, in linea con le più avanzate teorie dell'insolvenza d'impresa sviluppate a livello comparato.

b) Le innovazioni principali

Tra le innovazioni più significative introdotte dalla Direttiva si segnalano:

- **la moratoria:** la possibilità per il debitore di ottenere la sospensione temporanea delle azioni esecutive individuali, al fine di garantire uno “spazio negoziale protetto” in cui elaborare il piano di ristrutturazione. Tale misura consente di tutelare la parità informativa tra le parti e di preservare gli asset aziendali durante la fase critica delle trattative;
- **le classi di creditori:** l'obbligo di suddividere i creditori in classi omogenee sulla base della natura giuridica e della posizione economica dei rispettivi crediti. Questa innovazione recepisce un principio tipico dei sistemi anglosassoni e favorisce una maggiore equità nel processo decisionale, rendendo più trasparente la rappresentazione degli interessi coinvolti;
- **il meccanismo di *cram-down* interclasse,** che consente l'omologazione giudiziale del piano anche in presenza del dissenso di una o più classi, purché siano rispettati i criteri di imparzialità e il principio del *best interest of creditors*. Tale strumento, destinato a rappresentare una delle innovazioni più significative nella disciplina europea della crisi, verrà approfondito in un paragrafo dedicato, con particolare riferimento alla sua applicazione nel diritto italiano e al confronto con il *Chapter 11* statunitense;

- **la protezione dei finanziamenti funzionali al piano**, che possono beneficiare di un trattamento preferenziale o della prededuzione. In questo modo, la Direttiva incoraggia l'afflusso di nuova finanza (*fresh money*) verso imprese in ristrutturazione, riducendo il rischio per gli investitori e favorendo la bancabilità dei piani. L'analisi di questa disposizione sarà sviluppata più avanti, con riferimento all'art. 99 CCII;
- **la limitazione dell'intervento giudiziale** nelle fasi iniziali del procedimento, in nome del principio di proporzionalità. Ciò risponde all'esigenza di ridurre i costi procedurali e di accelerare i tempi di ristrutturazione, privilegiando un modello di governance negoziale rispetto a quello autoritativo.

c) Focus su PMI, early warning e semplificazioni procedurali

Un aspetto centrale della Direttiva è la sua attenzione verso le piccole e medie imprese (PMI), che costituiscono la colonna portante del sistema produttivo europeo. In considerazione delle loro limitate risorse finanziarie e organizzative, la Direttiva incoraggia gli Stati membri a prevedere strumenti semplificati e a basso costo per favorire l'accesso ai meccanismi di ristrutturazione. Questa impostazione, ispirata a principi di inclusività economica e riduzione delle barriere procedurali, trova diretta applicazione nel Codice della Crisi d'Impresa italiano e nel sistema della *composizione negoziata della crisi*.

Altro elemento di rilievo è l'introduzione dei sistemi di *early warning*, ovvero strumenti di allerta precoce in grado di individuare tempestivamente gli indicatori di squilibrio finanziario e gestionale. Pur non fornendo una definizione univoca di tali segnali, la Direttiva invita gli Stati membri a sviluppare meccanismi nazionali di monitoraggio e supporto, anche attraverso enti pubblici, associazioni di categoria e professionisti qualificati.

d) Armonizzazione minima e libertà di attuazione

Nel suo impianto complessivo, la Direttiva 2019/1023 si configura come un intervento di armonizzazione minima, che definisce principi comuni ma lascia ampi margini di adattamento alle specificità nazionali. Tale impostazione riflette la volontà dell'Unione di rispettare le diverse tradizioni giuridiche e istituzionali, pur indirizzando gli ordinamenti verso una convergenza funzionale fondata su prevenzione, continuità e tutela del valore d'impresa.

In Italia, molte delle innovazioni previste dalla Direttiva sono state recepite nel Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza, in particolare attraverso il D.lgs. 83/2022, che ha introdotto i quadri di ristrutturazione preventiva, la disciplina della nuova finanza prededucibile e la codificazione delle classi di creditori (cfr. artt. 84 e 99 del D.lgs. 14/2019, CCII). Queste disposizioni riflettono la crescente influenza del diritto europeo sulla disciplina nazionale e segnano un avvicinamento sostanziale tra le due dimensioni – domestica e sovranazionale – del diritto della crisi d'impresa.

In conclusione, la Direttiva 2019/1023 ha contribuito a ridefinire il diritto europeo della crisi non solo come insieme di procedure, ma come sistema orientato alla rigenerazione del valore e alla salvaguardia della continuità aziendale. Essa rappresenta un punto di equilibrio tra tradizione civilistica e ispirazione anglosassone, anticipando il modello di “diritto concorsuale sostenibile” che costituisce il filo conduttore della presente tesi.

2.4. Recepimento e implementazione negli Stati membri

La Direttiva (UE) 2019/1023, pur configurandosi come uno strumento di armonizzazione minima, ha rappresentato un punto di svolta nel percorso di costruzione di un diritto europeo della crisi fondato sulla prevenzione, sulla continuità aziendale e sulla salvaguardia del valore d'impresa. Tuttavia, la sua attuazione nei diversi Stati membri ha messo in evidenza una notevole eterogeneità dei modelli adottati, tanto sul piano tecnico-giuridico quanto su quello operativo, riflettendo la pluralità delle tradizioni giuridiche e delle culture economiche nazionali.

In Italia, il recepimento della Direttiva è avvenuto con il Decreto legislativo 83/2022, che ha integrato e parzialmente modificato il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (CCII), entrato in vigore nel luglio 2022. Il legislatore italiano ha scelto di innestare le novità europee nel corpo normativo già esistente, rafforzando la logica di prevenzione e introducendo strumenti coerenti con i principi della Direttiva. Tra le principali innovazioni si segnalano:

- l'introduzione della nozione di “quadro di ristrutturazione preventiva” (art. 2, co. 1, lett. m), che riconduce a unità gli strumenti di risanamento fondati sulla continuità;
- la formazione delle classi di creditori e la possibilità di omologazione del piano anche in presenza di dissenso (meccanismo di *cram-down*), in linea con la disciplina europea e con il *best interest of creditors*;
- la tutela della nuova finanza attraverso il riconoscimento della prededuzione dei finanziamenti funzionali al piano (art. 99 CCII);
- la previsione di misure semplificate per le PMI, in considerazione delle loro specifiche fragilità strutturali;
- la disciplina della composizione negoziata della crisi, che costituisce un'innovazione autonoma ma perfettamente coerente con l'impostazione europea orientata alla prevenzione e alla gestione precoce degli squilibri aziendali.

Nel complesso, l'Italia ha privilegiato un modello fortemente integrato, in cui la logica della ristrutturazione preventiva si affianca e in parte sostituisce quella tradizionale del concordato preventivo, segnando il passaggio da un diritto della crisi di tipo liquidatorio a un diritto del risanamento.

In Germania, il recepimento della Direttiva è avvenuto con l'adozione della StaRUG (Unternehmensstabilisierungs-und-restrukturierungsgesetz), entrata in vigore il 1° gennaio 2021, con un anno di anticipo rispetto alla maggior parte degli Stati membri. La legge tedesca ha istituito un quadro di ristrutturazione preventiva distinto dalle procedure d'insolvenza, concepito per favorire la negoziazione privata sotto il controllo attenuato del giudice. La StaRUG si caratterizza per:

- la possibilità di approvazione giudiziale del piano con efficacia vincolante anche per i creditori dissenzienti (cram-down);
- la previsione di classi di creditori e di criteri di trattamento equo e proporzionale (fair and equitable treatment);
- l'introduzione di un registro pubblico di ristrutturazione, destinato ad accrescere la trasparenza e la prevedibilità;
- un ampio ricorso alla digitalizzazione delle comunicazioni procedurali.

Il modello tedesco, fortemente ispirato ai principi della Direttiva, si distingue per rigore formale, chiarezza sistematica e rapidità di attuazione, diventando uno dei riferimenti più citati nel dibattito europeo³⁷.

In Francia, la legge n. 2021-689 ha recepito la Direttiva integrando le riforme già avviate con l'Ordonnance 2021-1193, rafforzando il sistema delle procédures amiables, in particolare gli strumenti di conciliation e sauvegarde accélérée. La tradizione francese, fortemente orientata all'intervento dell'autorità giudiziaria e amministrativa, si è tradotta in un modello ibrido in cui la ristrutturazione conserva una dimensione pubblicistica marcata. I piani devono essere convalidati da un giudice, che ne verifica l'equilibrio e la sostenibilità, e il mandataire de justice mantiene un ruolo centrale di mediazione. Sebbene più formalizzato rispetto agli schemi tedesco e olandese, il sistema francese presenta un'elevata efficienza negoziale, grazie alla possibilità di attivare tempestivamente strumenti di allerta e di protezione dell'impresa prima dell'apertura della procedura concorsuale.

I Paesi Bassi hanno invece anticipato la Direttiva con l'introduzione della WHOA (Wet Homologatie Onderhands Akkoord), entrata in vigore nel 2021. La WHOA si ispira chiaramente al modello anglosassone e prevede un meccanismo di omologazione giudiziale di accordi extragiudiziali, anche in presenza di dissenso di alcune classi di creditori. Tra i tratti più innovativi si segnalano:

- la flessibilità del piano, che può essere elaborato e negoziato in forma riservata o pubblica;

³⁷ Paulus, 2021, Op. cit.

- la centralità del debitore, che conserva il controllo della gestione e la titolarità dell'iniziativa;
- la possibilità di cram-down interclasse, ispirata al *Chapter 11* statunitense;
- la rapidità procedurale, che consente di ottenere un'omologazione entro poche settimane.

Il modello olandese ha esercitato una forte influenza sulle successive riforme europee e rappresenta uno dei casi più riusciti di equilibrio tra autonomia negoziale e tutela giudiziale³⁸.

Nel complesso, le esperienze di recepimento rivelano una comune tensione verso la valorizzazione della continuità aziendale, pur nel rispetto delle specificità nazionali. Gli ordinamenti dell'Europa continentale – tradizionalmente ancorati a un'impostazione formalistica e liquidatoria – si stanno progressivamente avvicinando a un modello di ristrutturazione contrattuale assistita, in cui il giudice assume un ruolo di garante piuttosto che di protagonista del processo.

Tuttavia, permangono significative divergenze in termini di tempestività, accessibilità e grado di giudizializzazione delle procedure. Nei Paesi con maggiore cultura negoziale e infrastrutture istituzionali più evolute (Germania, Paesi Bassi), i nuovi strumenti si sono rapidamente affermati come alternative efficaci alla liquidazione. In altri ordinamenti, come quello italiano, la piena efficienza del sistema dipende ancora dall'evoluzione della prassi applicativa, dal coordinamento tra autorità giudiziarie e organismi di composizione, e dalla diffusione di una cultura della prevenzione fondata su trasparenza, fiducia e responsabilità condivisa.

In questa prospettiva, l'analisi comparata dei modelli di recepimento costituisce la premessa indispensabile per affrontare il tema – oggetto del successivo paragrafo – della convergenza normativa e funzionale del diritto europeo della crisi d'impresa, non più solo come processo giuridico, ma come strumento di politica economica volto a preservare la stabilità del mercato unico e la continuità produttiva delle imprese.

³⁸ Tollenaar, N., Op. cit.

2.5. Il modello europeo: verso una convergenza normativa?

L'analisi delle riforme nazionali di recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023 evidenzia un quadro europeo ancora frammentato, ma caratterizzato da un'evoluzione comune verso la costruzione di un modello di regolazione della crisi fondato su logiche di prevenzione e di continuità aziendale. La questione centrale che si pone è se tale evoluzione possa tradursi, nel medio periodo, in una convergenza sostanziale tra gli ordinamenti, superando la tradizionale eterogeneità dei sistemi concorsuali continentali.

Il diritto europeo della crisi si configura oggi come un sistema multilivello, nel quale regolamenti, direttive e discipline nazionali convivono e interagiscono. Questa sovrapposizione normativa genera un equilibrio complesso tra armonizzazione e autonomia: da un lato, il legislatore europeo promuove principi comuni, come la tutela del valore d'impresa e la responsabilizzazione degli attori economici; dall'altro, gli Stati membri conservano margini di adattamento significativi, soprattutto per quanto riguarda la struttura procedurale e il grado di intervento giudiziale.

Il Reg. (UE) 2015/848 ha rafforzato la cooperazione e la fiducia reciproca tra le giurisdizioni, consolidando la circolazione delle decisioni e l'efficacia transfrontaliera delle procedure. Al contrario, la Direttiva (UE) 2019/1023, pur introducendo principi comuni di ristrutturazione preventiva, ha lasciato agli Stati ampia discrezionalità nel definire i modelli attuativi. Ne è derivata una convergenza più funzionale che normativa, fondata su obiettivi condivisi ma realizzata attraverso strumenti e tecniche differenti.

In questa prospettiva, il modello europeo può essere interpretato come una terza via tra le due grandi tradizioni del diritto concorsuale: da un lato, il paradigma statunitense del Chapter 11, caratterizzato da un'unica procedura standardizzata, fortemente giudizializzata e con un ampio ricorso al *debtor-in-possession financing*; dall'altro, il modello civilistico-continentale, tradizionalmente orientato alla liquidazione e al controllo formale.

Il Chapter 11 prevede una disciplina unitaria che attribuisce al debitore la gestione diretta dell'impresa sotto la supervisione del tribunale, consentendo una notevole flessibilità nella ristrutturazione del debito e nell'accesso a nuova finanza. L'esperienza europea, invece, si muove verso una pluralità di strumenti – accordi, piani, quadri di ristrutturazione preventiva – in cui la centralità del debitore è bilanciata da una maggiore segmentazione procedurale e da un controllo giudiziale più attenuato³⁹.

Tuttavia, nonostante la diversità delle architetture istituzionali, emergono principi di convergenza funzionale chiaramente riconoscibili:

- la centralità della continuità aziendale come obiettivo primario della disciplina, in sostituzione della logica puramente liquidatoria;
- la promozione di strumenti di ristrutturazione preventiva e negoziale, che riducono l'intervento giudiziale e favoriscono la tempestività dell'azione;
- la tutela del valore complessivo dell'impresa e degli stakeholder, superando la concezione tradizionale della tutela esclusiva dei creditori;
- la responsabilizzazione del debitore e la sua partecipazione attiva al processo di risanamento;
- la crescente importanza dei meccanismi di allerta precoce (early warning) e delle misure di accompagnamento per le PMI, che rafforzano l'efficacia del sistema preventivo.

In particolare, la Direttiva 2019/1023 rappresenta il tentativo più compiuto di costruire una base comune per questa convergenza, riconoscendo la crisi d'impresa non più come evento patologico da sanzionare, ma come fase fisiologica da gestire e trasformare in opportunità di rilancio. Essa incoraggia la transizione da un diritto dell'insolvenza a un diritto del risanamento, in linea con l'approccio funzionale di autori come Eidenmüller⁴⁰ e Mokai⁴¹, secondo cui la finalità ultima della disciplina

³⁹ The Evolution of the Italian and U.S. Bankruptcy Systems – A Comparative Analysis (2010), in *Journal of Business & Technology Law*.

⁴⁰ Eidenmüller, H. (2017), Op. cit.

⁴¹ Mokai, R.J. (2005), Op. cit.

non è la mera soddisfazione dei creditori, ma la preservazione del valore e della capacità produttiva.

Il processo di avvicinamento tra i sistemi è sostenuto anche dal ruolo crescente delle istituzioni europee, che, attraverso documenti di indirizzo e analisi periodiche, promuovono la raccolta e la comparazione di dati sull'efficacia delle procedure di ristrutturazione. In questa direzione, il Parlamento Europeo, nel suo report *Harmonising Insolvency Law in the EU: New Thoughts on Old Ideas in the Wake of the Covid-19 Pandemic* (2021), ha sottolineato la necessità di un ulteriore salto di qualità verso l'armonizzazione sostanziale, auspicando una disciplina più uniforme dei piani di ristrutturazione, dei privilegi della nuova finanza e dei criteri di *cram-down*.

Nonostante ciò, il cammino verso una effettiva armonizzazione resta complesso. La convergenza normativa è ostacolata da tre ordini di fattori:

- 1) la diversità delle culture giuridiche e istituzionali, che influisce sull'atteggiamento verso la negoziazione e sul ruolo del giudice;
- 2) la differente struttura dei mercati finanziari, che condiziona la disponibilità di capitale di rischio e di nuova finanza nelle fasi di crisi;
- 3) la disomogeneità dimensionale dei sistemi produttivi, con un peso preponderante delle PMI nei Paesi dell'Europa meridionale, dove la ristrutturazione negoziale risulta più complessa.

In tale contesto, si può parlare oggi non tanto di un modello unico europeo, quanto di un "ecosistema armonizzato", in cui strumenti e principi condivisi vengono declinati secondo le specificità nazionali. L'obiettivo futuro sarà quello di consolidare questa convergenza funzionale, riducendo la distanza tra gli ordinamenti attraverso la definizione di standard comuni di efficienza, trasparenza e tutela del valore d'impresa.

L'Italia, in particolare, può assumere un ruolo proattivo in questa evoluzione. Il suo sistema, grazie all'esperienza maturata con il Codice della Crisi e con la composizione negoziata, rappresenta un laboratorio privilegiato di sperimentazione normativa. La sfida sarà tradurre la ricca architettura del CCII in prassi efficaci,

superando le rigidità interpretative e promuovendo una cultura economico-giuridica orientata alla prevenzione e alla continuità.

In conclusione, il modello europeo della crisi d'impresa si sta progressivamente delineando come un diritto della sostenibilità e della rigenerazione, capace di coniugare il recupero economico con la tutela degli stakeholder e la salvaguardia della capacità produttiva. Il futuro del diritto concorsuale europeo dipenderà dalla capacità degli Stati membri di cooperare non solo sul piano normativo, ma anche su quello culturale e operativo, costruendo un sistema in cui la gestione della crisi diventi strumento di stabilità, competitività e coesione sociale nel mercato unico⁴².

Su queste basi si innesta l'esperienza italiana, che rappresenta uno dei casi più significativi di recepimento e adattamento dei principi europei. Il passaggio dal sistema della Legge Fallimentare al Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza ha segnato per l'Italia non solo una riforma normativa, ma una vera e propria trasformazione culturale: dal diritto della liquidazione a quello del risanamento.

⁴² European Parliament (2021), Harmonising Insolvency Law in the EU: New Thoughts on Old Ideas in the Wake of the Covid-19 Pandemic, Brussels.

CAPITOLO 3 – Il sistema italiano tra Legge Fallimentare e Codice della Crisi

Il Capitolo 3 analizza l'evoluzione del diritto concorsuale italiano, ricostruendo il passaggio dai modelli tradizionali centrati sulla liquidazione patrimoniale alla moderna architettura del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), espressione di un diritto orientato alla prevenzione e al risanamento. La ricostruzione si articola lungo un percorso evolutivo che, dalle riforme del 2005–2007 fino al D.lgs. 83/2022, segna la transizione da un diritto della crisi punitivo a un diritto della continuità e della sostenibilità.

Per gran parte del XX secolo, la disciplina fallimentare italiana si è basata su una concezione repressiva e liquidatoria della crisi, codificata nella legge del 1942, che interpretava l'insolvenza non solo come fallimento economico, ma anche come colpa morale dell'imprenditore. Quest'ultimo veniva escluso dal circuito economico attraverso misure sanzionatorie come lo spossessamento, l'interdizione e la perdita della capacità di agire.

In assenza di una distinzione concettuale tra crisi reversibile e insolvenza irreversibile, l'ordinamento mirava unicamente alla soddisfazione ordinata dei creditori, trascurando la conservazione del valore aziendale. L'analisi si concentra sul superamento di questo paradigma punitivo in favore di una cultura della prevenzione e del risanamento, evidenziando le tappe fondamentali della transizione: dalle riforme del 2005–2007 alla legge fallimentare, al D.L. 83/2012, fino al D.lgs. 14/2019 e al successivo D.lgs. 83/2022, attuativo della Direttiva (UE) 2019/1023.

Il capitolo approfondisce inoltre i principali strumenti di regolazione della crisi, tra cui il concordato preventivo, gli accordi di ristrutturazione e i piani attestati di risanamento, con particolare attenzione all'evoluzione delle procedure in continuità aziendale. In chiusura, il capitolo propone una riflessione critica sull'effettiva capacità del sistema italiano di perseguire gli obiettivi di prevenzione, efficienza procedurale e tutela del valore economico e sociale dell'impresa, in un'ottica di convergenza con il diritto europeo della crisi.

3.1. Le riforme del decennio 2005–2015: dalla logica liquidatoria alla gestione negoziale della crisi

A partire dal 2005, il legislatore italiano ha avviato un profondo processo di modernizzazione della legge fallimentare, con l'obiettivo di superare la visione repressiva e liquidatoria che aveva caratterizzato la disciplina del 1942. Tale stagione riformatrice segna l'avvio di una nuova cultura della crisi, orientata alla prevenzione, alla continuità aziendale e alla responsabilizzazione dell'imprenditore⁴³.

Il *D.lgs. 5/2006* ha inaugurato la revisione organica della legge fallimentare, favorendo il recupero della funzione economica dell'impresa e riconoscendo al debitore un ruolo attivo nel processo di risanamento. Le successive modifiche del *D.lgs. 169/2007* hanno perfezionato la distinzione concettuale tra "crisi" e "insolvenza", aprendo la strada a un diritto concorsuale fondato su logiche di autonomia e cooperazione, in luogo del tradizionale modello inquisitorio⁴⁴.

All'interno di questo quadro, il concordato preventivo è stato oggetto della trasformazione più significativa. Da istituto residuale e scarsamente utilizzato, si è progressivamente affermato come principale strumento di regolazione negoziale della crisi. L'ampliamento delle proposte ammissibili, la possibilità di soddisfare parzialmente i creditori chirografari e il trattamento differenziato per classi hanno introdotto elementi di flessibilità e di adattamento alle specificità aziendali⁴⁵.

Una svolta decisiva è rappresentata dal *D.L. 83/2012*, convertito nella *L. 134/2012*, che ha introdotto l'istituto del concordato con continuità aziendale (*art. 186-bis l.fall.*). La norma consente al debitore di proporre un piano fondato sulla prosecuzione, diretta o indiretta, dell'attività d'impresa, subordinando l'ammissibilità al criterio del *miglior soddisfacimento dei creditori* rispetto all'alternativa liquidatoria. Si afferma così il principio del *going concern*, che riconosce nell'impresa un valore dinamico, non riducibile alla mera sommatoria dei suoi attivi.

⁴³ Fabiani, M. (2013), *La crisi dell'impresa tra diritto ed economia*, Torino: Giappichelli.

⁴⁴ The Evolution of the Italian and U.S. Bankruptcy Systems – A Comparative Analysis, Op. cit.

⁴⁵ Ricciardiello (2021), op. cit.

Parallelamente, si è sviluppata una rete di strumenti alternativi, come gli accordi di ristrutturazione dei debiti (*art. 182-bis l.fall.*) e i piani attestati di risanamento (*art. 67, co. 3, lett. d), l.fall.*), che si fondano su logiche privatistiche e sulla verifica di fattibilità da parte di professionisti indipendenti. Questi istituti, riducendo l'intervento giudiziale e gli oneri reputazionali, hanno consolidato l'idea della crisi come processo gestibile attraverso il dialogo e la trasparenza.

La giurisprudenza ha sostenuto tale evoluzione con un orientamento pragmatico. Già il Tribunale di Milano, 21 luglio 2014, ha riconosciuto che il concordato in continuità può essere “strumento idoneo non solo alla tutela dei creditori, ma alla salvaguardia del valore aziendale e dei livelli occupazionali”, anticipando il principio della *sustainability of restructuring*. Successive pronunce hanno confermato la necessità di bilanciare l'interesse dei creditori con quello, più ampio, della conservazione dell'impresa come bene produttivo e sociale.

In dottrina, Panzani ha definito la riforma del 2012 una “rivoluzione copernicana”, in quanto ha spostato l'asse del diritto concorsuale dalla sanzione al risanamento⁴⁶. Bozza ha parlato di un “diritto a geometria variabile”, nel quale coesistono strumenti concorsuali e stragiudiziali funzionalmente coordinati⁴⁷.

Come osserva anche Tiscini, tale mutamento riflette una visione economico-aziendale rinnovata: l'impresa in crisi non è più soggetto passivo da liquidare, ma protagonista attivo di un processo di rigenerazione del valore⁴⁸. Le riforme del decennio 2005–2015 segnano quindi il passaggio da un diritto della crisi statico e punitivo a un sistema dinamico, che integra efficienza economica, tutela dei creditori e salvaguardia dell'occupazione.

3.2. Il Codice della Crisi d'Impresa (CCII): principi generali e finalità

Con l'adozione del *D.lgs. 14/2019*, il legislatore italiano ha inteso completare il percorso di riforma avviato nel decennio precedente, realizzando una sistematizzazione organica del diritto concorsuale e introducendo un impianto fondato sulla prevenzione della crisi e sulla continuità aziendale. Il Codice della

⁴⁶ Panzani, L. (2013), Il concordato preventivo nella riforma del 2012, in *Il Fallimento*.

⁴⁷ Bozza, S. (2016), Le riforme concorsuali del decennio 2005–2015, in *Ristrutturazioni e insolvenza*.

⁴⁸ Tiscini, R. (2020). *Economia della crisi d'impresa*, Giappichelli, Torino.

Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII) rappresenta una svolta culturale e normativa: il focus si sposta dal fallimento come epilogo sanzionatorio alla gestione anticipata e sostenibile delle difficoltà d'impresa⁴⁹.

Uno dei segnali più evidenti di questo cambio di paradigma è la sostituzione del termine “fallimento” con “liquidazione giudiziale”, al fine di eliminare la connotazione stigmatizzante e riaffermare la neutralità tecnica dell'istituto. Il Codice distingue inoltre tra “crisi” e “insolvenza”: la prima come situazione di squilibrio potenzialmente reversibile, la seconda come condizione irreversibile che richiede l'intervento dell'autorità giudiziaria. Tale distinzione, ispirata ai modelli più evoluti del diritto comparato, consente un intervento tempestivo e proporzionato alle reali condizioni dell'impresa ^{50,51}.

L'intero impianto del CCII si articola attorno a tre pilastri fondamentali:

- 1) La prevenzione della crisi mediante sistemi di allerta, monitoraggio e strumenti di composizione precoce;
- 2) La ristrutturazione del debito tramite procedure negoziali e concorsuali orientate alla *going concern*;
- 3) La tutela del valore d'impresa e degli stakeholder, in una prospettiva di sostenibilità economica e sociale⁵².

Molte delle innovazioni del Codice anticipano o recepiscono direttamente la Direttiva (UE) 2019/1023, in particolare la centralità del *piano di ristrutturazione*, l'introduzione della *moratoria automatica (stay)*, il principio del *trattamento non deteriore* per i creditori dissenzienti (art. 87 CCII) e la protezione della *nuova finanza prededucibile* (artt. 99–100 CCII). Queste disposizioni rafforzano la funzione economico-sociale della disciplina, spostando l'attenzione dal valore statico degli attivi al valore dinamico generato dalla continuità.

Il D.lgs. 83/2022 ha ulteriormente aggiornato il testo originario, armonizzandolo con la Direttiva e perfezionando la disciplina degli strumenti stragiudiziali. Tra gli

⁴⁹ European Parliament, *Harmonising Insolvency Laws in the Euro Area*, 2022, op. cit.

⁵⁰ European Law Institute (2022), *Business Rescue Principles and Guidelines* (ELI Report).

⁵¹ Mokal, R.J., op. cit.

⁵² Caramiello, C. (1968), op. cit.

interventi più significativi si segnalano: il riconoscimento del concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio (*art. 25-sexies CCII*), concepito come *extrema ratio* per le procedure non risanabili; la valorizzazione della composizione negoziata della crisi, introdotta dal *D.L. 118/2021*, come strumento di prevenzione e di gestione fiduciaria delle trattative; e la semplificazione delle procedure per le PMI, in coerenza con i principi europei di proporzionalità.

Il CCII incorpora quindi una visione sistemica della crisi d'impresa, in cui l'obiettivo non è soltanto la soddisfazione dei creditori, ma anche la conservazione della capacità produttiva, dell'occupazione e del tessuto economico. Come osserva Madaus⁵³, il Codice rappresenta un modello fatto di strumenti con diversi livelli di giudizialità e formalità che possono essere utilizzati in modo flessibile in base alla gravità della crisi.

Pur con alcune criticità ancora da superare – in particolare la piena operatività dei sistemi di *early warning* e la coerenza interpretativa delle nuove norme – il Codice costituisce il tentativo più avanzato di costruire in Italia un diritto unitario della crisi, capace di coniugare efficienza economica e sostenibilità sociale. Esso deve essere letto non solo come riforma giuridica, ma come tassello di una strategia economico-istituzionale volta a rafforzare la resilienza del sistema imprenditoriale e la fiducia tra debitore, creditori e istituzioni.

3.3. Il concordato preventivo in continuità aziendale: evoluzione normativa e ratio economica

Il concordato preventivo in continuità aziendale rappresenta una delle innovazioni più significative introdotte nel diritto concorsuale italiano nel corso dell'ultimo decennio. Nato con l'art. 186-bis della legge fallimentare, introdotto dal *D.L. 83/2012* e successivamente recepito e riformulato nel *Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza* (*artt. 84–87 CCII*), esso ha segnato un punto di svolta rispetto alla tradizionale vocazione liquidatoria del sistema concorsuale. La norma ha consentito di configurare la crisi non come momento terminale, ma come fase gestionale da

⁵³ Madaus, S. (2020), *Rescue of Business in Insolvency Law*, European University Institute.

governare in chiave di *going concern*, riconoscendo all'impresa una funzione economico-sociale che trascende la mera soddisfazione patrimoniale dei creditori.

L'elemento qualificante dell'istituto consiste nella possibilità, per il debitore, di proporre un piano basato sulla prosecuzione diretta o indiretta dell'attività d'impresa, anche in presenza di uno stato di crisi o di insolvenza. La *ratio* economica della continuità è duplice: da un lato, evitare la dispersione del valore aziendale, specie di quello immateriale e relazionale; dall'altro, preservare l'occupazione, la filiera produttiva e la coesione territoriale. In questa prospettiva, il legislatore riconosce che il valore generato dalla prosecuzione può superare quello conseguibile attraverso la liquidazione, anche quando i tempi di recupero sono più lunghi o il ritorno per i creditori risulta parziale⁵⁴.

Nel nuovo impianto del CCII, la continuità aziendale diventa la forma preferenziale di regolazione della crisi. L'art. 84, co. 2, stabilisce che "la continuità tutela l'interesse dei creditori e preserva, nella misura possibile, i posti di lavoro", codificando un bilanciamento tra tutela patrimoniale e interessi collettivi. L'art. 87, invece, introduce il principio del trattamento non deteriore, secondo cui il piano può essere omologato anche se il soddisfacimento dei creditori non risulta superiore a quello liquidatorio, purché non sia peggiorativo. Tale formulazione segna il passaggio dal tradizionale criterio del *miglior soddisfacimento* a una logica qualitativa di *equitable treatment*, che valorizza la coerenza complessiva del piano e la sostenibilità del progetto industriale.

Il legislatore riconosce così che la continuità aziendale può costituire una forma di compensazione non monetaria del sacrificio imposto ai creditori, purché generi benefici sistemici in termini di valore sociale e produttivo. La nozione di valore si amplia dunque oltre la dimensione contabile, includendo fattori come il capitale umano, la reputazione, il know-how e la capacità di innovazione⁵⁵.

Operativamente, il concordato in continuità si articola in due modelli distinti:

⁵⁴ Tiscini, R. (2020), Op. cit.

⁵⁵ Caramiello, C. (1968), Op. cit.

- continuità diretta, quando l'impresa prosegue la gestione con il medesimo soggetto giuridico, eventualmente attraverso interventi di ristrutturazione interna o ridimensionamento operativo;
- continuità indiretta, quando l'attività viene trasferita a un terzo, ma permane la funzionalità economica e produttiva dell'impresa, spesso mediante cessione, affitto o conferimento del ramo aziendale.

La giurisprudenza recente ha contribuito a consolidare la portata applicativa di questo istituto. Il Tribunale di Milano, con sentenza del 12 gennaio 2023, ha riconosciuto la legittimità di un piano in continuità indiretta anche in assenza di garanzie patrimoniali per i creditori chirografari, ritenendo prevalente la coerenza industriale e la sostenibilità economico-finanziaria del piano. Il Tribunale di Napoli, con sentenza n. 39/2024, ha ulteriormente affermato che la prosecuzione dell'attività può giustificare l'omologazione anche in presenza di dissenso, purché il piano rispetti l'ordine delle prelazioni e garantisca trasparenza e verificabilità delle assunzioni prospettiche⁵⁶.

Sul piano dottrinale, D'Attorre ha messo in evidenza che la continuità non può ridursi a un'etichetta formale, ma deve poggiare su basi sostanziali verificabili, in particolare sulla fattibilità industriale e finanziaria del piano⁵⁷. L'attestatore assume pertanto un ruolo decisivo nel validare la credibilità del progetto, agendo come filtro tecnico a tutela del ceto creditorio.

L'analisi empirica che verrà sviluppata nel Capitolo 5 consentirà di verificare se la continuità aziendale produca effettivamente rigenerazione di valore e quale sia la sua capacità di "ripagare" il sacrificio economico imposto ai creditori. Già sul piano teorico, tuttavia, il concordato in continuità si configura come il principale strumento attraverso cui il diritto concorsuale italiano traduce in pratica i principi europei di *rescue culture* e *value preservation*. Esso rappresenta, in ultima analisi, il passaggio da un diritto della crisi fondato sulla cessazione a un diritto fondato

⁵⁶ Tribunale di Milano, 12 gennaio 2023; Tribunale di Napoli, sent. n. 39/2024, 22 febbraio 2024.

⁵⁷ D'Attorre, G. (2023), *Classi interessate e classi maltrattate nella ristrutturazione trasversale*, in *Diritto della crisi*.

sulla sopravvivenza economica dell'impresa, coerente con gli obiettivi di sostenibilità e di interesse collettivo del nuovo Codice della Crisi⁵⁸.

3.4. Il classamento dei creditori: presupposto tecnico e strumento di equità procedurale

Nel concordato preventivo in continuità aziendale, la formazione delle classi di creditori costituisce un passaggio centrale sia sotto il profilo tecnico, sia quale garanzia di legittimazione sostanziale del piano. L'art. 85, comma 3, CCII stabilisce che il piano *“può suddividere i creditori in classi secondo posizione giuridica e interessi economici omogenei”*, introducendo un criterio di classificazione fondato non solo sulla natura del credito, ma anche sul ruolo economico e funzionale dei soggetti coinvolti.

Sebbene la norma qualifichi tale facoltà come eventuale, il classamento assume carattere obbligatorio quando il debitore intende avvalersi del meccanismo di *cram-down interclasse* previsto dall'art. 112, comma 2, lett. b), CCII. In questo caso, la suddivisione in classi diventa condizione necessaria per consentire l'omologazione forzata del piano anche nel dissenso di una o più categorie di creditori.

La logica economico-giuridica di tale impostazione è chiara: solo una suddivisione razionale e trasparente consente di rappresentare correttamente la pluralità degli interessi in gioco, garantendo che la decisione collettiva rifletta un equilibrio tra le diverse posizioni e non sia il risultato di mere aggregazioni formali. In questo senso, il classamento diviene strumento di equità procedurale, oltre che di efficienza economica.

La Direttiva (UE) 2019/1023, all'art. 9, paragrafo 4, ha sancito l'obbligo di suddividere i creditori in classi distinte, in base alla *“sufficiente omogeneità degli interessi economici”* dei membri, introducendo un principio mutuato dai sistemi di *common law* che rafforza la legittimazione democratica del voto. La disciplina europea, poi recepita nel Codice, mira a evitare fenomeni di manipolazione e a

⁵⁸ Lamanna, F. (2023), Il classamento nel concordato con continuità, in Diritto della crisi.

garantire che il piano sia valutato da soggetti effettivamente comparabili per posizione e rischio.

Dottrina e giurisprudenza convergono nell'individuare due criteri fondamentali per la corretta formazione delle classi:

- 1) Omogeneità intra-classe, per assicurare coerenza di interessi e parità di trattamento tra i membri di una stessa categoria;
- 2) Disomogeneità inter-classe, per evitare aggregazioni artificiose e distorsioni del processo deliberativo.

Come osserva D'Attorre, il classamento deve riflettere differenze sostanziali e non meramente strumentali, poiché da esso dipende la trasparenza della votazione e la stessa legittimità del piano⁵⁹. Una segmentazione opportunistica può infatti compromettere l'intero equilibrio procedurale, dando luogo a contestazioni e impugnazioni in sede di omologazione.

A garanzia della correttezza del processo, l'art. 47, comma 2, lett. c), CCII impone che il piano indichi "i criteri utilizzati per la formazione delle classi e la motivazione dell'inserimento dei creditori nelle stesse", mentre l'art. 105 CCII attribuisce al commissario giudiziale un obbligo di vigilanza specifica, in funzione di controllo sull'equità distributiva e sulla coerenza industriale del piano.

Come ha evidenziato Lamanna, il classamento non è una mera tecnica contabile di distribuzione del valore, ma un presupposto logico-funzionale che legittima l'eventuale compressione dei diritti delle classi dissenzienti nel meccanismo del *cross-class cram-down*. Solo un'aggregazione fondata su criteri oggettivi e verificabili può consentire al giudice di esercitare un controllo effettivo sulla proporzionalità del trattamento⁶⁰.

La giurisprudenza recente conferma tale orientamento. Il Tribunale di Milano, con la sentenza del 12 gennaio 2023, ha sottolineato che "l'aggregazione in classi deve

⁵⁹ D'Attorre, G. (2023), Op. cit.

⁶⁰ Lamanna, F. (2023), Op. cit.

rispondere a logiche industriali e non a esigenze tattiche del debitore”, e che spetta al tribunale verificare, anche d’ufficio, la ragionevolezza dei criteri adottati⁶¹.

Nello stesso solco si colloca la riflessione di Rossi, secondo cui il controllo giudiziale sul classamento non può essere meramente formale, ma deve estendersi alla coerenza economico-funzionale del piano, al fine di garantire che l’esito della votazione rifletta effettivamente un bilanciamento equo tra interessi divergenti⁶².

In sintesi, la formazione delle classi nel concordato in continuità costituisce un elemento di legittimazione sostanziale dell’intera procedura. Essa rappresenta il punto d’incontro tra tecnica economica e garanzia processuale, assicurando che il voto dei creditori non sia solo formalmente corretto, ma anche sostanzialmente rappresentativo degli interessi economici in gioco. In tal modo, il classamento diventa strumento di equilibrio tra la discrezionalità del debitore e la tutela collettiva dei creditori, nonché fondamento tecnico-giuridico del nuovo diritto concorsuale orientato alla continuità e alla trasparenza.

3.5. Il *cross-class cram-down*: riequilibrio tra classi e funzione del tribunale

L’introduzione del meccanismo di *cross-class cram-down* nel concordato preventivo in continuità aziendale rappresenta una delle innovazioni più rilevanti del *Codice della Crisi d’Impresa e dell’Insolvenza (CCII)*, in attuazione dei principi stabiliti dalla Direttiva (UE) 2019/1023. Esso consente al tribunale di omologare il piano di ristrutturazione anche in presenza del dissenso di una o più classi di creditori, purché siano rispettati determinati criteri di equità e proporzionalità. Tale strumento segna il superamento del principio tradizionale del consenso maggioritario e l’affermazione di una logica di riequilibrio sistemico, nella quale prevale l’interesse collettivo dei creditori rispetto alle opposizioni di minoranze potenzialmente ostruzionistiche.

Il meccanismo è ispirato a modelli di matrice anglosassone, in particolare al *Chapter 11* del *U.S. Bankruptcy Code*, dove il *cram-down* rappresenta uno strumento essenziale per garantire l’efficienza e la tempestività delle

⁶¹ Tribunale di Milano, 12 gennaio 2023 in Il Fallimentarista.

⁶² Rossi, A. (2022), Le classi nel concordato: tra diritto sostanziale e strategia negoziale, in Diritto della crisi.

ristrutturazioni. In Italia, esso trova applicazione subordinata al rispetto di alcune condizioni sostanziali:

- 1) che almeno una classe di creditori “*in the money*” abbia espresso voto favorevole;
- 2) che il piano rispetti l’ordine delle prelazioni e assicuri ai creditori dissenzienti un trattamento non deteriore rispetto alla liquidazione giudiziale;
- 3) che la distribuzione del valore tra le classi sia coerente con criteri di equità e proporzionalità.

Come osserva Giacomo D’Attorre, il *cross-class cram-down* realizza un vero e proprio “principio di minoranza”, destinato a prevalere sul tradizionale principio di maggioranza, nei casi in cui la maggioranza si traduca in un blocco irrazionale o strumentale del processo di risanamento. In questa prospettiva, il tribunale assume la funzione di arbitro dell’equilibrio complessivo, chiamato a valutare non solo la regolarità formale del voto, ma anche la razionalità economica e la sostenibilità del piano nel suo insieme⁶³.

L’innovazione normativa modifica profondamente la dinamica dei rapporti tra debitore e creditori, riequilibrando le posizioni in sede di votazione e rafforzando la capacità del sistema di evitare blocchi procedurali dovuti a interessi parziali. L’omologazione forzata diviene così non un’eccezione, ma una garanzia funzionale: uno strumento di razionalità sistemica, volto a tutelare la fattibilità economica del piano e l’interesse complessivo del ceto creditorio.

La giurisprudenza ha iniziato ad applicare questo istituto delineandone i primi confini operativi. La sentenza n. 39/2024 del Tribunale di Napoli (pubblicata il 22 febbraio 2024) ha rappresentato una delle prime applicazioni concrete del *cross-class cram-down*, confermando la possibilità di omologare un piano nonostante il dissenso di una classe di creditori, purché fossero rispettati i requisiti di legge. Il Tribunale ha sottolineato che il mero dissenso formale non è sufficiente a impedire

⁶³ D’Attorre, G. (2023), Dal principio di maggioranza al principio di minoranza, in *Il Fallimento*, n. 3/2023.

l'omologazione, qualora il trattamento riservato risulti equo e conforme al principio del *best interest of creditors*.

Tale principio si fonda sulla comparazione tra il valore attribuibile ai creditori nel piano e quello che riceverebbero in caso di liquidazione. Proprio la determinazione del valore di liquidazione rappresenta uno degli aspetti più delicati e controversi dell'intero meccanismo. Come evidenzia Alessandro Turchi, le prime pronunce di merito mostrano approcci non sempre uniformi nel calcolo di tale valore, soprattutto nei casi in cui gli attivi aziendali siano difficilmente stimabili o la continuità economica influisca sulla loro valorizzazione⁶⁴.

Il ruolo del giudice risulta, in questa fase, determinante. Secondo l'analisi di Osborne Clarke, l'autorità giudiziaria è chiamata non a un controllo meramente formale, ma a una valutazione sostanziale della coerenza economica del piano, della sostenibilità delle proiezioni finanziarie e dell'equilibrio tra le classi. Tale verifica deve fondarsi su criteri oggettivi e documentati, in grado di assicurare che l'omologazione risponda a un principio di razionalità economica e non a logiche di mera convenienza procedurale⁶⁵.

Anche la dottrina più recente ha sottolineato il valore sistemico dell'istituto. Secondo IUS, la ristrutturazione trasversale tende a privilegiare l'interesse dei creditori nel loro complesso rispetto a quello individuale, realizzando una visione "collettiva" della tutela concorsuale. In questa prospettiva, il *cram-down* rappresenta una traduzione giuridica del principio di efficienza allocativa, capace di coniugare continuità aziendale, tutela dell'occupazione e giustizia distributiva⁶⁶.

Il *cross-class cram-down* assume dunque una duplice funzione: tecnica, in quanto meccanismo procedurale di superamento del dissenso, e sostanziale, in quanto strumento di riequilibrio tra le posizioni creditorie e di salvaguardia del valore

⁶⁴ Turchi, A., Il valore di liquidazione alla luce delle prime pronunce di merito, in *Diritto della crisi*, 2024.

⁶⁵ Osborne Clarke (2024), Il cross-class cram-down, ossia l'omologazione del concordato preventivo in continuità nel dissenso dei creditori: una prima applicazione giurisprudenziale, in Osborne Clarke – Insights (Restructuring & Insolvency).

⁶⁶ IUS – Diritto della crisi d'impresa (2024), La tutela del credito e l'interesse dei creditori nella ristrutturazione trasversale del concordato in continuità, in IUS – Diritto della crisi d'impresa (Giuffrè Francis Lefebvre).

complessivo. La sua efficacia dipenderà, in ultima analisi, dalla capacità del tribunale e degli attestatori di garantire un controllo approfondito sulla fattibilità economica del piano e sulla congruità del valore di liquidazione.

Nel nuovo diritto concorsuale italiano, questo istituto rappresenta la concretizzazione della *rescue culture* europea: un diritto della crisi non più fondato sul consenso aritmetico, ma sulla razionalità economico-sistemica. In tal senso, il *cross-class cram-down* diventa l'emblema della trasformazione del diritto concorsuale in un diritto del risanamento e della rigenerazione del valore, nel quale l'impresa non è più il problema, ma parte della soluzione.

3.6. Gli strumenti alternativi: accordi e piani attestati, l'allerta e la composizione negoziata

Parallelamente al rafforzamento del concordato preventivo in continuità aziendale, il legislatore italiano ha introdotto e consolidato una serie di strumenti alternativi volti a favorire una gestione tempestiva e negoziale della crisi d'impresa, riducendo l'intervento giudiziale e promuovendo la conservazione del valore aziendale. Tali strumenti – i piani attestati di risanamento, gli accordi di ristrutturazione dei debiti e la composizione negoziata della crisi – riflettono la volontà di costruire un sistema a intensità modulare, nel quale la risposta giuridica varia in funzione del grado di difficoltà dell'impresa, del consenso dei creditori e della reversibilità della crisi.

I piani attestati di risanamento, disciplinati dall'art. 56 CCII, rappresentano la forma più flessibile e riservata di intervento. Si tratta di strumenti integralmente negoziali, non soggetti a omologazione giudiziale, che consentono all'imprenditore di riequilibrare la propria posizione economico-finanziaria mediante un insieme coordinato di misure industriali, patrimoniali e finanziarie. La loro efficacia dipende dall'attestazione di un professionista indipendente, incaricato di verificare la veridicità dei dati aziendali e la sostenibilità economica del piano. L'assenza di pubblicità e la natura privatistica rendono questi strumenti particolarmente adatti a situazioni di crisi reversibile, in cui l'impresa conserva la fiducia dei propri interlocutori commerciali. Inoltre, gli atti compiuti in esecuzione del piano possono beneficiare dell'esenzione dalla revocatoria fallimentare e la nuova finanza erogata

può essere riconosciuta in prededuzione, ai sensi dell'art. 99 CCII, favorendo così l'immissione di liquidità in un contesto di risanamento ancora informale.

Su un piano intermedio tra la negoziazione privata e la procedura concorsuale si collocano gli accordi di ristrutturazione dei debiti, disciplinati dagli artt. 57 e seguenti CCII. Essi presuppongono il consenso qualificato del 60% dei creditori e l'omologazione giudiziale, che ne estende gli effetti anche ai non aderenti. La loro funzione è quella di stabilizzare accordi già raggiunti, garantendo al debitore protezione da azioni esecutive e una cornice di certezza giuridica. In attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023, il Codice della crisi ha introdotto varianti che ne accrescono la flessibilità, come gli accordi agevolati, che riducono la soglia di adesione al 30% a condizione che i creditori non aderenti siano soddisfatti integralmente e tempestivamente, e gli accordi ad efficacia estesa, che vincolano anche i creditori non aderenti appartenenti alla stessa categoria omogenea, purché il 75% di quella categoria abbia espresso consenso. Queste innovazioni avvicinano gli accordi di ristrutturazione alla logica del *cram-down*, pur mantenendo la loro natura negoziale e privatistica, e rafforzano la capacità del sistema di favorire soluzioni concordate e tempestive.

L'ultimo e più innovativo strumento di prevenzione è rappresentato dalla composizione negoziata della crisi, introdotta con il D.L. 118/2021 e poi recepita nel CCII. Essa si fonda su un approccio fiduciario e collaborativo e consente all'imprenditore di attivare volontariamente una procedura assistita da un esperto indipendente, incaricato di facilitare il dialogo con i creditori e individuare soluzioni di risanamento condivise. La composizione negoziata si configura come uno strumento di *early intervention*, coerente con la logica della Direttiva (UE) 2019/1023, poiché permette di affrontare la crisi sin dai primi segnali di squilibrio economico, beneficiando di misure protettive temporanee e di un quadro giuridico che incentiva la negoziazione. L'esperto, privo di poteri sostitutivi, svolge una funzione di mediazione tecnica e morale, garantendo la trasparenza informativa e la coerenza economico-finanziaria delle proposte. A differenza delle procedure concorsuali tradizionali, la composizione negoziata non comporta la perdita della gestione, ma promuove la cooperazione e la costruzione di soluzioni personalizzate, idonee a prevenire la degenerazione dell'insolvenza.

Nel loro insieme, questi strumenti configurano un ecosistema giuridico fondato sulla tempestività dell'intervento, sulla responsabilità dell'imprenditore e sulla valorizzazione del dialogo con i creditori. Il sistema si articola lungo un *continuum* di intensità: dal piano attestato, interamente privatistico, agli accordi di ristrutturazione, caratterizzati da un controllo giudiziale limitato, fino alla composizione negoziata, che rappresenta la frontiera dell'intervento precoce e partecipativo. Questa architettura riflette una trasformazione culturale profonda del diritto concorsuale italiano, che da diritto della sanzione evolve in diritto della prevenzione e del risanamento, in linea con la *rescue culture* europea. La nuova prospettiva mira non solo a preservare la continuità aziendale e ridurre il costo sociale dell'insolvenza, ma anche a rafforzare la fiducia nel sistema economico, restituendo all'impresa in crisi il ruolo di protagonista attivo della propria rigenerazione.

3.7. L'Italia nel confronto europeo e internazionale: elementi di convergenza e resistenze

L'evoluzione del diritto italiano della crisi d'impresa si colloca all'interno di un più ampio processo di avvicinamento ai modelli europei e internazionali, in cui la logica della liquidazione è progressivamente sostituita da quella del risanamento e della continuità aziendale. L'adozione del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), con il recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023 tramite il D.lgs. 83/2022, segna un punto di svolta: l'ordinamento italiano si allinea ai principi della *rescue culture* europea, introducendo strumenti di ristrutturazione preventiva, la possibilità di omologazione forzata del piano (*cross-class cram-down*), la protezione della nuova finanza e sistemi di *early warning* destinati a individuare precocemente gli squilibri finanziari⁶⁷.

Questa trasformazione testimonia il superamento definitivo del paradigma punitivo e liquidatorio della legge fallimentare del 1942, proiettando il diritto concorsuale italiano verso un modello che riconosce la funzione economico-sociale dell'impresa e la necessità di preservarne la capacità produttiva anche nei momenti di crisi. Tuttavia, la convergenza normativa non si è ancora tradotta in una piena

⁶⁷ Eidenmüller, H. (2017), op. cit.

convergenza funzionale. Persistono infatti resistenze strutturali che rallentano l'effettiva assimilazione del modello europeo, tra cui l'elevato grado di giudizializzazione delle procedure, la frammentazione delle prassi applicative e la debolezza del mercato dei capitali nel sostenere la nuova finanza prededucibile⁶⁸.

Nel confronto con i principali ordinamenti, emerge con chiarezza il differente equilibrio tra diritto e mercato. Il modello statunitense del *Chapter 11* si fonda su un'unica procedura standardizzata, che attribuisce al debitore un ruolo centrale (*debtor in possession*) e riconosce ampi poteri gestionali sotto la supervisione non invasiva del giudice. La ristrutturazione è concepita come un processo economico e contrattuale, fortemente orientato al risultato e sostenuto da un mercato secondario del credito efficiente e liquido⁶⁹. In Europa, invece, la Direttiva 2019/1023 ha promosso un modello pluralistico, basato su principi comuni ma declinati in modo diverso nei singoli ordinamenti.

Tra i Paesi che hanno recepito in modo più avanzato la Direttiva si distinguono i Paesi Bassi, con la WHOA (*Wet Homologatie Onderhands Akkoord*), e la Germania, con la StaRUG (*Unternehmensstabilisierungs- und -restrukturierungsgesetz*). Entrambi gli ordinamenti si ispirano a una logica di autonomia negoziale e di limitata ingerenza giudiziale, valorizzando la tempestività delle procedure e la prevedibilità per gli investitori. La Francia, invece, ha rafforzato il proprio sistema delle *procédures amiables* e della *sauvegarde accélérée*, mantenendo una maggiore impronta pubblicistica e un ruolo accentuato dell'autorità giudiziaria^{70,71}.

L'Italia si colloca in una posizione intermedia: da un lato, ha recepito con rigore i principi europei, introducendo un ventaglio di strumenti di prevenzione e ristrutturazione comparabile a quello dei Paesi più avanzati; dall'altro, resta legata a una cultura giuridica fortemente formalistica e a un sistema giudiziario ancora caratterizzato da tempi lunghi e da un approccio che dà ampio spazio al contenzioso.

⁶⁸ Madaus, S. (2020), Rescue Plans in European Preventive Restructuring Frameworks, in *European Company and Financial Law Review*.

⁶⁹ Van Zwieten, K. (2015), Bankruptcy Law Reform in the UK and Europe: Value, Procedures and Institutions, in *Journal of Corporate Law Studies*.

⁷⁰ Garrido, J., Op. cit.

⁷¹ European Law Institute (2022), Op. cit.

Questa tensione tra innovazione normativa e inerzia applicativa rappresenta una delle sfide centrali per la piena efficacia del Codice della Crisi.

Negli ultimi anni, tuttavia, si registrano segnali concreti di evoluzione. Con il D.L. 13/2023, ad esempio, è stata estesa la possibilità di transazione fiscale e contributiva anche alle procedure di composizione negoziata della crisi, fino ad allora limitata al concordato preventivo e agli accordi di ristrutturazione dei debiti. Allo stesso tempo, sono state semplificate le misure protettive e rafforzato il ruolo dell'esperto indipendente, che diventa figura chiave nel garantire l'equilibrio tra le esigenze dei creditori e la sostenibilità del piano. Queste innovazioni contribuiscono ad allineare il sistema italiano alle migliori prassi europee in materia di *stay orders* e gestione collaborativa della crisi.

Si assiste inoltre a un'evoluzione nella giurisprudenza di merito, che tende a privilegiare un'interpretazione sostanziale e funzionale delle disposizioni del Codice. I tribunali più specializzati, come quelli di Milano, Roma e Napoli, mostrano crescente attenzione alla coerenza industriale e alla fattibilità economica dei piani, piuttosto che a meri aspetti formali. Tale orientamento riflette una progressiva assimilazione del principio del *best interest of creditors*, mutuato dal diritto statunitense, quale parametro di legittimità economica del piano e non solo di correttezza giuridica.

L'Italia dispone dunque di un impianto normativo avanzato e coerente con gli standard europei, ma la sua piena attuazione richiede una trasformazione culturale che coinvolga imprenditori, professionisti, magistrati e creditori. La costruzione di una vera "cultura del risanamento" dipende dalla capacità del sistema di favorire fiducia reciproca, trasparenza informativa e rapidità decisionale. In questa prospettiva, il Codice della Crisi può rappresentare un laboratorio di sperimentazione per l'intero contesto europeo, purché la sua applicazione riesca a coniugare l'efficienza economica con la tutela del valore sociale dell'impresa.

In definitiva, il diritto italiano della crisi si colloca oggi in una fase di maturazione intermedia tra armonizzazione normativa e convergenza sostanziale. L'obiettivo non è la costruzione di un modello unico europeo, ma di un ecosistema armonizzato fondato su principi comuni – prevenzione, continuità, responsabilità e sostenibilità

– declinati secondo le specificità nazionali. La sfida dei prossimi anni sarà consolidare questa convergenza funzionale, trasformando il diritto della crisi da disciplina emergenziale a strumento strutturale di stabilità economica e coesione sociale nel mercato unico europeo ^{72,73}.

⁷² Madaus, S. (2020), op. cit.

⁷³ European Parliament (2021), Harmonising Insolvency Law in the EU: New Thoughts on Old Ideas in the Wake of the Covid-19 Pandemic, Brussels.

CAPITOLO 4 – Il modello statunitense: il *Chapter 11*

Il Capitolo 4 analizza il sistema statunitense di regolazione della crisi d'impresa, fondato sul *Bankruptcy Code* e, in particolare, sul *Chapter 11*. Questo modello rappresenta uno degli esempi più avanzati di diritto concorsuale orientato alla continuità aziendale, caratterizzato da una spiccata flessibilità procedurale. In netto contrasto con le tradizioni di civil law, il sistema americano pone al centro la conservazione del valore economico e sociale dell'impresa, riconoscendo al debitore un ruolo attivo nella gestione della crisi attraverso il principio del *debtor-in-possession* (DIP).

L'approccio statunitense si fonda su una logica non punitiva ma incentivante, nella quale la crisi è considerata una fase fisiologica dell'attività economica e, al tempo stesso, un'opportunità di ristrutturazione e rilancio. Il diritto fallimentare non è concepito come strumento di espulsione dell'imprenditore dal mercato, bensì come meccanismo di coordinamento efficiente tra i diversi interessi in gioco – debitori, creditori e sistema economico – secondo una logica di *value preservation*.

Dopo aver ripercorso le origini costituzionali e legislative del sistema federale statunitense, il capitolo esamina la struttura e i principali istituti del Chapter 11: il *cram-down*, il principio del *best interest of creditors*, il ruolo del giudice, la centralità del piano di riorganizzazione e la disciplina del finanziamento della continuità (*DIP financing*). L'analisi si conclude con un confronto tra il modello statunitense e quello europeo, evidenziando come la *rescue culture* americana abbia ispirato molti degli sviluppi normativi introdotti dalla Direttiva (UE) 2019/1023 e recepiti, in Italia, dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza.

4.1. Origini storiche e logica del sistema statunitense

Il diritto fallimentare statunitense trova il suo fondamento nella *U.S. Constitution*, che all'articolo I, sezione otto, attribuisce al Congresso il potere di emanare “*uniform laws on the subject of bankruptcies throughout the United States*” [U.S. Constitution, art. I, § 8]. Tale disposizione costituisce la base giuridica per una disciplina federale unitaria in materia di insolvenza, volta a garantire uniformità applicativa su tutto il territorio nazionale.

Dopo alcune esperienze legislative di breve durata nel XIX secolo, la prima codificazione organica risale al Bankruptcy Act of 1898, che introdusse un sistema strutturato ma ancora prevalentemente liquidatorio⁷⁴. Il vero punto di svolta giunge con il Bankruptcy Reform Act of 1978 (Pub. L. No. 95-598), che istituì l'attuale *Bankruptcy Code* e codificò, al suo interno, il Chapter 11, destinato alla riorganizzazione e al risanamento dell'impresa.

Il *Chapter 11* rappresenta la sintesi della filosofia concorsuale americana, fondata su tre principi cardine: (i) la fiducia nel debitore come motore della ripresa (*debtor-in-possession*), (ii) la flessibilità negoziale del processo di ristrutturazione e (iii) la conservazione del valore complessivo dell'impresa (*going concern value*). In base a questa logica, l'imprenditore conserva la gestione operativa dell'attività durante la procedura, sotto la supervisione del giudice fallimentare⁷⁵. Tale configurazione si fonda su un rapporto fiduciario tra debitore e sistema giudiziario, in cui l'intervento del tribunale è limitato alla verifica di legalità e di equità del processo, piuttosto che alla gestione diretta dell'impresa.

La cultura che ispira il *Chapter 11* si discosta radicalmente dalla visione tradizionale del fallimento come colpa morale. L'insolvenza viene concepita come un evento fisiologico dell'attività economica e come occasione per ristrutturare in modo efficiente i rapporti finanziari, ridistribuendo le perdite in modo razionale e tutelando la continuità produttiva. Secondo Thomas Jackson e Douglas Baird, la funzione del diritto fallimentare non è punire il debitore, ma coordinare i diritti concorrenti dei creditori in modo efficiente, massimizzando il valore collettivo residuo⁷⁶.

Questa impostazione di matrice funzionalista si traduce in una procedura elastica e adattabile, applicabile tanto alle grandi corporation quanto alle piccole e medie imprese. Il *Chapter 11* diviene così un modello operativo di politica economica,

⁷⁴ Jackson, T.H. (1986), Op. cit.

⁷⁵ Warren, E.; Westbrook, J.L. (2020), *The Law of Debtors and Creditors* (8th ed.), New York: Aspen Publishers.

⁷⁶ Baird, D.G. (2020), *Elements of Bankruptcy* (7th ed.), New York: Foundation Press.

volto non solo alla ristrutturazione finanziaria ma anche alla salvaguardia dell'occupazione, del tessuto industriale e del valore sociale dell'impresa⁷⁷.

Non sorprende che tale paradigma abbia esercitato una profonda influenza sui processi di armonizzazione normativa in ambito europeo, in particolare sulla Direttiva (UE) 2019/1023, che recepisce molti dei principi ispiratori del diritto fallimentare statunitense, adattandoli alle specificità degli ordinamenti di civil law⁷⁸.

4.2. Il Chapter 11: struttura e funzionamento

Il Chapter 11 del *Bankruptcy Code* rappresenta il nucleo centrale del diritto fallimentare statunitense orientato alla continuità aziendale. Esso consente alle imprese in difficoltà di ristrutturare la propria struttura finanziaria e operativa mantenendo, al contempo, la gestione dell'attività economica. L'elemento distintivo del sistema è la figura del *debtor-in-possession (DIP)*: il debitore, pur essendo formalmente sottoposto alla procedura concorsuale, continua a esercitare i poteri di amministrazione ordinaria, sotto la supervisione del tribunale fallimentare. Tale configurazione riflette la logica fiduciaria che permea il diritto statunitense, fondata sulla convinzione che la gestione diretta da parte dell'imprenditore sia più efficiente rispetto a un'immediata sostituzione con un curatore.

A tutela della parità informativa e dell'integrità del patrimonio aziendale, l'apertura della procedura determina automaticamente la sospensione di tutte le azioni esecutive individuali grazie al meccanismo dell'*automatic stay*, previsto dalla 11 U.S.C. § 362 del *Bankruptcy Code*. Questa misura, che sospende temporaneamente le iniziative dei creditori, crea uno "spazio negoziale protetto" in cui elaborare un piano di riorganizzazione e negoziare nuovi accordi finanziari senza subire pressioni esterne⁷⁹.

⁷⁷ Roe, M.J. (1994), *Bankruptcy and Debt: A Corporate Finance Perspective*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

⁷⁸ Van Zwieten, K. (2021), *Rescue of Business in Europe: A European Law Institute Instrument*, Oxford: Oxford University Press.

⁷⁹ Baird, D.G. (2020), *Op. cit.*

Il fulcro operativo della procedura è rappresentato dal piano di riorganizzazione, documento che definisce la strategia di risanamento dell'impresa, la ridefinizione dei debiti e la struttura futura della governance aziendale. Il piano può includere operazioni di conversione del debito in capitale, la cessione di rami d'azienda, la rinegoziazione di contratti, l'ingresso di nuovi investitori o la previsione di *exit financing*. I creditori vengono suddivisi in classi omogenee, sulla base della natura giuridica e dell'interesse economico dei rispettivi crediti, e ciascuna classe è chiamata a votare sull'approvazione del piano.

In presenza del dissenso di una o più classi, il *Bankruptcy Code* consente al giudice di procedere comunque all'omologazione del piano mediante il meccanismo del *cram-down*, disciplinato dalla 11 U.S.C. § 1129(b). Questo strumento rappresenta uno degli elementi di maggiore innovazione del diritto statunitense e si fonda su due principi cardine: il *best interest of creditors test* e il *fair and equitable treatment*.

Il *best interest test* impone che nessun creditore dissenziente riceva, nell'ambito della riorganizzazione, un trattamento economico peggiore di quello che otterrebbe in caso di liquidazione ai sensi del *Chapter 7*. Tale criterio costituisce una soglia di equità minima e, al tempo stesso, un parametro di razionalità economica del piano. La sua funzione è quella di garantire che la ristrutturazione sia non solo formalmente corretta, ma anche sostanzialmente efficiente, in quanto idonea a preservare o incrementare il valore complessivo dell'impresa rispetto allo scenario liquidatorio.

A sua volta, il principio del *fair and equitable treatment* impone che la distribuzione dei sacrifici tra le classi di creditori avvenga secondo criteri di proporzionalità e imparzialità. In particolare, la regola dell'*absolute priority rule* stabilisce che i soci non possano ricevere alcun valore residuo finché tutti i creditori dissenzienti di rango superiore non siano stati integralmente soddisfatti. Tale meccanismo garantisce una gerarchia distributiva coerente e impedisce trasferimenti di ricchezza in danno dei creditori⁸⁰.

⁸⁰ Jackson, T.H. (1986), Op. cit.

L'interazione tra *best interest test* e *cram-down* rivela la profonda razionalità economica del *Chapter 11*: il giudice non valuta l'opportunità del piano, ma la sua efficienza allocativa, assicurandosi che nessuna classe dissenziente sia penalizzata rispetto all'alternativa della liquidazione. In questo senso, il *cram-down* non è un meccanismo autoritativo, bensì uno strumento di efficienza sistemica volto a superare comportamenti opportunistici di minoranze strategiche e a massimizzare il valore complessivo dell'impresa.

Questa logica è stata in larga parte recepita anche dal diritto europeo. La Direttiva (UE) 2019/1023, infatti, ha introdotto nell'ordinamento dell'Unione il principio del *best interest of creditors*, oggi codificato nell'art. 112 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII). L'omologazione del piano è consentita anche nel dissenso di una o più classi, purché siano rispettati i criteri di imparzialità e il *best interest test*. Tale parallelismo conferma la crescente convergenza funzionale tra il modello statunitense e quello europeo, entrambi orientati alla massimizzazione del valore d'impresa e alla sostenibilità complessiva del risanamento.

Un ulteriore elemento di flessibilità del *Chapter 11* è rappresentato dalla possibilità per il debitore di rinegoziare o sciogliere unilateralmente i contratti pendenti (*executory contracts*), ai sensi della 11 U.S.C. § 365 del *Bankruptcy Code*. Il debitore può scegliere se mantenere o risolvere tali rapporti, previa autorizzazione del giudice, al fine di liberarsi da obbligazioni non più funzionali alla continuità aziendale. Questa prerogativa, che si estende anche a contratti di leasing, licenze e locazioni commerciali, conferisce al *Chapter 11* un elevato grado di adattabilità e un forte potenziale di ristrutturazione industriale⁸¹.

Nel complesso, il *Chapter 11* si configura come un procedimento contrattualizzato e *market-oriented*, nel quale il giudice svolge una funzione di garanzia e supervisione, mentre il risanamento è affidato alla capacità negoziale del debitore e alla cooperazione delle classi di creditori. Tale impostazione riflette una concezione del diritto concorsuale come strumento di efficienza allocativa e di politica

⁸¹ LoPucki, L.M. (1983), "The Debtor in Full Control: Systems Failure under Chapter 11 of the Bankruptcy Code", *American Bankruptcy Law Journal*, 57: 99–126.

economica, orientato alla preservazione del valore, alla fiducia e alla responsabilizzazione degli attori del sistema.

4.3. Finanziamento della continuità e prededuzione

Uno degli aspetti più significativi del *Chapter 11* è la possibilità per l'impresa in procedura di accedere a nuova finanza destinata alla continuità aziendale, il cosiddetto *Debtor-in-Possession Financing (DIP financing)*. Si tratta di finanziamenti concessi a imprese che, pur operando sotto la protezione del tribunale, mantengono la gestione operativa e intendono proseguire l'attività durante la ristrutturazione. Questo strumento costituisce una delle colonne portanti della *rescue culture* americana, poiché consente di preservare la liquidità necessaria per la prosecuzione del business e, al tempo stesso, di incentivare i finanziatori privati ad assumere il rischio di sostenere imprese in difficoltà.

Per rendere appetibile tale forma di credito, il *Bankruptcy Code* prevede, alla sezione 364, un regime di tutele rafforzate per i nuovi finanziatori. In particolare, essi possono ottenere:

- la prededuzione integrale (*administrative expense priority*), che assicura la priorità di rimborso rispetto ai crediti chirografari;
- la possibilità di acquisire garanzie reali su beni non già gravati (*secured liens*);
- la concessione di clausole di *superpriority*, che attribuiscono un rango superiore persino rispetto ad altri crediti prededucibili;
- la possibilità di stipulare accordi di *roll-up*, che consolidano nuovi finanziamenti con esposizioni preesistenti, rendendo l'intero pacchetto prioritario⁸².

Queste prerogative riflettono un'impostazione *market-oriented*, nella quale il diritto concorsuale funge da cornice di legittimazione per operazioni di finanza straordinaria, riducendo il rischio di credito e favorendo l'afflusso di nuova liquidità in un momento cruciale del risanamento. Il *DIP financing* diviene così un volano di rilancio industriale: esso garantisce la continuità delle forniture, il pagamento dei

⁸² Baird, D.G. (2020), Op. cit.

salari e il mantenimento dei rapporti contrattuali strategici, preservando il *going concern value* dell'impresa.

La rilevanza di questo istituto ha influenzato profondamente il legislatore europeo. La Direttiva (UE) 2019/1023, all'art. 17, prevede infatti l'obbligo per gli Stati membri di garantire la protezione dei finanziamenti nuovi o interinali concessi durante una procedura di ristrutturazione, riconoscendone la funzione essenziale per la riuscita del piano. Tuttavia, la Direttiva si limita a dettare principi generali, lasciando ampi margini di discrezionalità ai singoli ordinamenti nazionali quanto al grado di tutela e alla priorità riconosciuta a tali crediti.

Nel contesto italiano, il corrispettivo del *DIP financing* è disciplinato dagli artt. 99 e 100 del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), che riconoscono la prededuzione ai finanziamenti concessi in funzione o in esecuzione di un piano di concordato preventivo, di accordo di ristrutturazione o di composizione negoziata. In particolare, l'art. 99 CCII stabilisce che i crediti derivanti da nuova finanza autorizzata dal tribunale siano soddisfatti con priorità rispetto agli altri, mentre l'art. 100 consente di concedere garanzie anche in deroga ai vincoli civilistici.

Pur rappresentando un passo decisivo verso la convergenza con il modello statunitense, la disciplina italiana si confronta con alcune criticità strutturali. In primo luogo, l'elevato grado di giudizializzazione rallenta l'accesso ai finanziamenti, riducendone l'efficacia tempestiva. In secondo luogo, il mercato dei capitali italiano – caratterizzato da una bassa propensione al rischio e da un sistema bancocentrico – limita la disponibilità di soggetti disposti a fornire nuova finanza in contesti concorsuali. Ne consegue che, nella prassi, la prededuzione rimane spesso un principio più teorico che operativo, difficilmente traducibile in concrete operazioni di rilancio.

Nel modello statunitense, al contrario, la logica economica della prededuzione è parte integrante della funzione allocativa del diritto concorsuale. Il *DIP financing* non rappresenta un'eccezione, ma un meccanismo fisiologico di riequilibrio: esso consente di mobilitare risorse private in funzione del valore di recupero, riducendo il rischio sistemico e tutelando gli interessi dei creditori nel lungo periodo. In questo

senso, la disciplina del finanziamento della continuità costituisce un punto di contatto privilegiato tra il *Chapter 11* e il Codice della Crisi, ma anche una delle aree in cui la convergenza tra i due sistemi resta ancora incompleta.

4.4. La cultura del *fresh start* e la funzione economico-sociale

Uno dei tratti più distintivi del diritto fallimentare statunitense è il principio del *fresh start*, che rappresenta la piena espressione della filosofia rigenerativa del *Chapter 11*. Tale principio, già presente nel Bankruptcy Act of 1898 e consolidato dal Bankruptcy Reform Act of 1978 (Pub. L. No. 95-598), riconosce al debitore “onesto, ma sfortunato” il diritto a una seconda opportunità economica e imprenditoriale. La crisi, in questa prospettiva, non è un fallimento morale, ma una fase fisiologica dell’attività economica, dalla quale è possibile ripartire attraverso un processo ordinato di ristrutturazione.

Il *fresh start* non si esaurisce in una mera cancellazione dei debiti, ma assume una valenza sistemica più ampia: garantire la continuità dell’impresa come istituzione economica e sociale, preservando l’occupazione, le competenze, la rete di fornitori e clienti, nonché la capacità innovativa e competitiva dell’organizzazione. Come osservano Elizabeth Warren e Jay Westbrook, la finalità del *Chapter 11* non è punire il debitore, ma massimizzare il valore collettivo dell’impresa e reintegrarla nel tessuto produttivo in condizioni di sostenibilità⁸³.

Questo approccio riflette una visione evolutiva del diritto concorsuale, in cui l’obiettivo non è la mera liquidazione dell’attivo, ma la rigenerazione del valore economico e sociale. In altri termini, il diritto della crisi diventa strumento di politica industriale e di coesione sociale: attraverso la conservazione del *going concern value*, si preservano non solo gli interessi patrimoniali dei creditori, ma anche le esternalità positive legate alla sopravvivenza dell’impresa, come l’occupazione e il valore attribuibile alle relazioni con il territorio e la filiera di appartenenza.

Il *fresh start* si fonda su un presupposto etico ed economico: la fiducia nel merito e nella responsabilità del debitore. Il sistema statunitense distingue tra l’imprenditore

⁸³ Warren, E.; Westbrook, J.L. (2020), Op. cit.

in buona fede, che merita una seconda possibilità, e il debitore fraudolento o negligente, che resta e deve restare soggetto a sanzioni. Questo criterio di *moral hazard control* rafforza la funzione premiale della trasparenza e incentiva comportamenti cooperativi durante la ristrutturazione.

Come osservano Rajan e Zingales, la capacità di un'economia di gestire l'insuccesso in modo efficiente è una condizione essenziale per la competitività sistemica. Le economie che puniscono il fallimento in modo eccessivo soffocano l'innovazione, mentre quelle che consentono il *fresh start* favoriscono la mobilità imprenditoriale e la riallocazione efficiente delle risorse⁸⁴. Il diritto fallimentare, in questa prospettiva, non è una disciplina difensiva, ma una leva dinamica di crescita, capace di convertire la crisi in un processo di apprendimento e rinnovamento.

Nel confronto con i sistemi europei, il *fresh start* rappresenta probabilmente l'elemento più difficile da trapiantare. Mentre il diritto statunitense concepisce il fallimento come evento reversibile e fisiologico, gli ordinamenti di *civil law* mantengono una più forte dimensione sanzionatoria e reputazionale. In Europa, l'imprenditore insolvente è spesso percepito come soggetto inaffidabile, e il riavvio dell'attività incontra barriere culturali, giuridiche e finanziarie.

La Direttiva (UE) 2019/1023 ha introdotto, agli articoli 20 e 21, principi di *second chance*, volti a ridurre la durata delle interdizioni e delle limitazioni per l'imprenditore insolvente. Tuttavia, la traduzione effettiva del *fresh start* europeo resta parziale: se il legislatore ha accolto la logica della prevenzione e della continuità, manca ancora una piena accettazione sociale e istituzionale del fallimento come momento fisiologico del ciclo d'impresa.

In definitiva, il *fresh start* statunitense costituisce non solo una regola giuridica, ma un paradigma culturale fondato sulla fiducia, sulla responsabilità e sulla rigenerazione del valore. È questa cultura, più che le singole tecnicità procedurali, ad aver reso il *Chapter 11* un modello di riferimento globale. La sua vera innovazione consiste nell'aver trasformato il diritto della crisi da strumento di

⁸⁴ Rajan, R.G.; Zingales, L. (2003), *Saving Capitalism from the Capitalists*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

repressione a diritto della speranza economica, capace di restituire al debitore la possibilità di contribuire nuovamente alla crescita collettiva.

4.5. Il *Chapter 11* come modello? Spunti per il diritto europeo

Il *Chapter 11* del *Bankruptcy Code* statunitense rappresenta oggi uno dei principali modelli di riferimento nel diritto comparato della crisi d'impresa. La sua forza non risiede soltanto nella sofisticazione tecnica degli strumenti che prevede, ma soprattutto nella cultura economico-giuridica che lo ispira: una cultura del risanamento, della fiducia e della responsabilità, che vede nella crisi non un fallimento morale, ma una fase transitoria da governare attraverso strumenti di efficienza e cooperazione.

A differenza dei modelli di *civil law*, storicamente improntati a una logica liquidatoria e giudizializzata, il *Chapter 11* si fonda su un approccio *market-oriented* e contrattuale, nel quale la ristrutturazione è un processo eminentemente negoziale. Il giudice non è l'attore principale del risanamento, ma un garante della regolarità procedurale e dell'equità distributiva. Il vero baricentro della procedura è il rapporto tra debitore e creditori, gestito all'interno di una cornice che premia la trasparenza e la razionalità economica.

Gli istituti chiave del sistema – l'*automatic stay*, il *cram-down*, il *DIP financing* e il *fresh start* – concorrono a costruire un ecosistema coerente, in cui la tutela del valore aziendale prevale sulla logica punitiva. Il diritto della crisi diventa così strumento di allocazione efficiente del rischio, in grado di favorire la rigenerazione delle imprese economicamente vitali e di consentire l'uscita ordinata di quelle non più sostenibili.

Negli ultimi anni, l'influenza del *Chapter 11* sul diritto europeo è divenuta sempre più evidente. La Direttiva (UE) 2019/1023 ha introdotto, con i *quadri di ristrutturazione preventiva*, istituti che richiamano esplicitamente i principi statunitensi: la protezione temporanea dalle azioni esecutive (*stay*), la possibilità di omologare il piano nonostante il dissenso (*cross-class cram-down*), la tutela della nuova finanza (*new and interim financing*) e la salvaguardia dell'imprenditore

onesto (*second chance*). Questi elementi rappresentano il tentativo più organico, nel contesto europeo, di tradurre il paradigma del *Chapter 11* in chiave armonizzata.

Tuttavia, il trapianto del modello americano incontra limiti strutturali e culturali. Il contesto europeo – e in particolare quello italiano – resta caratterizzato da una maggiore formalizzazione procedurale, da una minore disponibilità di capitale di rischio e da un più forte intervento giudiziale. Inoltre, la stigmatizzazione sociale del fallimento continua a rappresentare un ostacolo alla piena diffusione di una *rescue culture* comparabile a quella statunitense. In assenza di mercati finanziari profondi e dinamici, la logica del *DIP financing* fatica a radicarsi, e la flessibilità negoziale del *Chapter 11* si traduce in Europa in una complessità burocratica che ne attenua l'efficacia.

Come osserva Horst Eidenmüller⁸⁵, l'efficienza di un sistema di insolvenza non dipende solo dalle regole, ma dal contesto istituzionale che ne consente l'applicazione: tribunali specializzati, giudici formati su criteri economici, mercati finanziari liquidi e una cultura imprenditoriale orientata al rischio. In questa prospettiva, la semplice importazione di istituti del *Chapter 11* non è sufficiente; occorre invece una convergenza funzionale che adatti i principi di efficienza e di continuità ai contesti giuridici e culturali nazionali.

L'esperienza americana dimostra che un diritto della crisi efficace non si limita a redistribuire perdite, ma crea valore sistemico. La procedura concorsuale diventa così un luogo di mediazione istituzionale, in cui interessi contrapposti vengono ricomposti secondo logiche di convenienza economica e di sostenibilità collettiva. È in questa prospettiva che l'Europa, e in particolare l'Italia, possono trarre ispirazione dal *Chapter 11*: non come modello da replicare, ma come paradigma da reinterpretare.

Il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII), nel recepire la Direttiva (UE) 2019/1023, ha già compiuto passi significativi in questa direzione. Il riconoscimento della continuità aziendale come forma preferenziale di regolazione della crisi (art. 84 CCII), l'introduzione del *cross-class cram-down* (art. 112 CCII)

⁸⁵ Eidenmüller, H. (2017), Op. cit.

e la tutela della nuova finanza prededucibile (art. 99 CCII) riflettono un'evoluzione culturale che tende ad avvicinare il diritto italiano ai principi del *Chapter 11*. Tuttavia, perché tale convergenza diventi effettiva, è necessario ridurre la complessità procedurale, rafforzare il ruolo degli esperti indipendenti e promuovere un contesto di fiducia tra imprese, creditori e istituzioni finanziarie.

In conclusione, il *Chapter 11* non può essere importato come “modello universale”, ma può fungere da laboratorio concettuale per lo sviluppo di un diritto europeo della crisi capace di coniugare efficienza economica, giustizia distributiva e sostenibilità sociale. La vera lezione del sistema statunitense non è la superiorità tecnica delle sue norme, bensì la visione dinamica della crisi come momento di trasformazione e rigenerazione del valore. Un diritto della crisi maturo, in Italia come in Europa, dovrà quindi misurare la propria efficacia in base alla capacità di preservare il capitale produttivo.

CAPITOLO 5 – Analisi empirica sul concordato in continuità in Italia

Nota: Il presente capitolo riproduce, con minime modifiche di carattere redazionale, l'articolo “La performance del risanamento d'impresa con i concordati preventivi in continuità. Un'analisi empirica”, pubblicato negli Atti del Convegno SIDREA 2024. La versione qui riportata è integrata nella struttura complessiva della tesi, al fine di consentirne una lettura coordinata con i capitoli precedenti e successivi.

5.1. Introduzione

Sin dalla sua introduzione nel panorama delle soluzioni concorsuali alternative al fallimento (avvenuta ad opera del Decreto Legge 83/2012 che ha integrato la Legge Fallimentare con l'art. 186-bis), ed ancor di più dopo le modifiche normative apportate dal successivo Decreto Legge 83/2015, il concordato preventivo in continuità aziendale, da un lato, ha immediatamente riscosso un grande apprezzamento da parte della dottrina e, dall'altro, è risultato essere uno strumento cui numerosissime imprese hanno fatto ricorso.

Come noto, la principale peculiarità che differenzia il concordato preventivo in continuità aziendale rispetto a quello liquidatorio è rappresentata dalla prosecuzione dell'attività d'impresa in capo al medesimo imprenditore (c.d. “continuità diretta”), o alternativamente in capo ad altro soggetto (c.d. “continuità indiretta”). Prosecuzione dell'attività d'impresa che risulta favorita – oltre che per effetto di alcune particolari agevolazioni normative (tra tutte, la non applicabilità della soglia minima del 20% per il soddisfacimento dei creditori chirografari) – anche e soprattutto grazie al sacrificio che l'impresa stessa richiede ai propri creditori. Il sacrificio consiste principalmente nella parte dei crediti alla quale, per mezzo dell'espressione di un voto favorevole alla proposta concordataria, i creditori dell'impresa si dichiarano disponibili a rinunciare (c.d. stralcio) e che, per i singoli creditori, deve trovare nell'utilità ritraibile dalla prosecuzione dell'impresa un ritorno maggiore di quello ottenibile nello scenario liquidatorio.

A livello di sistema d'azienda e di ambiente economico, inoltre, la continuità assicura la prosecuzione della generazione di utilità economiche per gli stessi creditori concordatari, nell'ambito del rapporto contrattuale (di lavoro dipendente,

di consulenza, di fornitura di beni o servizi, etc.) con l'impresa, ma soprattutto per gli stakeholders in generale, a valere sul valore complessivo della produzione della stessa. Allo stato, tuttavia, in letteratura la performance economica dei concordati preventivi in continuità è oggetto di scarsa evidenza empirica sistematica. Un riferimento è il lavoro di Danovi et al. (2020)⁸⁶ che analizza soprattutto lo stato dell'impresa nei tre anni dopo l'omologazione ed alcuni parametri chiave di performance della stessa.

In base alle nostre conoscenze, non risulta tuttavia essere stato condotto uno studio finalizzato a misurare la performance dell'istituto del concordato preventivo in continuità aziendale, in termini di frequenza e variabili determinanti dei casi di successo, nonché del rapporto tra sacrificio sopportato dai creditori e valore generato nel tempo, post-omologa, dalla continuità dell'impresa per i suoi stakeholders, che esprime la principale dimensione del successo di un concordato a livello del sistema d'azienda e del suo ambiente.

Nell'ambito di tale contesto dottrinale e scientifico, lo studio si pone l'obiettivo di valutare l'effettiva utilità ed efficacia, per l'azienda, per i suoi stakeholders e shareholders per il sistema economico in generale, dello strumento del concordato preventivo in continuità.

Tematica che – sebbene esaminata nel presente articolo con riferimento alla previgente normativa fallimentare – risulta del tutto attuale anche alla luce dell'entrata in vigore del Codice della Crisi e dell'Insolvenza, che invero ha tra i principali driver quello della preservazione dell'impresa e della sua continuità.

Nello specifico, lo studio analizzerà la performance economica e finanziaria registrata dalle imprese successivamente all'ottenimento dell'omologazione della proposta, al fine di confrontare il valore generato dalla continuità per tutti gli stakeholders e shareholders con il sacrificio richiesto ai creditori nell'ambito della medesima procedura (c.d. stralcio).

⁸⁶ Danovi A, Donati I, Forestieri T, Orlando I, Zorzi A. (2020) "Business continuity in times of distress: debt restructuring agreements and compositions with creditors in Italy", in Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 574.

La finalità principale del presente progetto di ricerca è, quindi, quella di indagare se la rinuncia richiesta ai creditori dell'impresa venga poi equamente ripagata tramite l'utilità ed i risultati rivenienti dalla prosecuzione dell'attività aziendale da parte dell'impresa. Inoltre, l'analisi porrà a confronto la composizione soggettiva (per categoria di stakeholders) dei sacrifici iniziali e dei benefici successivi delle procedure di concordato.

Ciò, al fine di verificare quali siano gli effetti – tanto sotto il profilo (macro)economico quanto a livello sociale – della preferenza del legislatore verso il concordato preventivo, ed in generale le procedure concorsuali, in continuità aziendale.

5.2. La continuità aziendale nel concordato preventivo e la *value creation*

La procedura del concordato preventivo in continuità presuppone la prosecuzione delle attività operative dell'impresa. In tale contesto, è chiara la decisione presa dal management: concordare un sacrificio con i creditori per continuare l'attività operativa e generare valore sufficiente a ripagare i primi in base alle condizioni del contratto. In tale contesto, viene presa una decisione rispetto allo scenario alternativo della fase terminale dell'azienda, che sarebbe avvenuto in assenza di concrete prospettive in merito al raggiungimento dello scopo aziendale (CARAMIELLO, 1968⁸⁷), da identificarsi nel perdurare nell'ambiente economico da parte della stessa azienda (ZAPPA, 1956⁸⁸).

Nelle discipline economico-aziendali, lo studio della continuità aziendale non ha prodotto la formulazione di una definizione sistematica ed esplicita sebbene siano chiari ed evidenti alcune sue caratteristiche, quali primariamente: la combinazione sinergica delle variabili interne ed esterne, il focus sulla creazione di valore attraverso la pianificazione strategica, e l'attenzione al soddisfacimento degli attori sociali oltre agli obiettivi economici dell'impresa (MARCELLO ET AL., 2024⁸⁹).

Muovendo da tale considerazione, è nostro interesse analizzare il rapporto tra la continuità d'impresa e la sua sostenibilità per gli stakeholders e shareholders,

⁸⁷ Op. cit.

⁸⁸ Op. cit.

⁸⁹ Op. cit.

cercando di misurare il massimo sacrificio che gli attori economici, interni ed esterni all'organismo aziendale, siano disposti a sopportare. Infatti, attraverso la continuità, l'impresa assicura la generazione di ricavi e la copertura dei costi, cercando di garantire che il valore creato venga distribuito nel medio e lungo periodo tra tutti gli attori, interni ed esterni. In altri termini, possiamo derivarne che la continuità implica una serie di azioni a lungo termine a vantaggio non solo del capitale, ma di tutti gli stakeholder, compresi i creditori sociali.

Traslando tali considerazioni nello scenario della “crisi d'impresa”, non si tratta solo di tener conto dei tempi e dei costi associati a un processo di risanamento, ma anche di valutare lo sforzo economico e finanziario necessario per ripristinare le condizioni di continuità; considerando anche i benefici realizzati dall'impresa in continuità e la loro distribuzione tra i diversi portatori di interesse (LEUZZI, 2022⁹⁰).

Nel processo di valutazione della continuità aziendale, difatti è essenziale considerare i rischi di dispersione della ricchezza ancora presente nell'azienda, al fine di evitare lo sperpero di risorse vitali. Oltre al rischio aziendale, in un contesto distressed è fondamentale valutare le conseguenze che potrebbero derivare dalla continuazione dell'attività e gli effetti positivi o negativi che potrebbero manifestarsi (RICCIARDIELLO, 2021⁹¹).

Tali considerazioni sembrano essere alla base anche della recente riforma che ha decisamente modificato il sistema legislativo italiano in ambito concorsuale. L'evoluzione culturale dal vecchio codice fallimentare al nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza ha, infatti, segnato un passaggio fondamentale: da una prospettiva incentrata sulla liquidazione dell'impresa a una che considera la possibilità di ristrutturazione per mantenere e incrementare il valore generato. Questo nuovo approccio riconosce che un'impresa in difficoltà potrebbe, con la giusta riorganizzazione, continuare a contribuire economicamente e socialmente. In questo contesto, com'è intenzione corroborare con il nostro contributo empirico, il principio della continuità aziendale sembrerebbe assumere un nuovo significato,

⁹⁰ Op. cit.

⁹¹ Op. cit.

orientato non solo al soddisfacimento dei creditori ma anche alla creazione di valore per altri portatori di interesse.

L'osservazione si sposta quindi da una visione limitata in cui la continuità serve solo a coprire le obbligazioni dell'impresa nel breve termine, a una prospettiva che cerca costantemente i fattori critici di successo per l'accrescimento e la distribuzione del valore tra tutti i portatori d'interesse, esterni ed interni all'azienda (PACCHI, 2021⁹²). Questo nuovo approccio mira a superare la crisi e a creare valore a lungo termine, non considerando solo gli interessi dei creditori ma anche quelli della collettività. Difatti, nel processo di risanamento delle imprese in crisi, perpetuato anche tramite la procedura del concordato preventivo in continuità, la creazione di valore può essere valutata da due prospettive: interna, relativa al benessere dei soggetti coinvolti direttamente (shareholders), ed esterna, riguardante gli effetti sul contesto più ampio (stakeholders). Entrambe le prospettive possono coesistere se il piano industriale di risanamento tiene conto dei bisogni di questi ultimi (dipendenti, fornitori, clienti, ...) e dei primi (azionisti).

Ad ogni modo, è però dirimente sottolineare come gli interventi a sostegno della continuità aziendale e del superamento della crisi non dovrebbero limitarsi a iniziative immediate, ma dovrebbero mirare a una cura più completa e duratura che assicuri la sostenibilità economica, finanziaria e sociale dell'impresa nel tempo (MIO, 2021⁹³). In sostanza, sembrerebbe che anche l'intento del legislatore, sia a livello comunitario che nazionale, sia quello di limitare o prevenire lo stato di insolvenza del debitore, garantendo che anche in situazioni di difficoltà la sua gestione tenga conto dell'interesse comune.

In tutti i casi, la prospettiva della continuità aziendale influenza direttamente o indirettamente la redditività dell'impresa e, di conseguenza, il soddisfacimento dei creditori. In conclusione, la costruzione di un piano di concordato in continuità, che tenga in considerazione non solo gli interessi dei creditori, ma anche degli shareholders, può contribuire efficacemente al ripristino dell'equilibrio dell'impresa

⁹² Op. cit.

⁹³ MIO C. (2021), *L'azienda sostenibile*, Laterza, Bari.

e al raggiungimento degli obiettivi di continuità e value creation sia per gli azionisti che per tutta la filiera correlata all'azienda in concordato.

5.3. Metodo di ricerca

L'analisi condotta nello studio segue un processo a due step. Infatti, abbiamo dapprima proceduto al campionamento delle osservazioni societarie funzionali allo sviluppo delle analisi e, successivamente, stimato dei ratio in grado di esprimere il tempo (espresso in anni) in cui il sacrificio dei creditori (stralcio) viene ripagato mediante la creazione di valore dalle aziende, tenendo in considerazione i flussi reddituali generati dalle aziende durante il periodo del concordato in favore dei propri azionisti che di tutti i soggetti che con questa intrattengono rapporti economici durante l'esecuzione del concordato.

5.3.1. La selezione del campione e l'impostazione empirica

L'analisi condotta nello studio si basa sui dati relativi ai concordati preventivi in continuità presentati presso tutti i tribunali italiani nel periodo 2012-2018. Nonostante il loro ampio utilizzo (CARPINELLI ET AL., 2016⁹⁴), nella nostra analisi non consideriamo i concordati preventivi liquidatori, piani di risanamento e gli accordi puramente contrattuali. Nello specifico, il nostro panel mira ad analizzare un fenomeno presente solamente in parte dei concordati in continuità. Infatti, Danovi et al. (2018)⁹⁵ hanno dimostrato come quasi il 70% di tutti i concordati miri alla liquidazione dell'azienda, mentre il restante 30% si basi su piani di continuità aziendale. La procedura di campionamento delle osservazioni societarie utili allo sviluppo della presente analisi è stata realizzata attraverso l'utilizzo congiunto dei database "Fallco - Portale dei creditori" e "AIDA". In primo luogo, utilizzando il database di Fallco, è stato possibile identificare, su base nazionale, le società che hanno presentato istanza per l'accesso alla procedura di concordato preventivo nel periodo 2012-2018. L'operazione di campionamento è stata limitata alle sole osservazioni societarie che, nell'arco temporale considerato, hanno fatto ricorso alla procedura di concordato preventivo in continuità e ne hanno

⁹⁴ Carpinelli, L., Cascarino, G., Giacomelli, S., Vacca, V. (2016), "La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane", in Banca d'Italia Occasional papers, n. 311.

⁹⁵ Op. cit.

ottenuto l'omologazione. La scelta di tali criteri di selezione trova le seguenti motivazioni:

- i. il primo criterio, la selezione dei soli concordati in continuità, è una condizione necessaria rispetto agli obiettivi che l'analisi si propone di indagare;
- ii. la selezione del secondo criterio, relativo alla preferenza dell'intervallo temporale considerato, è da ricercarsi nella necessità di avere dati contabili disponibili per un intervallo temporale sufficientemente ampio al fine di valutare la performance delle osservazioni societarie negli anni successivi all'omologa del concordato, posto che alla data di redazione del presente elaborato gli ultimi dati contabili disponibili fanno riferimento ai bilanci depositati 2022. Includere nel campione anche società che hanno fatto ricorso al concordato preventivo in continuità successivamente al 2018 non avrebbe, infatti, potuto garantire di avere a disposizione sufficienti annualità e bilanci successivi all'omologa, necessari per valutare la performance della specifica proposta concordataria.

Dapprima si è pertanto proceduto a interrogare il database Fallco mediante la Query “Concordato con continuità aziendale omologato” con riferimento all'intervallo temporale oggetto di analisi. Nel periodo considerato, sono state così identificate n. 101 osservazioni societarie. Una volta identificato il panel di società che nell'intervallo considerato hanno presentato istanza per l'accesso alla procedura di concordato preventivo in continuità ottenendone l'omologa, per ciascuna osservazione è stato scaricato dal data provider AIDA il c.d. “Rapporto Società”, ossia il file contenente gli ultimi n. 10 bilanci disponibili antecedenti alla data dell'ultimo bilancio depositato.

Nell'operazione di campionamento, il panel di società per le quali è stato possibile scaricare i dati contabili si è ridotto a n. 78 osservazioni: il data provider di AIDA ha infatti escluso le osservazioni in regime contabile semplificato (Sas, Snc etc.). Attraverso l'interfaccia di AIDA “Bilancio ottico”, per ciascuna osservazione societaria, è stato altresì possibile consultare la nota integrativa e, ove presente, la relazione sulla gestione. Tale indagine è stata condotta al fine di rintracciare

informazioni puntuali circa la data di omologa del concordato preventivo nonché in merito alla quantificazione della sopravvenienza attiva derivante dall'omologazione del piano di concordato (c.d. stralcio).

Nell'ambito di tale indagine, sono state escluse dal panel delle società utili alla presente analisi n. 7 osservazioni che sono risultate non funzionali in quanto è stato riscontrato alternativamente che: (i) non vi sono bilanci disponibili dopo la data di omologa del concordato, rendendo impossibile la valutazione della performance, (ii) non è stato possibile identificare la data di omologa, pur mettendo a sistema le informazioni presenti in nota integrativa nei 3-4 anni successivi alla data di ammissione alla procedura risultante da Fallco e le informazioni rinvenibili da quest'ultimo o (iii) non sono risultati disponibili i c.d. "Bilanci ottici" disponibili sul data provider AIDA per procedere all'analisi della nota integrativa della società.

A tal proposito appare opportuno evidenziare che, al fine di non ridurre ulteriormente la numerosità del panel, per le osservazioni societarie per le quali non è stato possibile quantificare puntualmente la sopravvenienza attiva derivante dall'omologa del concordato dai documenti contabili (n. 16 su 71 osservazioni), questa è stata determinata tenuto conto di quanto mediamente emerso per le restanti osservazioni. Nello specifico, è stato utilizzato quale proxy il risultato del prodotto tra i) la media del rapporto

$$\frac{\text{Sopr. Att. Concordato}}{\text{Totale Debiti anno pre - omologa}}$$

riscontrato per le osservazioni per le quali è stato possibile dedurre puntualmente l'ammontare della sopravvenienza attiva da concordato (n. 55 su 71 osservazioni), e ii) il totale dei debiti risultanti dal bilancio dell'osservazione i-esima, per la quale non era disponibile l'informazione in merito alla quantificazione della sopravvenienza attiva da concordato, nell'anno pre-omologa del concordato preventivo. Di seguito sono riportate le statistiche descrittive della distribuzione utilizzata per stimare la sopravvenienza attiva da stralcio dove non registrata conformemente ai principi contabili da parte delle società osservate (la stima ha interessato n. 16 osservazioni su 71): ai fini della stima in oggetto, è stato utilizzato quale dato di riferimento il dato medio della distribuzione.

Tabella 5.3.1.1. – Statistica descrittiva. Distribuzione Sopravvenienza attiva da stralcio.

Statistic	Proxy Stralcio (%)
Nbr. of observations	55
1st Quartile	33,1%
Median	46,6%
3rd Quartile	57,8%
Mean	45,8%

Da ultimo, per ciascuna osservazione societaria, è stata effettuata un'ulteriore indagine mediante l'analisi delle note integrative e delle relazioni accompagnatorie al bilancio (ove presenti, i.e. Relazione sulla gestione, Relazione del Collegio Sindacale e Relazione del soggetto incaricato della revisione legale) al fine di qualificare la natura del percorso di risanamento individuato discriminando fra Concordati Preventivi Omologati in continuità Diretta (CPCo_D) e Concordati Preventivi Omologati in continuità Indiretta (CPCo_Ind). Tale analisi ha consentito di identificare n. 11 osservazioni il cui percorso di risanamento risultava funzione della mera liquidazione del patrimonio sociale (i.e. Concordati liquidatori). Tali osservazioni sono state escluse dal database di riferimento. Il database da noi costruito include informazioni su 60 concordati preventivi in continuità (diretta e indiretta). Nel framework sottostante (grafici e tabelle) sono riportate le principali caratteristiche del database e l'evoluzione intervenuta nel numero delle osservazioni di cui questo si compone rispetto alla procedura di campionamento sopra descritta.

Tabella 5.3.1.2: Composizione ed evoluzione del database rispetto alla procedura di campionamento.

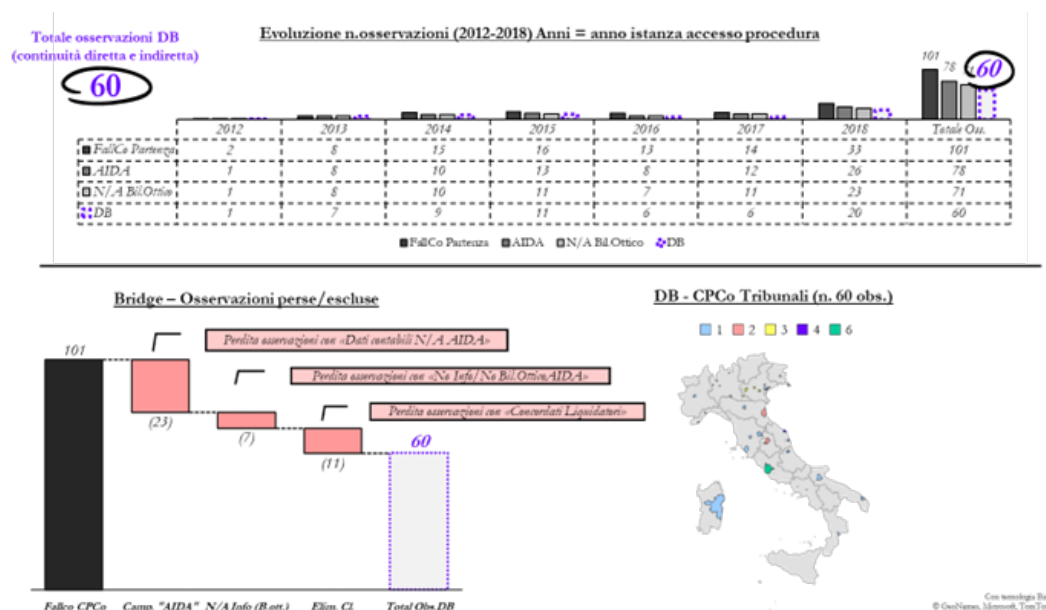
Anno (ammissione procedura Cpo)	Falco Partenza	AIDA	N/A Bil.Ottico	DB
2012	2	1	1	1
2013	8	8	8	7
2014	15	10	10	9
2015	16	13	11	11
2016	13	8	7	6
2017	14	12	11	6
2018	33	26	23	20

Anno (ammissione procedura Cpo)	Fallco Partenza	AIDA	N/A Bil.Ottico	DB
Totale Oss.	101	78	71	60
<i>Osservazioni perse</i>		(23)	(7)	(11)
<i>Differenza Yoy (%)</i>		(23%)	(9%)	(15%)
<i>Totale Oss. Perse/Eliminate cumulado</i>		(23)	(30)	(41)

<i>Bridge - Osservazioni perse</i>	N. Osservazioni perse/eliminate
Fallco CPCo-n. osservazioni di partenza	101
Eliminazione delle osservazioni con dati contabili N/A "AIDA"	(23)
Eliminazione osservazioni "N/A Info (B.ott.)"	(7)
Eliminazione osservazioni concordati liquidatori	(11)
Total Oss.DB	60

Tuttavia, posti gli obiettivi del presente studio, si è inteso circoscrivere l'analisi alle sole osservazioni che nell'intervallo temporale considerato hanno presentato istanza di accesso (e ne hanno ottenuto l'omologazione) alla procedura di concordato preventivo in continuità diretta. Del totale delle osservazioni campionate di cui al database, n. 37 osservazioni (62%) hanno fatto ricorso alla procedura in oggetto.

Figura 5.3.1.1: Statistica descrittiva. Distribuzione Sopravvenienza attiva da stralcio.



5.3.2. *Dettagli delle variabili e la metodologia di stima degli indici*

Ai fini della presente analisi, con riferimento al perimetro del *panel* sopra definito, sono stati estratti dal conto economico di ciascuna osservazione gli *economics* di seguito elencati: (i) il valore della produzione (VDP); (ii) i ricavi delle vendite e delle prestazioni; (iii) i costi della produzione, al netto degli ammortamenti e delle svalutazioni; (iv) il valore aggiunto (VA); (v) il valore aggiunto (VA), maggiorato del 10% dei costi esterni (*i.e.* costi per materie prime, costi per servizi, costi per godimento di beni terzi, oneri diversi) e (vi) l'EBITDA.

A tal proposito appare opportuno osservare che l'impiego di parametri "assoluti" quali il valore della produzione (punto sub i), i ricavi delle vendite (punto sub ii) e i costi operativi (punto sub iii) sono stati utilizzati per apprezzare i volumi generati dalle società nell'intervallo temporale considerato. Ciò, in quanto:

- il valore della produzione esprime la ricchezza creata da un'impresa, presupposto per reperire le necessarie risorse per la remunerazione di tutti gli *stakeholder* nonché degli azionisti;
- i ricavi delle vendite esprimono quale parte della predetta ricchezza sia stata generata dal core *business* dell'azienda, potendo isolare eventuali effetti positivi di partite straordinarie e delle politiche di *earnings management*;
- i costi operativi coincidono con quanto corrisposto dall'impresa ai propri fornitori, e conseguentemente ai ricavi operativi di quest'ultimi, al pari della parte di credito a cui i medesimi fornitori hanno rinunciato aderendo alla proposta concordataria con stralcio della debitrice.

Al contrario, marginalità reddituali quali il valore aggiunto (punto sub iv), il valore aggiunto maggiorato del 10% dei costi esterni (punto sub v) e l'EBITDA (punto sub vi) sono risultati maggiormente funzionali all'apprezzamento della performance delle osservazioni societarie durante il periodo di concordato. Ciò, in quanto:

- il valore aggiunto, pari alla differenza tra il valore della produzione ed i costi esterni (non computando, dunque, anche il costo del personale),

ben si presta a misurare la ricchezza generata da un'azienda rispetto ai costi da questa sostenuti e, inoltre, funge da indicatore della produttività e della competitività aziendale;

- il valore aggiunto maggiorato del 10% dei costi esterni fornisce le medesime informazioni di cui al punto precedente, maggiorate tuttavia di uno spread del 10% dei costi esterni, al fine di computare gli effetti temporali ed inflazionistici relativi al tempo intercorrente tra quando il creditore acconsente allo stralcio – e, dunque, rinuncia ad una somma di denaro – e quando invece la recupera attraverso la prosecuzione dei rapporti nell'ambito della continuità aziendale della debitrice;
- l'EBITDA rappresenta, per opinione unanime della dottrina, la marginalità reddituale che meglio approssima il flusso di cassa operativo generato dall'attività aziendale e disponibile per la remunerazione dei creditori finanziari, degli azionisti e, nell'ambito di procedure di risanamento, per il ripagamento dei creditori concorsuali.

Tutto ciò posto, per ciascun parametro sopra esposto, si è di seguito proceduto a misurare il valore cumulato degli stessi lungo l'orizzonte temporale disponibile per la rilevazione dei dati contabili, dall'anno di omologa della procedura sino a un massimo, ove disponibile, di n.5 anni. Tale assunzione trova giustificazione nel fatto che generalmente, nella prassi professionale, l'orizzonte di previsione esplicita di un piano di concordato è trapiantato a 5 anni. Nel grafico e nella tabella sottostanti è riportato il *breakdown* delle osservazioni rientranti nel perimetro del *panel* in funzione degli anni disponibili per l'osservazione dei dati contabili. In particolare, per il 51% delle osservazioni (n. 19 osservazioni) l'orizzonte temporale per la misurazione dei dati contabili è risultato pari al periodo di osservazione massima sopra definito (5 anni); per il 24% (n. 9 osservazioni) il periodo di osservazione disponibile per la misurazione della *performance* è risultato pari a 4 anni e per il residuo 25% del *panel* è risultato inferiore a 4 anni.

Tabella 5.3.2.1: Breakdown delle osservazioni in funzione degli anni disponibili per la rilevazione dei dati contabili.

Anni Successivi (inclusa omologa) disponibili per osservazione dati contabili	N. Osservazioni	(%)	Cumulato
5 Anni	19	51%	19
4 Anni	9	24%	28
3 Anni	4	11%	32
2 Anni	4	11%	36
1 Anno	1	3%	37
Totale complessivo	37	100%	

Nella tabella sottostante sono sintetizzati i valori misurati per le 37 osservazioni societarie che hanno ottenuto l'omologazione della procedura di Concordato Preventivo in Continuità Diretta (CPCo_D):

Tabella 5.3.2.2: Statistiche descrittive dei valori totali delle osservazioni CPCo_D.

Valuta: euro	Totale Debiti (Anno pre- omologa)	Sopr.Att.	Σ Valore della produzione	Σ Ricavi delle vendite	Σ Costi operativi	Σ EBITDA	Σ Valore Aggiunto (VA)	Σ Costi Esterni	Valore Aggiunto (VA) + 10% Costi Esterni
Totale	1.270.188.652	568.688.984	1.120.592.674	1.044.967.435	1.176.752.721	(56.160.047)	210.050.662	903.678.636	300.418.525
<i>Nbr. of observations</i>	37	37	37	37	37	37	37	37	37
Breakdown per subsample (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Minimum	1.229.380	421.073	249.317	615.746	437.985	(26.194.316)	(10.424.853)	437.985	(9.232.105)
Maximum	232.058.933	84.221.000	225.417.019	212.800.875	221.610.304	12.559.570	30.632.869	205.231.109	39.938.932
Freq. of minimum	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Freq. of maximum	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Range	230.829.553	83.799.927	225.167.702	212.185.129	221.172.319	38.753.886	41.057.722	204.793.124	49.171.037
1st Quartile	8.132.521	2.936.965	4.604.851	5.440.541	5.995.305	(1.655.167)	638.372	3.536.561	1.183.932
Median	14.170.901	6.242.788	16.439.034	12.953.534	17.617.141	(66.291)	2.509.249	11.927.479	3.814.270
3rd Quartile	28.676.574	11.858.764	32.048.906	29.840.175	35.002.103	1.597.064	11.033.113	28.429.095	14.323.378
Mean	34.329.423	15.369.973	30.286.288	28.242.363	31.804.128	(1.517.839)	5.677.045	24.423.747	8.119.420

Come è possibile apprezzare dal quadro sinottico sopra esposto, le osservazioni oggetto della presente analisi hanno evidenziato, nell'anno precedente all'omologa della procedura di concordato preventivo in continuità diretta, un ammontare di debiti complessivamente pari a euro 1,3 miliardi. L'omologa della procedura di concordato in continuità ha consentito di rilevare sopravvenienze attive (per effetto del c.d. stralcio dei debiti) per euro 569 milioni. Tale dato rappresenta, nella sostanza, il sacrificio che i creditori, per mezzo dell'espressione del voto favorevole alla proposta concordataria, si sono dichiarati disposti a subire a fronte di una maggiore utilità ritraibile dalla prosecuzione dell'impresa rispetto all'alternativa liquidatoria. Guardando ai parametri reddituali di conto economico, che rappresentano nella tabella prefigurata una mera sommatoria dei dati contabili

lungo l'orizzonte temporale disponibile, è possibile apprezzare che le società rientranti nel perimetro del panel hanno contribuito a generare un volume complessivo del valore della produzione e di ricavi delle vendite e delle prestazioni nonché un sostenimento di costi della produzione per valori prossimi al miliardo di euro. Una volta identificati i parametri di riferimento, si è proceduto con la strutturazione degli indici. In considerazione del fatto che non è stata riscontrata piena omogeneità nel numero di anni utili per la rilevazione e la misurazione dei dati contabili delle osservazioni societarie, ai fini della strutturazione degli indici si è inteso normalizzare quest'ultimi rispetto al periodo temporale lungo il quale i dati sono stati misurati. Di seguito si riporta il processo analitico sottostante la quantificazione degli stessi.

Indice generale

Si è inteso dapprima procedere alla quantificazione degli indici generali mediante l'algoritmo di seguito indicato:

$$\text{Indice generale} = \frac{\sum_{t=1}^n \text{Dato contabile } CE_t}{\text{Sopravv. Attiva}}$$

Dove:

- $t=1$, corrisponde all'anno dell'omologa della procedura;
- $n \text{ max.} = 5$ anni (*i.e.* numero massimo generalmente riconosciuto dalla prassi professionale quale ragionevole periodo di previsione esplicita per un piano di concordato preventivo);
- *Dato contabile CE* fa riferimento alla grandezza economica selezionata (VDP, Ricavi, Costi della produzione, VA, EBITDA etc.).

In considerazione della struttura dell'indice – che si sostanzia nel rapporto tra la sommatoria del parametro contabile volta per volta selezionato e il valore della sopravvenienza attiva – risultati dello stesso superiori all'unità suggeriscono la creazione di valore positivo rispetto al sacrificio richiesto ai creditori. L'indice, in sostanza, rappresenta il valore generato per ogni euro “*sacrificato*” dai creditori.

Indice normalizzato “Annuale”

Data la disomogeneità riscontrata nel periodo utile per la rilevazione dei dati contabili, si è ritenuto necessario al fine di poter compiutamente comparare i risultati normalizzare l'Indice generale per il numero di anni di osservazioni delle variabili contabili:

$$\text{Indice normalizzato "Annuale"} = \frac{1}{n} \times \frac{\sum_{t=1}^n \text{Grandezza Economica}_t}{\text{Sopravv. Attiva}}$$

L'indice normalizzato "Annuale" per i periodi disponibili di osservazione (n) rappresenta la misurazione media annua della creazione di valore misurata come rapporto tra il parametro contabile volta per volta selezionato e l'ammontare del sacrificio richiesto ai creditori (sopravvenienza attiva).

Numero anni (n_p) «Payback»

Posto quanto sopra, è stato così possibile determinare il numero di anni (n_p) necessari affinché la sommatoria della grandezza economica, volta per volta selezionata, risulti uguale al valore della sopravvenienza attiva. Tale indicatore misura, in sostanza, il numero di anni necessari affinché venga rigenerato l'ammontare del sacrificio richiesto ai creditori.

$$\text{Numero anni } (n_p) \text{ «Payback»} = \frac{1}{\frac{1}{n} \times \frac{\sum_{t=1}^n \text{Grandezza Economica}_t}{\text{Sopravv. Attiva}}}$$

5.3.3. Risultati analitici

Nei grafici e nelle tabelle sottostanti sono riportati i risultati analitici cui siamo pervenuti iterando il calcolo degli indici in precedenza esposti, con riferimento ai parametri economici in precedenza selezionati:

Indice generale:

Tabella 5.3.3.1: Risultati analitici Indice generale

Statistic	Val.Prod./Sopp.Attiva	Ricavi delle vendite/Sopp.Attiva	Costi operativi/Sopp.Attiva	EBITDA/Sopp.Attiva	VA/Sopp.Attiva	VA+ % C.Ester./Sopp.Attiva
Nbr. of obs	37	37	37	37	37	37
Minimum	0,03x	0,02x	0,16x	(2,17x)	(0,75x)	(0,28x)
Maximum	15,81x	15,40x	13,95x	2,21x	6,46x	7,40x
Freq. of min	1	1	1	1	1	1
Freq. of max	1	1	1	1	1	1
Range	15,78x	15,38x	13,79x	4,37x	7,21x	7,69x
1st Quartile	1,02x	0,83x	0,96x	(0,20x)	0,13x	0,21x

Statistic	Val.Prod/Sopp.Attiva	Ricavi delle vendite/Sopp.Attiva	Costi operativi/Sopp.Attiva	EBITDA/Sopp.Attiva	VA/Sopp.Attiva	VA+ % C.Ester./Sopp.Attiva
Median	2,70x	1,90x	2,74x	(0,01x)	0,31x	0,51x
3rd Quartile	4,24x	4,42x	5,10x	0,21x	1,38x	1,53x
Mean	3,55x	3,28x	3,57x	(0,03x)	1,04x	1,29x

Indice normalizzato “Annuale”

Tabella 5.3.3.2: Risultati analitici Indice normalizzato “Annuale”

Statistic	Val.Prod/Sopp.Atti va (Medio Annuo)	Ricavi delle vendite/Sopp.Attiva (Medio Annuo)	Costi op./Sopp.Att.(Medio Annuo)	EBITDA/Sopp.Att (Medio Annuo)	VA/Sopp.Attiv (Medio Annuo)	VA+ % C.Ester./Sopp.Att. (Medio Annuo)
Nbr. of obs	37	37	37	37	37	37
Minimum	0,01x	0,01x	0,03x	(0,54x)	(0,19x)	(0,07x)
Maximum	3,73x	3,44x	3,49x	1,19x	2,85x	2,94x
Freq. of minimum	1	1	1	1	1	1
Freq. of maximum	1	1	1	1	1	1
Range	3,72x	3,43x	3,46x	1,73x	3,04x	3,01x
1st Quartile	0,25x	0,20x	0,26x	(0,06x)	0,03x	0,05x
Median	0,67x	0,55x	0,65x	(0,00x)	0,08x	0,14x
3rd Quartile	1,11x	1,05x	1,14x	0,06x	0,28x	0,35x
Mean	0,90x	0,81x	0,88x	0,02x	0,31x	0,37x

Numero anni (np) «Payback»

Tabella 5.3.3.3: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» per VDP, Ricavi e Costi operativi

Statistic	Val.Prod/Sopp.Attiva (n° anni)	Ricavi delle vendite/Sopp.Attiva (n° anni)	Costi operativi/Sopp.Attiva (n° anni)
Nbr. of observations	37	37	37
Minimum	0,27	0,29	0,29
Maximum	115,62	168,53	32,17
Freq. of minimum	1	1	1
Freq. of maximum	1	1	1
Range	115,35	168,24	31,88
1st Quartile	0,90	0,95	0,88
Median	1,50	1,83	1,53
3rd Quartile	3,97	5,04	3,85
Mean	7,34	8,41	4,04

Tabella 5.3.3.4: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - VAaggiunto, osservazioni “No Payback” (6 osservazioni su 37)

#Oss.	VA/Sopp.Attiva (n° anni)
12	No Payback

#Oss.	VA/Sopp.Attiva (n° anni)
30	No Payback
46	No Payback
54	No Payback
62	No Payback
72	No Payback

Tabella 5.3.3.5: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - VAggiunto (escluse osservazioni “No payback”)

Statistic	VA/Sopp.Attiva (n° anni)
Nbr. of observations	31
Minimum	0,35
Maximum	135,07
Freq. of minimum	1
Freq. of maximum	1
Range	134,71
1st Quartile	2,67
Median	8,89
3rd Quartile	18,07
Mean	16,97

Tabella 5.3.3.6: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - VA, osservazioni con Payback inferiore a 6 anni (14 osservazioni su 37)

#Oss.	VA/Sopp.Attiva (n° anni)
6	5,8
21	1,8
23	3,5
32	3,6
35	0,8
36	1,8
40	3,2
43	1,3
51	4,9
55	0,7
65	5,0
71	0,4
74	2,2

#Oss.	VA/Sopp.Attiva (n° anni)
77	0,8

Tabella 5.3.3.7: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - VA+10%Costi esterni, osservazioni “No Payback” (5 osservazioni su 37)

#Oss.	VA+ % C.Ester./Sopp.Attiva (n° anni)
12	No Payback
30	No Payback
54	No Payback
62	No Payback
72	No Payback

Tabella 5.3.3.8: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - VA+10% Costi esterni (escluse osservazioni “No payback”)

Statistic	VA+ % C.Ester./Sopp.Attiva (n° anni)
Nbr. of observations	32
Minimum	0,34
Maximum	162,76
Freq. of minimum	1
Freq. of maximum	1
Range	162,42
1st Quartile	2,49
Median	5,57
3rd Quartile	10,77
Mean	13,12

Tabella 5.3.3.9: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - VA+10%Costi esterni, oss. “Payback” inf. a 6 anni (n.17 osservazioni su 37)

#Oss.	VA+ % C.Ester./Sopp.Attiva (n° anni)
6	4,4
19	5,3
21	1,7
23	2,7
32	3,3

#Oss.	VA+ % C.Ester./Sopp.Attiva (n° anni)
35	0,7
36	1,4
40	2,8
43	1,1
51	4,1
55	0,6
59	5,9
60	5,1
65	4,1
71	0,3
74	1,8
77	0,8

Tabella 5.3.3.10: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - EBITDA, osservazioni “No Payback” (19 osservazioni su 37)

#Oss.	EBITDA/Sopp.Attiva (n° anni)
1	No Payback
6	No Payback
12	No Payback
14	No Payback
19	No Payback
22	No Payback
23	No Payback
27	No Payback
28	No Payback
30	No Payback
46	No Payback
54	No Payback
59	No Payback
62	No Payback
70	No Payback
72	No Payback
73	No Payback
75	No Payback
78	No Payback

Tabella 5.3.3.11: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - EBITDA (escluse osservazioni “No payback”)

Statistic	EBITDA/Sopp.Attiva (n° anni)
Nbr. of observations	18
Minimum	0,84
Maximum	494,88
Freq. of minimum	1
Freq. of maximum	1
Range	494,04
1st Quartile	9,47
Median	14,60
3rd Quartile	38,49
Mean	46,74

Tabella 5.3.3.12: Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - EBITDA, osservazioni “Payback” inferiore a 6 anni (n.4 osservazioni su 37)

#Oss.	EBITDA/Sopp.Attiva (n° anni)
35	2,3
43	4,5
71	3,5
77	0,8

5.4. Discussione dei risultati

Come in precedenza richiamato, gli indicatori che fattorizzano al numeratore dati contabili “assoluti” quali il valore della produzione, i ricavi delle vendite e i costi operativi sono stati sviluppati al fine di apprezzare le performance economica delle società in termini di volumi di fatturato e costi operativi generati nonché a sviluppare un framework di analisi quanto più completo ed esaustivo.

D’altro canto, gli indicatori che al numeratore fattorizzano i margini economici quali il valore aggiunto, il valore aggiunto + il 10% dei costi esterni e l’EBITDA risultano estremamente interessanti e funzionali all’espressione di un giudizio in merito alla performance delle società osservate durante il periodo di concordato preventivo. Richiamando ai risultati esposti nelle tabelle e nei grafici precedenti, è infatti possibile osservare che il calcolo dell’Indice normalizzato “Annuale” evidenzia un ritorno medio annuo calcolato sul valore aggiunto pari a 0,31x lo stralcio subito dai creditori (cfr. tabella 5).

Il medesimo indice misurato utilizzando il valore aggiunto, maggiorato del 10% dei costi esterni, risulta pari a 0,37x (cfr. tabella 5). Al contempo, la misurazione della performance e della creazione di valori sull'EBITDA risultano sensibilmente peggiori. Di conseguenza, analoghe risultanze emergono dall'analisi dell'indicatore che definisce il numero di anni di "Payback", ossia quell'indicatore che, come in precedenza richiamato, abbiamo inteso strutturare per individuare il numero di anni necessari affinché venga rigenerato l'ammontare del sacrificio richiesto ai creditori.

Analizzando i risultati sintetizzati nelle tabelle 6-15 è infatti possibile apprezzare che per l'indicatore che esprime gli anni di "Payback" rispetto al valore aggiunto n. 14 osservazioni su 37 evidenziano un orizzonte temporale inferiore a 6 anni, con un "Payback" medio (escluse le n.6 osservazioni per le quali non è stato riscontrato "Payback") che si attesta nell'intorno di 16 anni (incluso gli estremi della distribuzione).

Analoghe risultanze emergono dall'analisi del medesimo indice calcolato per il valore aggiunto, maggiorato del 10% dei costi esterni. Parimenti, misurando il medesimo indicatore di performance con riferimento all'EBITDA, si registra un considerevole incremento nel numero di osservazioni c.d. "No Payback" e, di concerto, un sensibile incremento dell'indicatore, a testimoniare il maggior numero di anni necessari per rigenerare il valore del sacrificio accettato dai creditori.

Comparando le risultanze emerse dall'analisi dei medesimi indicatori calcolati utilizzando il valore aggiunto e l'EBITDA, anche in considerazione dei valori che questi parametri reddituali rappresentano, è possibile apprezzare che la performance della continuità è sottesa a remunerare i soli costi sostenuti per i beni e servizi impiegati nella produzione e tutelare i livelli occupazionali (stakeholders). Il peggioramento degli indicatori calcolati sull'EBITDA attestano, nella sostanza, che la performance non è atta a garantire la creazione di valore per il ceto bancario né tantomeno per gli azionisti (shareholders).

5.5. Conclusioni

Il nostro studio è stato incentrato sulla valutazione dell'efficacia del concordato per: l'azienda, gli stakeholders e l'economia nel suo complesso. Tale fine è stato

perpetuo analizzando la performance finanziaria delle imprese dopo l'omologazione del concordato. Scopo principale della ricerca è stato determinare se il sacrificio dei creditori viene compensato dagli effetti positivi della continuità aziendale e quali fattori influenzano il successo di tale procedura.

Tale analisi è stata condotta su un campione di studio, costituito da imprese italiane che hanno ottenuto l'omologazione del concordato preventivo in continuità. Dall'analisi condotta è emerso come gli indicatori che usano dati contabili assoluti (come valore della produzione, ricavi e costi operativi) valutano le performance economiche delle società in termini di fatturato e costi operativi. Gli indicatori basati sui margini economici (valore aggiunto, valore aggiunto + 10% dei costi esterni, EBITDA) sono utili per giudicare le performance durante il periodo di concordato preventivo.

L'indice "Annuale" calcolato sul valore aggiunto mostra un ritorno medio annuo di 0,31x in cui lo stralcio subito dai creditori sale a 0,37x aggiungendo il 10% dei costi esterni. Tuttavia, le performance basate sull'EBITDA sono peggiori. L'analisi dell'indicatore di "Payback" mostra che 14 su 37 osservazioni hanno un orizzonte temporale inferiore a 6 anni, con un "Payback" medio di circa 16 anni, ma peggiora usando l'EBITDA. Comparando gli indicatori basati su valore aggiunto e EBITDA, si vede che la performance copre solo i costi di produzione e tutela l'occupazione, ma non crea valore per banche e azionisti.

I principali limiti del presente studio sono rappresentati dal contesto di estrazione del campione analizzato, sia da un punto di vista normativo che quantitativo. Infatti, il contesto regolatorio nel quale è stato sviluppato il nostro studio è quello normato della Legge Fallimentare e non anche quello novellato dal Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza. La recente introduzione di quest'ultimo, infatti, non ha consentito di avere a disposizione un campione significativo di imprese, e dei rispettivi risultati post-omologa, da analizzare. L'estensione dell'analisi proposta in questo studio al nuovo Codice della Crisi d'Impresa e l'analisi comparata degli effetti delle procedure nei due framework regolatori rappresenta tuttavia una promettente prospettiva di futuro sviluppo del filone di ricerca.

CAPITOLO 6 – Determinanti economico-finanziarie della sopravvivenza: un’analisi comparata di concordati in continuità e fallimenti

6.1. Introduzione

La gestione della crisi d’impresa rappresenta da sempre una sfida cruciale per i sistemi economici e giuridici. Nei contesti con mercati finanziari relativamente meno sviluppati e un tessuto produttivo frammentato, come quello italiano, la questione assume rilievo ancora maggiore: le imprese in crisi non solo mettono a rischio la continuità aziendale e l’occupazione, ma generano effetti domino su creditori e stakeholder, con ricadute macroeconomiche e sociali significative.

Negli ultimi due decenni, il legislatore italiano ha promosso un progressivo spostamento dal modello tradizionalmente liquidatorio verso un approccio fondato sulla continuità aziendale. In questo quadro, il concordato preventivo in continuità ha acquisito crescente centralità quale strumento volto a preservare il valore dell’impresa, salvaguardare i livelli occupazionali e massimizzare il soddisfacimento dei creditori rispetto all’alternativa liquidatoria. La distinzione tra continuità diretta, in cui è la stessa impresa a proseguire l’attività, e continuità indiretta, nella quale l’attività viene trasferita a un terzo acquirente, ha contribuito ad arricchire il ventaglio di soluzioni disponibili. Su questo aspetto, un primo tentativo di sistematizzazione è stato offerto nel paper *“La performance del risanamento d’impresa tramite i concordati preventivi in continuità. Analisi empirica sulla value creation delle imprese in crisi nel contesto italiano”*, che ha fornito le basi metodologiche per distinguere le due tipologie di prosecuzione aziendale e che rappresenta il punto di partenza del presente lavoro. Tuttavia, nonostante la crescente diffusione di tali strumenti, resta ancora poco indagata la questione di quali fattori economico-finanziari incidano sulla probabilità che un’impresa riesca effettivamente a sopravvivere attraverso la continuità, anziché confluire in un fallimento.

La letteratura internazionale offre un’ampia tradizione di studi sulla predizione dell’insolvenza e sul ruolo della struttura del capitale nei processi di

ristrutturazione. A partire dai modelli pionieristici di Altman (1968)⁹⁶ fino agli approcci più recenti, numerosi contributi hanno evidenziato come indicatori quali la leva finanziaria, la liquidità e la redditività siano in grado di anticipare lo stato di difficoltà delle imprese. Al contempo, le teorie sulla struttura del capitale – dal modello di Modigliani e Miller (1958, 1963)^{97,98} alle più recenti formulazioni del trade-off e del pecking order – hanno sottolineato la relazione tra composizione delle fonti finanziarie, costo del capitale e resilienza in condizioni di stress. Nonostante ciò, l'applicazione di queste chiavi interpretative al contesto specifico delle procedure concorsuali italiane, e in particolare alla distinzione tra continuità diretta, indiretta e fallimento, resta ancora limitata.

Il presente lavoro si propone di colmare questo vuoto, analizzando in chiave comparata la struttura finanziaria, la liquidità e la redditività di tre gruppi di imprese italiane: (i) quelle che hanno beneficiato di un concordato in continuità diretta, (ii) quelle che hanno proseguito attraverso la continuità indiretta e (iii) quelle che sono invece confluite in un fallimento.

L'analisi si fonda su un dataset originale costruito a partire dal database AIDA – Bureau van Dijk, comprendente 37 casi di continuità diretta, 23 di continuità indiretta e 2.267 fallimenti, relativi al periodo 2012–2018.

Per ciascuna impresa sono stati ricostruiti gli indicatori economico-finanziari dell'ultimo bilancio disponibile prima dell'apertura della procedura, con l'obiettivo di identificare pattern e differenze rilevanti tra i percorsi alternativi di gestione della crisi.

Per le imprese ammesse al concordato in continuità (diretta e indiretta) è stato utilizzato il bilancio relativo all'anno di ammissione alla procedura, mentre per le imprese fallite si è fatto riferimento all'ultimo bilancio disponibile prima della dichiarazione di fallimento.

⁹⁶ Altman, E.I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*, vol. 23, n. 4, pp. 589–609.

⁹⁷ Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, vol. 48, n. 3, pp. 261–297.

⁹⁸ Modigliani, F., Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, vol. 53, n. 3, pp. 433–443.

Tale impostazione consente di comparare i profili aziendali in una fase immediatamente antecedente alla crisi conclamata, evitando distorsioni dovute a tempi differenti di accesso alle procedure e assicurando coerenza temporale tra i campioni.

Il contributo dello studio è duplice. Da un lato, sul piano descrittivo, il lavoro mette in evidenza come talune caratteristiche strutturali – in particolare la dimensione aziendale, i livelli di redditività residua e gli indici di liquidità – differenzino in modo significativo le imprese sopravvissute da quelle fallite. Dall'altro, sul piano interpretativo, i risultati vengono ricondotti al concetto di distruzione di valore e, in prospettiva, al “*demoltiplicatore della crisi*”, mostrando come una struttura finanziaria fragile non solo riduca la probabilità di sopravvivenza, ma amplifichi anche la perdita di valore economico e sociale generata dal fallimento. In questa chiave, il Capitolo 6 costituisce il necessario antecedente analitico del Capitolo 7, che estende il ragionamento dalla dimensione microeconomica dell'impresa a quella sistemica dell'economia reale.

Lo studio, infatti, si colloca in continuità con precedenti contributi dedicati al *payout della continuità*, dove l'attenzione era rivolta agli esiti ex post, ovvero al grado di soddisfacimento dei creditori; qui, invece, l'analisi si concentra sugli aspetti ex ante, ossia sulle condizioni economico-finanziarie che distinguono le imprese avviate a soluzioni di continuità da quelle destinate alla liquidazione. I due lavori, considerati congiuntamente, offrono così una prospettiva integrata sul ciclo della crisi d'impresa, dalle determinanti iniziali agli effetti finali in termini di distribuzione del valore.

Alla luce di queste premesse, il lavoro si articola attorno a tre domande di ricerca principali, che orientano l'intera analisi empirica:

1. Quali caratteristiche economico-finanziarie distinguono le imprese che riescono a proseguire l'attività (in continuità diretta o indiretta) da quelle che falliscono?

L'ipotesi di partenza è che dimensione, redditività e struttura patrimoniale possano fungere da predittori della sopravvivenza, influenzando in maniera significativa l'esito della procedura.

2. In che misura la struttura del capitale condiziona la probabilità di successo della continuità?

Ci si propone di verificare se indici come *PFN/EBITDA* e *Debt-to-Equity* rappresentino effettivi discriminanti, e se il sistema concorsuale sia in grado di tollerare squilibri patrimoniali estremi in presenza di massa critica e prospettive industriali.

3. La continuità diretta genera condizioni diverse dalla continuità indiretta?

Si intende accertare se le due varianti del concordato corrispondano a profili economico-finanziari differenti ex ante, con implicazioni sulla salvaguardia del valore aziendale e sull'efficacia degli strumenti giuridici disponibili.

L'esplicitazione di queste domande consente di chiarire il contributo del paper sia sul piano teorico, colmando una lacuna nella letteratura empirica, sia sul piano pratico, offrendo criteri di valutazione utili a tribunali, advisor e policy makers.

6.2. Rassegna della letteratura

Lo studio delle determinanti economico-finanziarie della crisi d'impresa affonda le sue radici nella teoria della struttura del capitale e nella letteratura sulla predizione dell'insolvenza.

Il dibattito teorico prende avvio dal contributo fondamentale di Modigliani e Miller (1958, 1963)⁹⁹, i quali, in un contesto privo di frizioni di mercato, postulano l'irrilevanza della struttura finanziaria sul valore dell'impresa. L'introduzione di elementi reali quali imposte, costi di agenzia e costi di fallimento ha successivamente dato origine a modelli alternativi. La *trade-off theory* individua un livello ottimale di indebitamento in cui il beneficio fiscale degli interessi è bilanciato dai costi di distress finanziario; la *pecking order theory* di Myers (1984)¹⁰⁰ sostiene invece che le imprese privilegino il finanziamento interno, ricorrendo al debito solo in seconda battuta e all'*equity* come ultima risorsa, per

⁹⁹ Op. cit.

¹⁰⁰ Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, vol. 39, n. 3, pp. 575–592.

minimizzare gli effetti dell'asimmetria informativa. Ulteriori contributi, come quelli di Jensen e Meckling (1976)¹⁰¹ e di Harris e Raviv (1991), hanno sottolineato come la struttura del capitale dipenda anche da fattori quali i conflitti tra azionisti e creditori, la volatilità dei flussi di cassa e la disponibilità di asset tangibili da utilizzare come garanzia.

Parallelamente, si è sviluppata un'ampia letteratura empirica volta a identificare indicatori capaci di prevedere il rischio di insolvenza. Il modello Z-Score di Altman (1968)¹⁰² ha rappresentato un punto di svolta, dimostrando come un set limitato di variabili di bilancio fosse in grado di discriminare tra imprese sane e insolventi con elevata accuratezza. Successivi aggiornamenti (Altman, 2000)¹⁰³ ne hanno confermato la validità, pur adattandolo a mercati e contesti differenti. Altri studi, tra cui Opler e Titman (1994)¹⁰⁴, Denis D.J. e Denis D.K. (1995)¹⁰⁵ e Andrade e Kaplan (1998)¹⁰⁶, hanno approfondito le conseguenze operative e patrimoniali del distress finanziario, evidenziando come livelli elevati di leverage accrescano la vulnerabilità agli shock e amplifichino la distruzione di valore.

In Italia, il tema della crisi d'impresa è stato analizzato in prospettiva sia giuridica sia aziendalistica. Danovi e Quagli (2009)¹⁰⁷ hanno evidenziato come la finanza aziendale in un contesto di crisi richieda logiche di valutazione specifiche, differenti da quelle applicate a un'azienda in continuità. Tiscini (2020)¹⁰⁸ ha offerto una sistematizzazione dell'economia della crisi d'impresa, sottolineando l'importanza di integrare variabili quantitative e qualitative. Sul piano normativo, la crescente attenzione alla continuità aziendale si è tradotta in una sequenza di riforme

¹⁰¹ Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, pp. 305–360.

¹⁰² Op. cit.

¹⁰³ Altman, E.I. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA® Models. Working Paper, New York University, Salomon Center, July 2000.

¹⁰⁴ Opler, T.C., Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance, *Journal of Finance*, vol. 49, n. 3, pp. 1015–1040.

¹⁰⁵ Denis, D.J., Denis, D.K. (1995). Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalizations, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, n. 2, pp. 129–157.

¹⁰⁶ Andrade, G., Kaplan, S.N. (1998). How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed, *Journal of Finance*, vol. 53, n. 5, pp. 1443–1493.

¹⁰⁷ Danovi, R., Quagli, A. (2009). *La finanza aziendale in crisi: strumenti e strategie*, Giappichelli, Torino.

¹⁰⁸ Op. cit.

culminate nell'adozione del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e nel recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023.

In ambito europeo, Leuzzi (2022)¹⁰⁹ ha messo in luce il ruolo della continuità come principio cardine delle più recenti riforme, mentre Van Zwieten (2021)¹¹⁰ ha collocato il tema del rescue in una prospettiva comparata, mostrando come i sistemi giuridici europei stiano convergendo verso strumenti di ristrutturazione precoce. Sul piano empirico, i report Cerved (2022)¹¹¹ hanno documentato l'impatto dei fallimenti sul mercato dei crediti deteriorati, mettendo in evidenza la lentezza delle procedure e la dispersione di valore nei percorsi liquidatori.

Nonostante la ricchezza di contributi, permane un gap significativo: mancano studi che confrontino in modo sistematico le caratteristiche ex ante delle imprese che intraprendono percorsi di continuità diretta, indiretta e di fallimento. La letteratura si è concentrata principalmente su due filoni: da un lato, i modelli di predizione del fallimento; dall'altro, l'analisi ex post degli esiti delle procedure concorsuali (percentuali di soddisfazione, tempi, recovery rate). Resta pertanto in larga misura inesplorata l'area intermedia, ovvero lo studio delle variabili economico-finanziarie che possono spiegare perché alcune imprese riescano a mantenere la continuità – direttamente o attraverso cessione – mentre altre non superano la crisi e vengono avviate alla liquidazione.

Il presente lavoro si inserisce in questo spazio, proponendo un'analisi empirica su un dataset originale che integra concordati e fallimenti, con l'obiettivo di identificare pattern ricorrenti e di arricchire il dibattito accademico con evidenze concrete sulle determinanti della sopravvivenza aziendale.

6.3. Metodo di ricerca

L'analisi empirica si basa su dati estratti dal database AIDA – Bureau van Dijk, che offre una delle coperture più complete in termini di informazioni anagrafiche e di

¹⁰⁹ LEUZZI S. (2022), "L'evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure concorsuali", in NLCC, n.2.

¹¹⁰ Op. cit.

¹¹¹ Cerved (2022). La durata dei fallimenti e gli impatti sul mercato degli NPL, "Rapporto Cerved, Milano".

bilancio delle società di capitali italiane. Il periodo di osservazione è compreso tra il 2012 e il 2018, coerente con il campione di concordati preventivi già oggetto dello studio precedente sul *payout della continuità*, descritto nel capitolo 5.

Sono stati individuati tre sottocampioni di imprese, corrispondenti a differenti percorsi di gestione della crisi:

- Campione A – Continuità diretta: 37 imprese che hanno presentato istanza di concordato in continuità proseguendo l'attività senza cessione a terzi.
- Campione B – Continuità indiretta: 23 imprese che hanno avuto accesso a un concordato con cessione dell'azienda o di rami d'azienda a soggetti terzi.
- Campione C – Fallimenti: 2.267 società dichiarate fallite nello stesso periodo.

La costruzione dei campioni A e B segue la metodologia già descritta nel paper *“La performance del risanamento d'impresa tramite i concordati preventivi in continuità. Analisi empirica sulla value creation delle imprese in crisi nel contesto italiano”*, al quale si rimanda per un'esposizione dettagliata delle fasi di campionamento e classificazione delle procedure di continuità.

La costruzione del Campione C (fallimenti) ha richiesto un processo specifico, articolato in più passaggi successivi, al fine di garantire l'omogeneità e la qualità informativa dei dati. L'estrazione è stata effettuata dal database AIDA – Bureau van Dijk, utilizzando criteri coerenti con quelli adottati per i campioni di continuità.

In particolare, sono stati applicati i seguenti filtri:

1. Selezione iniziale: individuazione di tutte le imprese con status “fallita” (liquidazione giudiziale) nel periodo 2012–2018;
2. Filtro giuridico: limitazione alle sole società di capitali (S.p.A., S.r.l., S.a.p.a.), escludendo ditte individuali, società di persone e cooperative;
3. Filtro sui bilanci: inclusione esclusiva delle imprese con bilanci ottici depositati, al fine di garantire la disponibilità di dati contabili completi;
4. Filtro dimensionale: esclusione delle microimprese, mantenendo soltanto le società con attivo o ricavi ≥ 1 milione di euro in almeno un esercizio del quinquennio precedente;

5. Filtro procedurale: esclusione di procedure diverse dal fallimento (es. liquidazioni volontarie, fusioni, cessazioni amministrative).

L'applicazione progressiva di tali criteri ha ridotto l'universo iniziale di circa 15.000 imprese a un campione finale di 2.267 fallimenti, corrispondente a soggetti con bilanci completi e parametri dimensionali comparabili con quelli delle imprese ammesse ai concordati in continuità diretta e indiretta. Per il campione dei fallimenti è stato acquisito l'ultimo bilancio disponibile prima della sentenza dichiarativa. Si è quindi proceduto alla costruzione degli indicatori economico-finanziari più rilevanti individuati dalla letteratura, raggruppati nelle seguenti categorie¹¹²:

- Struttura del capitale: PFN/Attivo, Debt-to-Equity, PFN/EBITDA;
- Copertura del debito: EBIT/Oneri finanziari, FCFO/Oneri finanziari;
- Composizione dell'attivo: Immobilizzazioni materiali/Attivo, Immobilizzazioni immateriali/Attivo, Rimanenze/Attivo;
- Liquidità: Current ratio, Quick ratio;
- Redditività: ROA, ROE, ROS, EBITDA margin.

Sono inoltre state introdotte variabili di controllo (dimensione e anzianità) e dummy per catturare situazioni patologiche (*patrimonio netto negativo*, $PFN \leq 0$, $EBITDA \leq 0$). Questo approccio consente di preservare l'informazione anche nei casi di squilibri estremi, evitando distorsioni dovute a esclusioni arbitrarie.

In linea con le principali pratiche della letteratura empirica, sono state adottate regole specifiche per la gestione di valori anomali e situazioni patologiche:

- PFN/Attivo: calcolato solo se $PFN > 0$;
- Debt-to-Equity: non calcolato se $\text{patrimonio netto} \leq 0$;
- PFN/EBITDA: considerato solo se $PFN > 0$ ed $EBITDA > 0$;
- EBIT/Oneri finanziari e FCFO/Oneri finanziari: calcolati solo se numeratore e denominatore > 0 ;

¹¹² Nota metodologica: PFN = Posizione finanziaria netta; EBIT = Risultato operativo; FCFO = Flusso di cassa operativo. Gli "Oneri finanziari" includono gli interessi passivi e oneri assimilati.

- ROA, ROE, ROS, EBITDA margin: mantenuti anche in valori negativi per catturare condizioni di crisi; se il denominatore risultava nullo, l'indicatore è stato posto a zero.

Il dataset è stato organizzato in forma *cross-section*, includendo per ciascuna impresa un'osservazione relativa all'ultimo bilancio disponibile pre-procedura. Tale impostazione assicura la massima comparabilità con i campioni dei concordati e riflette l'orizzonte temporale più rilevante ai fini decisionali, in quanto rappresenta la base informativa su cui si fondano le valutazioni di tribunali, creditori e stakeholder.

6.4. Risultati dell'analisi empirica

L'analisi descrittiva dei tre campioni consente di mettere in luce le principali differenze strutturali tra le imprese che hanno superato la crisi attraverso un concordato in continuità – diretta o indiretta – e quelle che, invece, sono confluite in fallimento. Le statistiche riassuntive (media, mediana, deviazione standard, valori minimo e massimo) relative agli indicatori economico-finanziari sono riportate nelle Tabelle 6.4.1, 6.4.2 e 6.4.3.

Tabella 6.4.1: Campione A, Concordati in continuità diretta

Descrizione	Media	Mediana	Deviazione standard	Valore massimo
PFN/Attivo	51,3%	43,1%	33,3%	112,3%
Debt-to-equity	2.708,0%	0,0%	16.446,8%	100.045,8%
PFN/EBITDA	635,3%	0,0%	2.921,4%	17.382,8%
EBIT/On.fin.	5,3%	0,0%	29,4%	178,2%
FCFO/On.fin.	113,0%	0,0%	474,1%	2.811,2%
Imm.Mat./Attivo	37,6%	34,3%	24,3%	95,4%
Imm.Imm./Attivo	3,8%	0,6%	8,4%	35,3%
Rimanenze/Attivo	21,6%	15,6%	25,5%	94,1%
Current ratio	0,9	0,3	1,4	6,0
Quick ratio	0,5	0,2	0,9	3,8
ROA	-26,0%	-18,2%	30,7%	7,0%
ROE	-3.997,5%	39,1%	24.837,5%	1.027,3%
ROS	-89,8%	-48,6%	273,4%	192,2%
EBITDA margin %	-66,9%	-21,8%	237,9%	192,5%
Size (log)	16,5	16,6	1,3	19,7

Tabella 6.4.2: Campione B, Concordati in continuità indiretta

Descrizione	Media	Mediana	Deviazione standard	Valore massimo
-------------	-------	---------	---------------------	----------------

PFN/Attivo	65,0%	67,5%	36,3%	143,2%
Debt-to-equity	3,1%	0,0%	14,9%	71,3%
PFN/EBITDA	974,5%	0,0%	3.923,3%	18.865,8%
EBIT/On.fin.	45,1%	0,0%	144,8%	671,4%
FCFO/On.fin.	194,7%	0,0%	671,9%	3.159,5%
Imm.Mat./Attivo	31,4%	20,2%	31,2%	92,3%
Imm.Imm./Attivo	3,3%	0,0%	8,5%	36,2%
Rimanenze/Attivo	19,6%	13,7%	21,3%	76,7%
Current ratio	14,1	0,3	55,1	220,9
Quick ratio	6,3	0,2	24,2	97,2
ROA	-43,4%	-23,4%	61,7%	15,0%
ROE	71,3%	64,2%	114,9%	544,3%
ROS	25,9%	-56,4%	533,8%	2.420,0%
EBITDA margin %	307,6%	-18,5%	1.693,3%	8.070,9%
Size (log)	16,3	16,2	1,4	19,7

Tabella 6.4.3: Campione C, Fallimenti

Descrizione	Media	Mediana	Deviazione standard	Valore massimo
PFN/Attivo	36,1%	12,6%	301,6%	13.960,6%
Debt-to-equity	155,1%	0,0%	1.502,4%	48.129,0%
PFN/EBITDA	644,6%	0,0%	5.520,2%	139.078,9%
EBIT/On.fin.	5.977,3%	0,0%	226.413,2%	10.768.000,0%
FCFO/On.fin.	19.980,8%	0,0%	458.000,7%	15.215.400,0%
Imm.Mat./Attivo	15,9%	7,1%	20,4%	98,9%
Imm.Imm./Attivo	5,0%	0,6%	10,4%	93,0%
Rimanenze/Attivo	22,3%	13,5%	24,9%	102,5%
Current ratio	1,7	0,3	48,8	2.314,7
Quick ratio	1,2	0	48,6	2.314,7
ROA	-206,6%	-0,5%	8.901,6%	106,3%
ROE	34,8%	14,1%	2.193,7%	77.217,8%
ROS	810,2%	0,0%	48.425,3%	2.286.006,7%
EBITDA margin %	1.052,6%	1,6%	50.442,8%	2.286.006,7%
Size (log)	7,7	7,6	1,1	13,5

Le imprese del Campione A (continuità diretta) presentano una struttura finanziaria mediamente più equilibrata, con una leva contenuta (PFN/Attivo pari al 51%) e livelli di liquidità moderati ma positivi (Current ratio medio 0,9). La redditività operativa rimane negativa (ROA -26%), riflettendo la fase di crisi pre-ristrutturazione, ma con una variabilità più contenuta rispetto agli altri gruppi.

Il Campione B (continuità indiretta) evidenzia livelli più elevati di indebitamento (PFN/Attivo 65%) e una forte dispersione statistica tra media e mediana, che riflette la natura eterogenea delle operazioni di cessione e continuità indiretta. Gli

indicatori di liquidità mostrano valori estremi, con una media (14,1) influenzata da pochi casi anomali.

Il Campione C (fallimenti) mostra invece un quadro di profondo squilibrio strutturale. La leva finanziaria media (Debt-to-Equity 155%) e la volatilità estrema degli indici di copertura del debito (EBIT/Oneri finanziari e FCFO/Oneri finanziari) segnalano una compromissione generalizzata della capacità di coprire il costo del debito. Anche la redditività (ROA -206%; ROS +810%) è fortemente distorta da svalutazioni e componenti straordinarie tipiche della fase pre-fallimentare.

Struttura del capitale

Gli indici di struttura finanziaria evidenziano differenze significative tra le imprese ammesse alla continuità e quelle successivamente fallite.

Il rapporto PFN/Attivo mostra valori medi pari a 0,5 per le imprese in continuità diretta e 0,65 per quelle in continuità indiretta, contro 0,36 per le fallite. Le mediane (0,43, 0,67, 0,13) indicano che le imprese sopravvissute presentavano livelli di indebitamento netto più ordinati e meno dispersi rispetto alle fallite, caratterizzate da un'elevata eterogeneità (deviazione standard ca. 3,0). Ciò suggerisce che una leva finanziaria anche consistente non risulta necessariamente incompatibile con la continuità, purché supportata da assetti industriali solidi e da prospettive operative credibili.

L'indicatore Debt-to-Equity rappresenta invece la discontinuità più marcata. Le imprese in continuità diretta registrano valori medi estremamente elevati (27,1), segno di squilibri patrimoniali profondi, ma ancora compatibili con la prosecuzione dell'attività in presenza di patrimonio netto eroso. Le fallite, al contrario, presentano una media sensibilmente più contenuta (1,6), mentre le indirette mostrano valori prossimi allo zero. La mediana nulla in tutti i campioni riflette la frequente presenza di patrimonio netto negativo.

Il rapporto PFN/EBITDA evidenzia pressioni finanziarie analoghe tra i gruppi, con una media pari a 6 per le imprese in continuità diretta e per le fallite, leggermente superiore (10) nelle indirette. Le mediane nulle in tutti i campioni indicano che la maggior parte delle imprese non disponeva di un EBITDA positivo o presentava

cassa netta, rendendo l'indicatore non informativo in assenza di correzioni mediante dummy. In sintesi, la continuità diretta appare compatibile con livelli elevati di leva operativa, a condizione che sussista una residua capacità di generare margini positivi.

Liquidità

Gli indici di liquidità confermano un quadro di tensione finanziaria diffusa tra tutte le imprese del campione, indipendentemente dall'esito della procedura.

Il Current ratio presenta valori medi pari a 0,9 per le imprese in continuità diretta, 14,1 per quelle in continuità indiretta e 1,7 per le fallite. Tuttavia, le mediane (0,3; 0,3; 0,3) mostrano che la grande maggioranza delle imprese non disponeva di attività correnti sufficienti a coprire le passività a breve termine. Un quadro analogo emerge dal Quick ratio, che esclude le rimanenze: i valori medi risultano pari a 1 nelle imprese in continuità diretta e nelle fallite, e a 6 nelle indirette, ma le mediane restano prossime allo zero in tutti i gruppi.

Ne deriva che la liquidità effettiva fosse strutturalmente insufficiente in ciascun percorso di crisi, e che il principale fattore discriminante tra le imprese sopravvissute e quelle fallite non risieda nella disponibilità di cassa.

Redditività

Gli indicatori di redditività offrono il quadro più netto delle differenze tra i percorsi di crisi.

Il ROA evidenzia perdite medie significative in tutti i gruppi: -26% per le imprese in continuità diretta, -43% per quelle in continuità indiretta e -206% per le fallite. Questi valori mostrano che le imprese in continuità, pur in perdita, conservavano una capacità operativa residua, mentre le fallite manifestavano una distruzione di valore molto più profonda.

Il ROS (EBIT/Vendite) e l'EBITDA margin seguono pattern simili, rivelando margini operativi fortemente deteriorati nelle imprese in continuità diretta (-89,8% e -66,9%), meno gravi nelle indirette (25,9% e +307,6%, entrambe fortemente

influenzate da valori anomali) e fortemente distorti nelle fallite, dove le medie positive nascondono un'elevata dispersione e valori estremi.

L'indicatore ROE risente dell'elevata variabilità associata ai casi di patrimonio netto negativo. Le medie risultano fortemente distorte (−3.997% per le dirette, +71% per le indirette, +35% per le fallite), ma le mediane offrono una lettura più coerente: 39,1% per le dirette, 64,2% per le indirette e 14,1% per le fallite.

La redditività residua sembra essere la variabile discriminante più significativa: la possibilità di accedere alla continuità diretta è subordinata all'esistenza di una capacità industriale minima di generare margini, anche se negativi nel breve periodo, ma potenzialmente recuperabili.

Struttura dell'attivo

Gli indici di composizione dell'attivo mostrano differenze meno marcate tra i tre campioni, ma offrono comunque spunti utili per comprendere la natura degli asset sottostanti ai diversi percorsi di crisi.

Le immobilizzazioni materiali incidono in media per il 38% dell'attivo nelle imprese in continuità diretta, per il 31% nelle indirette e per il 16% nelle fallite. Tale distribuzione suggerisce che le imprese sopravvissute dispongano di una base patrimoniale tangibile più consistente, condizione che può facilitare il mantenimento della continuità operativa o l'accesso a nuova finanza.

Le immobilizzazioni immateriali presentano incidenze ridotte in tutti i gruppi (circa 3–5% dell'attivo), ma risultano leggermente più elevate nelle imprese in continuità indiretta.

Le rimanenze mostrano invece un peso comparabile nei tre campioni (tra il 20% e il 22% dell'attivo), senza indicare un ruolo discriminante tra i percorsi di uscita dalla crisi. Tuttavia, nei casi di continuità, la gestione delle scorte può rappresentare un fattore chiave per la liquidità immediata e la sostenibilità dei flussi di cassa nel breve periodo.

Nel complesso, la struttura dell'attivo conferma che la continuità – diretta o indiretta – tende ad associarsi a una maggiore consistenza di asset produttivi,

materiali o immateriali, in grado di sostenere la prosecuzione o la valorizzazione dell'attività aziendale.

Dimensione ed età

Le analisi confermano che la dimensione aziendale rappresenta una variabile chiave nella distinzione tra i percorsi di crisi. Le imprese in continuità diretta e indiretta risultano significativamente più grandi delle fallite: il logaritmo dell'attivo medio è pari rispettivamente a 16,5 e 16,3, contro 7,7 nelle fallite. La maggiore dimensione riflette una massa critica minima necessaria per accedere a procedure di ristrutturazione complesse, sostenere i costi di advisor e tribunali, e mantenere una capacità produttiva e relazionale sufficiente a giustificare la prosecuzione dell'attività.

Per quanto riguarda l'età, il dato è disponibile unicamente per il campione dei fallimenti, che presenta un'età media di circa 21 anni (mediana 18), con una dispersione elevata (da 1 a oltre 120 anni). Questo risultato suggerisce che il fallimento non colpisce esclusivamente imprese giovani o start-up, ma può riguardare anche realtà consolidate, che nel tempo accumulano rigidità strutturali e vulnerabilità finanziarie.

Sintesi comparativa

Nel complesso, i risultati dell'analisi empirica delineano tre profili distinti di gestione della crisi d'impresa, coerenti con quanto emerso nella letteratura economico-finanziaria e con le evidenze già osservate nello studio sulla *value creation* dei concordati in continuità.

Le imprese in continuità diretta presentano squilibri patrimoniali e reddituali rilevanti, ma conservano una residua capacità industriale e una base di asset tangibili più consistente, che ne consente il rilancio operativo. La presenza di un minimo margine operativo positivo o potenzialmente recuperabile rappresenta il principale fattore di selezione per l'accesso a questo tipo di procedura.

Le imprese in continuità indiretta si caratterizzano invece per una struttura finanziaria più fragile e per livelli di redditività fortemente eterogenei. La prosecuzione dell'attività avviene in questi casi tramite la cessione dell'azienda o

di suoi rami a soggetti terzi, soluzione che consente di preservare la capacità produttiva.

Le imprese fallite, infine, mostrano una distruzione di valore molto più profonda: la redditività negativa e la leva finanziaria eccessiva si accompagnano a una drastica riduzione degli asset produttivi e a una dimensione media significativamente inferiore. Questi elementi evidenziano l'impossibilità di attivare percorsi di continuità attraverso una ristrutturazione.

Dall'insieme delle evidenze emerge un pattern chiaro: la sopravvivenza dipende dalla capacità di preservare una soglia minima di redditività operativa, di mantenere una base produttiva tangibile e di gestire la leva finanziaria in modo compatibile con la continuità.

Al contrario, una struttura finanziaria fragile e un deterioramento marcato dei margini amplificano la distruzione di valore lungo la catena produttiva e sociale, alimentando elevati valori del demoltiplicatore della crisi – concetto approfondito nel Capitolo 7.

Le evidenze empiriche mostrano come la dimensione, la struttura patrimoniale e la redditività residua costituiscano fattori determinanti per la sopravvivenza. In sintesi, i risultati corroborano l'ipotesi di partenza: la continuità d'impresa, anche in condizioni di squilibrio, si configura come un meccanismo di conservazione del valore economico più efficiente della liquidazione giudiziale.

Le evidenze raccolte costituiscono la base del successivo approfondimento sul demoltiplicatore della crisi (Capitolo 7).

6.5. Discussione e implicazioni

Dopo aver presentato i risultati empirici, il presente capitolo ne propone una lettura teorica e applicativa, con l'obiettivo di collegare le evidenze statistiche ai principali filoni della letteratura economico-finanziaria e di trarne implicazioni per la prassi e per le politiche di gestione della crisi d'impresa.

L'analisi comparata dei tre campioni – continuità diretta, continuità indiretta e fallimento – consente di individuare alcune regolarità sistemiche che spiegano perché alcune imprese riescano a sopravvivere alla crisi, mentre altre si avviano verso la liquidazione giudiziale.

I risultati mostrano, innanzitutto, che la struttura del capitale non rappresenta di per sé un fattore determinante dell'esito della crisi. Le imprese in continuità diretta presentano infatti livelli di leva finanziaria estremamente elevati, ma riescono comunque ad accedere a un percorso di risanamento grazie alla presenza di una base industriale solida e di asset tangibili in grado di sostenere nuova finanza. Ciò è coerente con le teorie di *trade-off* (Modigliani & Miller, 1958¹¹³; Myers, 1984¹¹⁴; Harris & Raviv, 1991¹¹⁵), secondo cui un'elevata leva è sostenibile finché l'impresa è in grado di generare redditività prospettica e di mantenere la fiducia dei creditori. Al contrario, nelle imprese fallite, un indebitamento formalmente più contenuto si accompagna a un crollo della redditività e della liquidità, segnalando che non è la leva in sé a determinare la sopravvivenza, ma la sua interazione con la capacità industriale di produrre margini. In tal senso, l'equilibrio tra capitale proprio e capitale di debito assume rilievo solo se sostenuto da una prospettiva di continuità economica.

La liquidità, pur essendo un elemento cruciale nella gestione di breve periodo, non emerge come variabile discriminante tra continuità e fallimento. Le mediane prossime allo zero dei principali indicatori (Current e Quick ratio) rivelano che la quasi totalità delle imprese operava in una condizione di tensione finanziaria strutturale. Tuttavia, la liquidità ha agito come fattore complementare di resilienza: nelle imprese in continuità diretta, un minimo margine di copertura ha consentito di mantenere i flussi operativi e finanziare le fasi iniziali del risanamento; nelle continuità indirette, la liquidità residua può riflettere operazioni straordinarie funzionali alla cessione; nelle fallite, l'esaurimento della cassa ha accelerato la perdita di valore e reso impossibile qualsiasi prosecuzione. In questo senso, la

¹¹³ Op. cit.

¹¹⁴ Op. cit.

¹¹⁵ Harris, M., Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, vol. 46, n. 1, pp. 297–355.

Direttiva (UE) 2019/1023 e il Codice della Crisi d'Impresa appaiono coerenti nel porre l'accento non tanto sulla liquidità istantanea, quanto sulla *sostenibilità prospettica* del piano di continuità e sulla capacità dell'impresa di generare cassa nel medio termine.

La redditività residua rappresenta invece la variabile discriminante più netta. Le imprese in continuità, pur in condizioni negative, conservano una capacità industriale minima di generare margini, mentre le fallite mostrano un collasso generalizzato dei risultati economici. In termini teorici, ciò equivale a dire che la continuità viene concessa quando il valore dell'impresa in *going concern* supera il valore di liquidazione, secondo la logica del *best interest of creditors test* di matrice anglosassone. In altre parole, la continuità è razionale non perché l'impresa sia in equilibrio, ma perché distruggere il valore residuo risulterebbe ancora più inefficiente. È in questa soglia critica tra redditività potenziale e distruzione di valore che si colloca il confine economico tra impresa risanabile e impresa fallibile.

Anche la dimensione aziendale emerge come fattore decisivo per la sopravvivenza. Le imprese in continuità risultano mediamente di scala molto superiore rispetto alle fallite, confermando l'esistenza di una massa critica minima necessaria per sostenere i costi, la complessità informativa e la durata delle procedure concorsuali. La dimensione, pertanto, non costituisce soltanto un parametro quantitativo, ma una condizione sistemica di accesso ai meccanismi di salvataggio: solo imprese di scala medio-grande dispongono delle risorse organizzative e finanziarie sufficienti a giustificare un piano di continuità credibile.

L'età media elevata delle imprese fallite – oltre vent'anni nel campione osservato – suggerisce inoltre che la longevità non costituisce un fattore protettivo contro la crisi. Al contrario, imprese mature possono essere più esposte a rigidità organizzative e a vulnerabilità accumulate nel tempo, confermando la *liability of aging* individuata da Hannan e Freeman (1989)¹¹⁶: la sopravvivenza nel lungo periodo può tradursi in perdita di adattività e in maggiore resistenza al cambiamento. Una futura estensione del dataset alle imprese in continuità

¹¹⁶ Hannan, M.T., Freeman, J. (1989). *Organizational Ecology*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

consentirà di verificare se e in che misura la variabile età incida realmente sulla capacità di risanamento.

Il confronto tra i tre percorsi di crisi consente inoltre di introdurre la nozione di *demoltiplicatore della crisi*. Le imprese fallite mostrano non solo un crollo dei margini e della liquidità, ma anche una dispersione sistemica del valore economico lungo la catena produttiva e sociale: ogni euro di attivo perso genera una perdita multipla per creditori, occupazione e territorio. Le procedure di continuità, invece, riducono tale effetto demoltiplicativo preservando capitale industriale, know-how e relazioni economiche. In questa prospettiva, la continuità non è solo una soluzione giuridica, ma una forma di *politica economica implicita* di conservazione del valore. L'evidenza empirica suggerisce quindi che la nuova finanza prededucibile, i meccanismi di *cram-down* e la tutela del *going concern value* introdotti dal Codice della Crisi non sono meri strumenti tecnici, ma dispositivi di contenimento della perdita sistemica di ricchezza.

Dal punto di vista applicativo, le evidenze offrono spunti operativi per la prassi giudiziale e negoziale. La redditività prospettica – più della situazione patrimoniale – deve costituire il fulcro della valutazione ex ante dei piani, mentre gli indicatori patologici (patrimonio netto, EBITDA o PFN negativi) non dovrebbero essere considerati criteri automatici di esclusione, bensì segnali di rischio da interpretare in relazione al piano industriale. La dimensione aziendale, d'altro canto, va letta non come vantaggio competitivo in sé, ma come condizione infrastrutturale per l'accesso agli strumenti di continuità. Infine, la liquidità andrebbe valutata secondo una logica dinamica di sostenibilità dei flussi, piuttosto che come stock di risorse disponibili e immediatamente fruibili.

Nel complesso, i risultati evidenziano che i percorsi di continuità e fallimento non sono esiti casuali, ma riflettono combinazioni specifiche di fattori economico-finanziari. In sintesi, ciò che discrimina è la presenza di un potenziale industriale credibile sostenuto da massa critica, mentre il resto degli assetti finanziari rileva solo in quanto coerente con questa prospettiva. La continuità, anche in presenza di gravi squilibri patrimoniali, rappresenta un meccanismo di rigenerazione del valore più efficiente della liquidazione giudiziale: riduce il demoltiplicatore della crisi,

preserva la capacità produttiva e attenua la dispersione di valore economico e sociale, confermando che il successo del diritto della crisi si misura non solo nei tassi di sopravvivenza, ma anche e soprattutto nella quantità di valore che esso riesce a conservare all'interno del sistema.

6.6. Conclusioni e sviluppi futuri

Il presente studio ha analizzato le determinanti economico-finanziarie che distinguono le imprese italiane ammesse a concordato preventivo in continuità – diretta e indiretta – da quelle confluite in fallimento nel periodo 2012–2018.

L'analisi, basata su un dataset originale costruito a partire da AIDA – Bureau van Dijk, ha permesso di individuare pattern ricorrenti nella struttura del capitale, nella liquidità, nella redditività e nella dimensione aziendale, delineando tre profili distinti di gestione della crisi d'impresa.

Dal punto di vista teorico, il lavoro contribuisce a colmare più lacune della letteratura: (i) l'assenza di un confronto ex ante sistematico tra continuità diretta, continuità indiretta e fallimento; (ii) la scarsa evidenza sul ruolo congiunto di struttura del capitale, liquidità e redditività nel determinare la sopravvivenza; (iii) la mancanza di soglie operative e criteri di selezione (es. PFN/EBITDA, Debt-to-Equity) utili per discriminare, prima dell'accesso alla procedura, i casi risanabili da quelli destinati alla liquidazione.

I risultati mostrano che redditività e dimensione costituiscono variabili chiave di sopravvivenza, mentre liquidità e indebitamento assumono un ruolo secondario, la cui interpretazione dipende dal contesto industriale e dalla qualità del piano di continuità.

Lo studio presenta tuttavia alcuni limiti. Per il campione dei fallimenti (C), l'analisi si fonda su dati trasversali riferiti all'ultimo bilancio disponibile, senza cogliere l'evoluzione delle variabili nel periodo pre-crisi. Inoltre, non sono stati ancora integrati indicatori qualitativi relativi alla governance, alla composizione del debito e alla strategia industriale, fattori che possono influenzare in modo determinante l'esito della procedura. Infine, la variabile "età" è stata rilevata soltanto per il campione dei fallimenti, rendendo auspicabile un'estensione ai concordati per

valutare l'effettiva relazione tra ciclo di vita e sopravvivenza. Alla luce di tali limiti, gli sviluppi futuri si articolano lungo tre direttrici:

1. **Analisi inferenziale**, con l'applicazione di test di significatività (t-test) e di modelli econometrici per stimare l'impatto delle variabili sulla probabilità di continuità, controllando per dimensione, settore ed età;
2. **Collegamento con la distruzione di valore**, approfondendo empiricamente il concetto di demoltiplicatore della crisi – approfondito nel capitolo 7 – e mettendo in relazione la struttura economico-finanziaria ex ante con le perdite effettive registrate in sede liquidatoria e con il payout dei creditori;
3. **Estensione qualitativa**, attraverso l'integrazione di variabili organizzative e di governance che permettano di misurare l'efficacia delle decisioni manageriali e dei processi di negoziazione.

In conclusione, il lavoro dimostra che l'analisi ex ante delle condizioni economico-finanziarie rappresenta un tassello imprescindibile per comprendere gli esiti della crisi d'impresa e per disegnare strumenti di prevenzione più efficaci.

Integrato con l'analisi sul *payout* dei concordati e con lo studio del *demoltiplicatore della crisi* sviluppato nel Capitolo 7, esso consente di tracciare un quadro unitario del ciclo della crisi d'impresa – dalle determinanti iniziali alla scelta della procedura, fino agli effetti distributivi e sistemici sul tessuto economico.

CAPITOLO 7 – Il demoltiplicatore della crisi d’impresa: valore distrutto, capacità produttiva persa e implicazioni di policy

7.1. Introduzione

Il tema della crisi d’impresa rappresenta da tempo un nodo cruciale non solo per il diritto commerciale e fallimentare, ma anche per l’economia e la politica industriale. La sorte delle imprese in difficoltà non si esaurisce infatti in un problema interno al singolo debitore: essa produce effetti rilevanti sull’intero sistema economico, incidendo sulla capacità produttiva complessiva, sull’occupazione, sulla stabilità finanziaria e, più in generale, sulla fiducia dei mercati.

Una distinzione centrale nelle moderne discipline concorsuali è quella tra procedure di continuità aziendale e procedure di liquidazione fallimentare. Le prime consentono, almeno in parte, di preservare il valore dell’impresa in funzionamento, trasferendo o mantenendo asset, competenze e rapporti commerciali; le seconde, invece, determinano generalmente una distruzione di valore, poiché gli attivi vengono smobilizzati in maniera atomistica e spesso a prezzi fortemente ridotti.

In questo quadro, il presente lavoro introduce e sviluppa il concetto di “*demoltiplicatore della crisi*” (d’ora in avanti anche “DM” o semplicemente “Demoltiplicatore”), inteso come misura comparata del valore economico distrutto dalle liquidazioni rispetto a quello che sarebbe stato preservato attraverso strumenti di continuità. L’idea è che, mentre in una procedura di continuità l’impresa mantiene attivi produttivi e continua a generare ricavi, nella liquidazione quegli stessi attivi vengono fortemente depressi: il demoltiplicatore quantifica quanta capacità produttiva si perde per ogni euro di patrimonio distrutto.

L’obiettivo iniziale di questo esercizio è duplice. Da un lato, fornire una misura aggregata della perdita sistemica derivante dalle procedure di liquidazione giudiziale, integrando le stime ufficiali di recupero (9,8% secondo ISTAT e Banca d’Italia) con un calcolo dell’attivo perso e dei costi procedurali. Dall’altro, verificare come questa perdita vari in relazione alla dimensione aziendale, distinguendo tra micro, piccole, medie e grandi imprese.

Il campione di riferimento, estratto da AIDA, comprende 2.267 imprese fallite. Su di esse è stato calcolato, per la prima volta in letteratura, un indicatore capace di coniugare la dimensione patrimoniale (attivo perso) con quella economica (ricavi), così da evidenziare in maniera immediata la quantità di risorse “bruciate” dalla crisi.

La letteratura economica e giuridica sulle procedure concorsuali ha da tempo evidenziato come le modalità di gestione della crisi d’impresa incidano non solo sui tassi di recupero dei creditori, ma anche sull’efficienza complessiva del sistema produttivo. I contributi classici in economia dell’insolvenza (Jackson, 1986¹¹⁷; Rasmussen, 1992¹¹⁸; Baird, 1993¹¹⁹) sottolineano la funzione allocativa del diritto fallimentare, volto a massimizzare il valore residuo attraverso meccanismi di mercato o ristrutturazione. Più recentemente, studi empirici di ambito comparato (Djankov et al., 2008¹²⁰; Rodano, Serrano-Velarde e Tarantino, 2016¹²¹) hanno quantificato i costi delle procedure, mettendo in luce come i sistemi liquidatori tradizionali producano recuperi modesti e costi elevati.

Nell’ambito italiano, ricerche statistiche di Banca d’Italia e ISTAT hanno documentato un tasso medio di recupero attorno al 9–10% nei fallimenti chiusi tra gli anni 2000 e 2007, valore che conferma la debolezza strutturale delle procedure liquidatorie. Altri contributi nazionali (Danovi et al., 2020¹²²; Leuzzi, 2022¹²³; Tiscini, 2020¹²⁴) hanno approfondito i profili economico-finanziari della crisi, evidenziando la necessità di strumenti capaci di preservare il going concern.

Si intende qui mostrare come il DM offra un ponte tra la misura contabile della perdita e la perdita di capacità produttiva, rendendo comparabili gli effetti sociali delle liquidazioni rispetto alle continuità.

¹¹⁷ Op. cit.

¹¹⁸ Rasmussen, R.K. (1992). The Ex Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives, *Columbia Law Review*, vol. 92, no. 7, pp. 1533–1601.

¹¹⁹ Baird, D.G. (1993). *The Elements of Bankruptcy*. Foundation Press, New York.

¹²⁰ Djankov, S., Hart, O., McLiesh, C., Shleifer, A. (2008). Debt Enforcement around the World, *Journal of Political Economy*, vol. 116, no. 6, pp. 1105–1149.

¹²¹ Rodano, G., Serrano-Velarde, N., Tarantino, E. (2016). Bankruptcy Law and Bank Financing, *Journal of Financial Economics*, vol. 120, no. 2, pp. 363–382.

¹²² Danovi, A., Ratti, M., Quagli, A. (2020). *Le procedure concorsuali in Italia: efficienza, costi e prospettive di riforma*. Egea, Milano.

¹²³ Leuzzi, G. (2022). *Crisi d’impresa e valore: strumenti e prospettive di tutela*. Giappichelli, Torino.

¹²⁴ Op. cit.

7.2. Rassegna della letteratura

La letteratura economica e giuridica sulle procedure concorsuali ha da tempo evidenziato come le modalità di gestione della crisi d'impresa incidano non solo sui tassi di recupero dei creditori, ma anche sull'efficienza complessiva del sistema produttivo. I contributi classici in economia dell'insolvenza (Jackson, 1986¹²⁵; Rasmussen, 1992¹²⁶; Baird, 1993¹²⁷) hanno sottolineato la funzione allocativa del diritto fallimentare, volto a massimizzare il valore residuo attraverso meccanismi di mercato o ristrutturazione.

Con il progressivo sviluppo degli studi empirici comparati, la ricerca si è concentrata sulla misurazione dei costi e dei tempi delle procedure. Djankov et al. (2008)¹²⁸, in un'ampia indagine *cross-country*, hanno mostrato come i sistemi fortemente liquidatori si associno a recuperi modesti e a un'elevata dispersione di valore. In Italia, Rodano, Serrano-Velarde e Tarantino (2016)¹²⁹ hanno documentato tempi medi di oltre sette anni e tassi di recupero molto bassi per i creditori chirografari, mettendo in luce l'inefficienza del modello liquidatorio tradizionale.

A livello nazionale, diversi contributi hanno approfondito la relazione tra struttura patrimoniale, continuità aziendale e perdita di valore. Danovi et al. (2020)¹³⁰ hanno stimato che i costi procedurali assorbono mediamente tra il 5% e il 15% dell'attivo realizzato, incidendo in maniera rilevante sui ritorni per i creditori. Leuzzi (2022)¹³¹ e Tiscini (2020)¹³² hanno posto l'accento sulla necessità di strumenti di ristrutturazione in grado di preservare la continuità aziendale e ridurre la dissipazione di valore tipica delle liquidazioni.

La gran parte degli studi si concentra su due prospettive principali: da un lato l'analisi *ex ante* delle determinanti di accesso alle diverse procedure (continuità vs liquidazione), dall'altro lo studio *ex post* dei tassi di recupero come misura

¹²⁵ Jackson, 1986, Op. cit.

¹²⁶ Rasmussen, 1992, Op. cit.

¹²⁷ Baird, 1993, Op. cit.

¹²⁸ Djankov et al., 2008, Op. cit.

¹²⁹ Rodano, Serrano-Velarde e Tarantino, 2016, Op. cit.

¹³⁰ Danovi et al., 2020, Op. cit.

¹³¹ Leuzzi, 2022, Op. cit.

¹³² Tiscini, 2020, Op. cit.

dell'efficienza. Questo contributo vuole integrare gli studi esistenti di un indicatore capace di collegare direttamente la perdita patrimoniale derivante dalla liquidazione con la capacità produttiva sacrificata.

Il presente lavoro introduce, quindi, il concetto di demoltiplicatore della crisi che integra la dimensione patrimoniale (attivo perso) con quella economica (ricavi), offrendo una misura sintetica ma intuitiva dell'impatto sociale ed economico della liquidazione giudiziale.

7.3. Costruzione del *demoltiplicatore della crisi*

La costruzione del demoltiplicatore della crisi (DM) mira a quantificare non solo la ricchezza patrimoniale dispersa nelle procedure di liquidazione giudiziale, ma anche la capacità produttiva sacrificata dall'estinzione dell'impresa.

Nel seguito è stato adottato un benchmark sistemico: tasso medio di recupero ISTAT–Banca d'Italia (9,8%) e costi di procedura pari al 10% dell'attivo realizzato; tali ipotesi sono discusse criticamente nei Limiti (§7.5). I dati contabili provengono da AIDA – Bureau van Dijk.

L'indicatore è stato definito come rapporto tra i ricavi dell'ultimo esercizio disponibile e l'attivo perso stimato nella liquidazione:

$$DM_i = \frac{Ricavi_i}{Attivo\ perso_i}$$

dove,

- Ricavi_i rappresentano la capacità produttiva immediatamente precedente al default,
- Attivo perso_i indica la quota di patrimonio che non ha generato alcun beneficio né per i creditori né per il sistema economico.

L'indicatore rappresenta quanta capacità produttiva (ricavi) viene meno per ogni euro di patrimonio perso nella liquidazione.

In primo luogo, è stato calcolato il debito verso terzi come differenza tra passivo complessivo e patrimonio netto, così da includere esclusivamente le obbligazioni effettive nei confronti di soggetti esterni all'azienda:

$$\text{Passivo terzi}_i = \text{Passivo}_i - \text{PN}_i$$

Successivamente, su questo ammontare è stato applicato il coefficiente medio di recupero stimato da ISTAT e Banca d'Italia (9,8% dei crediti ammessi nelle procedure concluse fra il 2000 e il 2007), ottenendo il valore atteso distribuito ai creditori:

$$\text{Recovery}_i = 0,098 \times \text{Passivo terzi}_i$$

Il recovery stimato è stato quindi utilizzato per calcolare i costi procedurali, assunti pari al 10% dell'attivo realizzato, in linea con la letteratura empirica ^{133,134}.

Infine, l'attivo perso è stato determinato per differenza tra l'attivo contabile originario e quanto distribuito ai creditori e assorbito dai costi della procedura (che congiuntamente costituiscono quello che qui viene definito "attivo realizzato"):

$$\text{Attivo perso}_i = \text{Attivo contabile}_i - \text{Attivo realizzato}_i$$

Per rappresentare la capacità produttiva sacrificata dalla liquidazione, al numeratore sono stati assunti i ricavi dell'ultimo esercizio disponibile. La scelta è stata motivata dalla necessità di utilizzare una variabile sempre positiva, a differenza di indicatori reddituali (EBITDA, utile netto) o finanziari (flussi di cassa operativi o netti), quasi sempre negativi nelle imprese in crisi e quindi inadatti a un confronto sistematico. I ricavi hanno anche il pregio di riflettere il volume di attività economica generato prima del default, fornendo una misura intuitiva della capacità produttiva venuta meno con la liquidazione.

L'interpretazione dell'indice è stata condotta distinguendo tre casi: valori ($\text{DM}_i > 100\%$) segnalano che gli attivi distrutti erano altamente produttivi e che la liquidazione ha comportato una perdita sociale molto alta; valori ($\text{DM}_i \approx 100\%$) denotano un equilibrio tra ricavi e patrimonio distrutto; valori ($\text{DM}_i < 100\%$) indicano che gli attivi distrutti erano relativamente meno produttivi, con perdite meno incisive in termini relativi.

¹³³ Rodano et al., 2016, Op. cit.

¹³⁴ Danovi et al., 2020, Op. cit.

In questo modo, la metodologia ha permesso di passare da una lettura puramente patrimoniale (quanto si perde) a una prospettiva economico-produttiva (quanta capacità di generare valore viene cancellata). Il demoltiplicatore si configura quindi come uno strumento sintetico e intuitivo, capace di quantificare in termini comparabili i costi sociali delle liquidazioni giudiziali e di aprire la strada a valutazioni differenziali rispetto alle procedure di continuità aziendale.

7.4. Risultati

L'analisi del campione di 2.267 imprese fallite restituisce un quadro dell'impatto economico delle procedure di liquidazione giudiziale. Nel complesso, il passivo totale, calcolato al netto del patrimonio netto, ammonta a circa 13,5 miliardi di euro, dei quali soltanto poco più di 1,3 miliardi sono stati recuperati dai creditori (9,8% secondo la stima media ISTAT–Banca d'Italia) e circa 150 milioni sono stati assorbiti dai costi procedurali (stimati al 10% dell'attivo realizzato). Ne consegue che l'ammontare effettivamente perso, ossia non più rintracciabile né per i creditori né per il sistema economico, è pari a circa 9,64 miliardi di euro, vale a dire quasi il 90% del patrimonio complessivo. Questo dato, già di per sé eloquente e coerente con le statistiche istituzionali, conferma la natura fortemente inefficiente della liquidazione, che si traduce in una sostanziale demolizione del valore aziendale.

Tabella 7.4.1. – Risultati aggregati del campione di imprese fallite

Voce	Valore	% sull'attivo totale
Totale attivo in € /000	11.115.162	–
Totale passivo di terzi in € /000	13.522.980	–
Passivo soddisfatto (9,8%) in € /000	1.325.252	9,8%
Costi della procedura (10%) in € /000	147.250	1,3%
Totale attivo realizzato in € /000	1.472.502	13,2%
Totale attivo perso in € /000	9.642.660	86,7%
Numero di osservazioni	2.267	–

Per cogliere con maggiore dettaglio l'andamento del fenomeno lungo la distribuzione dimensionale delle imprese, il campione è stato suddiviso in decili sulla base dell'attivo contabile. Dai risultati emerge un andamento decrescente del demoltiplicatore: nelle imprese più piccole del primo decile (D1) esso raggiunge circa il 170%, segnalando che ogni euro di attivo distrutto corrispondeva a quasi

1,7 euro di ricavi nell'ultimo esercizio disponibile; nei decili intermedi (D2–D6) il rapporto si avvicina progressivamente al 100%, indicando un equilibrio tra ricavi e attivi distrutti; nei decili superiori, infine, il valore scende stabilmente sotto l'unità, attestandosi al 65% nel D9 e al 43% nel D10. Questa dinamica riflette differenze strutturali: le imprese minori, tipicamente più snelle e meno *capital intensive*, mostrano un'elevata capacità di trasformare gli attivi in fatturato, mentre le grandi imprese, più patrimonializzate e ad alta intensità di capitale, presentano rapporti più bassi.

Tabella 7.4.2. – Andamento del demoltiplicatore della crisi per decili dimensionali

Decile	Demoltiplicatore della crisi (%)	Rapporto (x volte il valore preservato)
D1	169,9	1,70×
D2	131,0	1,31×
D3	122,8	1,23×
D4	97,7	0,98×
D5	101,1	1,01×
D6	102,7	1,03×
D7	82,1	0,82×
D8	80,8	0,81×
D9	64,8	0,65×
D10	42,7	0,43×

Nei primi cinque decili, che comprendono oltre 1.100 imprese, la perdita complessiva ammonta a poco più di 1,1 miliardi di euro; nei tre decili intermedi (D6–D8) sale a circa 1,8 miliardi; mentre negli ultimi due decili si concentra la parte più rilevante delle risorse distrutte, con oltre 6,7 miliardi di euro di attivo perso, pari a oltre due terzi del totale campione. In particolare, il decimo decile (D10), formato da 227 imprese di maggiori dimensioni, assorbe da solo 5,6 miliardi di euro, più della metà del patrimonio complessivamente distrutto.

Questa duplice evidenza – valori relativi più bassi lungo la scala dimensionale e valori assoluti crescenti nelle grandi imprese – consente di qualificare con precisione l'impatto sistemico della liquidazione giudiziale: da un lato, le micro e le piccole imprese distruggono attivi di dimensioni contenute ma altamente produttivi, generando un costo sociale sproporzionato rispetto al patrimonio

demolito; dall'altro, le grandi imprese, pur presentando demoltiplicatori relativamente bassi, producono una distruzione macroscopica di ricchezza in valore assoluto, che grava pesantemente sull'economia nazionale.

Oltre alla dimensione patrimoniale ed economica, i risultati mettono in luce anche l'impatto a livello occupazionale delle procedure di liquidazione. Il campione complessivo di 2.267 imprese contava, nell'ultimo anno disponibile prima del fallimento, circa 29.000 dipendenti. La chiusura di queste imprese si traduce dunque in una perdita diretta di posti di lavoro, che si concentra in misura crescente nei decili superiori: le imprese più grandi, pur caratterizzate da demoltiplicatori relativamente bassi, assorbivano da sole la quota prevalente dell'occupazione, con oltre 13.000 addetti solo nel decimo decile. La liquidazione di tali imprese determina pertanto non soltanto la distruzione di valore economico, ma anche la dissipazione di capitale umano e di competenze che potrebbero essere difficilmente ricostruibili nel breve periodo. Parallelamente, i ricavi persi – pari complessivamente a oltre 6,7 miliardi di euro – non rappresentano solo capacità produttiva interna, ma anche flussi economici che alimentavano la filiera dei fornitori, i quali soffriranno un minor giro d'affari.

In questo senso, il demoltiplicatore della crisi si configura non soltanto come indicatore di inefficienza economica, ma anche come chiave interpretativa delle conseguenze sociali della liquidazione, mostrando come ogni fallimento produca effetti che travalicano la sfera dei creditori per investire il capitale umano, le reti di fornitura e, più in generale, la coesione economica del sistema.

Dal punto di vista delle implicazioni di policy, i risultati rafforzano la necessità di promuovere strumenti che consentano di preservare il *going concern*: procedure di ristrutturazione e quadri di continuità, misure di tutela della nuova finanza e meccanismi capaci di evitare la demolizione indiscriminata degli attivi produttivi. Senza tali strumenti, la liquidazione non si traduce soltanto in un fallimento dal lato dei creditori, ma in una perdita collettiva che erode capitale umano, occupazione e fiducia nei mercati. In questa prospettiva, il demoltiplicatore della crisi non è soltanto un indicatore descrittivo, ma un parametro utile per valutare

comparativamente l'efficacia dei diversi sistemi concorsuali e per orientare le scelte legislative verso modelli capaci di ridurre i costi sociali della crisi d'impresa.

7.5. Limiti della ricerca

Il contributo qui proposto, pur introducendo un indicatore originale presenta alcuni limiti che ne circoscrivono la portata e che devono essere esplicitati per una corretta interpretazione dei risultati.

Un primo limite riguarda la base informativa. La stima dell'attivo perso si fonda sull'applicazione di un coefficiente medio di recupero pari al 9,8% del passivo ammesso, elaborato da ISTAT e Banca d'Italia per i fallimenti conclusi tra il 2000 e il 2007. Questo valore, pur valido come benchmark sistemico, non riflette l'eterogeneità reale delle procedure, poiché non distingue tra imprese con diverso grado di liquidabilità, né tra settori o classi dimensionali. Ancora più rilevante è la mancata distinzione tra procedure concluse con riparto e senza riparto: il dato aggregato ingloba infatti anche i casi a recupero nullo, mentre nei soli fallimenti con riparto l'indice medio salirebbe al 17,1%. Non disponendo di dati più puntuali, il modello non è in grado di differenziare tali situazioni, con il rischio di appiattire la variabilità reale.

Un secondo limite è rappresentato dall'assenza di informazioni sulla composizione del passivo. Nei bilanci AIDA non è disponibile la distinzione tra debiti privilegiati e chirografari, che presentano tassi di recupero molto diversi (superiori al 50% i primi, intorno al 10–12% i secondi). L'applicazione di un coefficiente uniforme a tutte le componenti comporta quindi una perdita di precisione, attribuendo la stessa probabilità di soddisfacimento a categorie profondamente eterogenee.

Si aggiunge inoltre la possibilità di anomalie contabili: attivi iscritti a valori storici sottostimati (come immobili non rivalutati) o passivi eccezionalmente elevati possono generare *outlier* che distorcono il rapporto ricavi/attivo perso.

Infine, anche la scelta dei ricavi come numeratore del demoltiplicatore, pur metodologicamente giustificata dall'esigenza di disporre di una variabile sempre positiva e confrontabile, introduce un vincolo interpretativo. I ricavi misurano la capacità di generare fatturato, ma non necessariamente la redditività o la

sostenibilità finanziaria dell'impresa, che sarebbero meglio colte da indicatori come EBITDA, margini operativi o flussi di cassa, spesso però negativi nelle imprese in crisi e quindi non utilizzabili in modo uniforme.

In sintesi, i limiti non derivano dal disegno della ricerca, ma dalla disponibilità e dalla qualità dei dati di cui si dispone. Per questa ragione il *demoltiplicatore della crisi* deve essere interpretato come uno strumento utile a fornire una misura uniforme e comparabile ma non in grado di restituire appieno l'eterogeneità delle procedure e delle situazioni aziendali. Questo lavoro assume, quindi, un valore propositivo: evidenzia la necessità di raccogliere statistiche più granulari, capaci di distinguere le imprese per dimensione, settore, composizione del passivo ed esito della procedura. Solo in presenza di tali dati sarà possibile affinare ulteriormente l'indicatore e trasformarlo da esperimento semplificato in uno strumento affidabile di valutazione delle procedure concorsuali e del loro impatto sociale.

7.6. Conclusioni e implicazioni di policy

Il presente lavoro ha introdotto il concetto di demoltiplicatore della crisi come strumento per misurare l'impatto economico e sociale delle procedure di liquidazione giudiziale. L'analisi, condotta su un campione di 2.267 imprese fallite, ha mostrato come l'indicatore consenta di collegare in maniera diretta la perdita patrimoniale al sacrificio della capacità produttiva, superando la prospettiva tradizionale, limitata ai tassi medi di recupero dei creditori.

Il demoltiplicatore cerca di ampliare l'orizzonte della letteratura sull'insolvenza, che si era prevalentemente concentrata sulle determinanti ex ante della sopravvivenza delle imprese o sull'analisi dei recuperi medi nelle procedure liquidatorie. Integrando dimensione patrimoniale ed economica, l'indicatore offre una misura sintetica e comparabile del costo sociale della liquidazione, ponendosi come tassello complementare a studi precedenti sugli esiti di continuità e liquidazione. Considerati insieme, questi approcci restituiscono una visione completa del ciclo della crisi d'impresa: dalle condizioni di ingresso alle procedure, agli effetti finali in termini di valore distrutto o preservato.

Le implicazioni di policy sono altrettanto rilevanti. In primo luogo, il lavoro rafforza la necessità di promuovere soluzioni di continuità aziendale – sia diretta sia indiretta – come strumenti non solo di tutela dei creditori, ma anche di salvaguardia della capacità produttiva e dell’occupazione. In secondo luogo, i risultati evidenziano l’urgenza di disporre di dati statistici più granulari e comparabili, in grado di distinguere per dimensione, settore, composizione del passivo ed esito della procedura: solo in questo modo il demoltiplicatore potrà essere affinato e divenire uno strumento pienamente affidabile per valutazioni empiriche e normative. Infine, il concetto stesso di demoltiplicatore potrebbe essere utilizzato come parametro di riferimento nelle future riforme legislative, consentendo di incorporare nelle decisioni giuridiche non solo il recupero dei creditori, ma anche la quantità di valore economico e sociale sacrificato dalla liquidazione.

In conclusione, il demoltiplicatore della crisi non si limita a descrivere un fenomeno, ma apre una prospettiva nuova di analisi e di policy. Esso mostra come il costo della liquidazione travalichi la dimensione patrimoniale dei singoli creditori, investendo l’intero sistema economico nella forma di capacità produttiva distrutta e di ricchezza collettiva dissipata. In questa prospettiva, il suo sviluppo rappresenta non solo un avanzamento accademico, ma anche un contributo concreto al dibattito sulla riforma delle procedure concorsuali e sulla costruzione di un diritto della crisi più efficiente, inclusivo e orientato alla preservazione del valore.

Nel capitolo seguente (Cap. 8) si esaminano le implicazioni di questi risultati sul piano sistemico e di policy, con particolare riferimento al ruolo della continuità aziendale nella riduzione del demoltiplicatore della crisi.

CAPITOLO 8 – Riflessioni conclusive

Il capitolo conclusivo raccoglie e sistematizza i principali risultati emersi nel corso della tesi, mettendo in relazione i profili teorici, normativi ed empirici affrontati nei capitoli precedenti. Muovendo dall'interpretazione della crisi d'impresa come fenomeno multidimensionale, la riflessione si concentra sul ruolo strategico della continuità aziendale come leva di rigenerazione del valore economico e sociale. L'analisi comparata tra i modelli europeo, italiano e statunitense mostra come il diritto della crisi si stia progressivamente trasformando da un meccanismo di liquidazione e distribuzione delle perdite a uno strumento di politica economica, volto a preservare la capacità produttiva e a favorire la resilienza dei sistemi industriali.

Attraverso una prospettiva interdisciplinare, il capitolo esplora tre direttrici principali: (i) il difficile equilibrio tra l'avvicinamento ai modelli esteri e la necessità di adattarli al contesto istituzionale ed economico italiano, (ii) la crescente centralità dell'interesse collettivo nella disciplina della crisi e (iii) la difficoltà di misurare in modo oggettivo la performance del risanamento. Le evidenze empiriche raccolte confermano il potenziale trasformativo delle procedure in continuità, ma rivelano anche la necessità di strumenti valutativi più sofisticati e di politiche pubbliche coerenti.

Il capitolo si chiude con alcune proposte operative e linee di policy volte a rafforzare l'efficacia del diritto della crisi in Italia, promuovendo un approccio integrato e orientato allo sviluppo. In tale prospettiva, la crisi non è più soltanto un evento da gestire, ma un'occasione per ripensare il ruolo del diritto come motore di fiducia e rilancio sistemico.

8.1. Sintesi dei risultati: continuità, valore e sistema

Il percorso di ricerca sviluppato nei capitoli precedenti ha consentito di ricostruire un'evoluzione profonda del diritto della crisi d'impresa, tanto sul piano normativo quanto su quello culturale. Alla tradizionale centralità del modello liquidatorio si è progressivamente sostituita una visione fondata sulla continuità aziendale come

principio guida del risanamento e come valore sistemico per l'ordinamento giuridico ed economico.

Da un punto di vista teorico, la crisi d'impresa è stata interpretata come fenomeno complesso, che incide simultaneamente sulle componenti economiche, finanziarie e relazionali dell'impresa. In questa prospettiva, la continuità non si esaurisce in una mera prosecuzione dell'attività, ma rappresenta uno strumento di rigenerazione del valore e di tutela dell'interesse collettivo. Essa diventa una variabile di politica economica, capace di stabilizzare il sistema produttivo e ridurre gli effetti moltiplicativi negativi della distruzione di valore.

Sul piano normativo, il confronto comparato tra i tre modelli analizzati – europeo, statunitense e italiano – ha evidenziato una tendenza comune verso la prevenzione e la ristrutturazione anticipata, pur nella diversità dei presupposti istituzionali. Il modello statunitense del *Chapter 11*, fondato sul principio del *debtor-in-possession*, sulla protezione della nuova finanza e sul *fresh start*, rappresenta l'esperienza più avanzata di diritto concorsuale orientato alla rigenerazione del valore¹³⁵. L'Unione europea, con la Direttiva (UE) 2019/1023, ha tentato di recepirne i principi essenziali – come il *cram-down* e la sospensione delle azioni esecutive – ma lo ha fatto in una forma più rigida e frammentaria, che mantiene una separazione strutturale tra ristrutturazione e procedura concorsuale¹³⁶.

Il sistema italiano si colloca in una posizione intermedia: il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (D.lgs. 14/2019), pur recependo molte delle innovazioni della Direttiva europea, risente ancora di alcune resistenze culturali e operative. Tuttavia, si osservano segnali di progressivo avvicinamento alla logica del diritto rigenerativo, come dimostra l'estensione della transazione fiscale alla composizione negoziata (art. 25-sexies CCII, introdotto dal D.lgs. 83/2022), che rappresenta un passo concreto verso un approccio più flessibile e orientato al rilancio.

¹³⁵ Gilson, S. C. (2012). Coming through in a crisis: How Chapter 11 and the debt restructuring industry are helping to revive the U.S. economy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(4), 23–35.

¹³⁶ Becker, B. (2019). The EU's insolvency reform: Right direction, not enough, and important issues left unaddressed. *CEPR Policy Insight*, n. 97.

Le evidenze empiriche presentate nel Capitolo 5 confermano questa evoluzione di paradigma. L'analisi delle 37 imprese italiane che hanno ottenuto l'omologazione del concordato in continuità diretta nel periodo 2012–2018 mostra, mediamente, un miglioramento delle performance economiche post-ristrutturazione, una distribuzione più ampia e inclusiva del valore e un impatto positivo su occupazione, fornitori e territorio. In questo senso, la continuità si configura non solo come una strategia aziendale, ma come leva macroeconomica di stabilizzazione e coesione sociale, in grado di giustificare il sacrificio dei creditori nell'ottica di un ritorno economico e sociale più ampio e differito nel tempo.

Il diritto della crisi d'impresa, in questa prospettiva, non è più soltanto un sistema di regole per la distribuzione delle perdite, ma un diritto rigenerativo, capace di valorizzare il capitale economico e relazionale dell'impresa e di trasformare la crisi in un processo di apprendimento e rinnovamento.

I risultati dei Capitoli 6 e 7 rafforzano questa conclusione, introducendo una doppia chiave di lettura. L'analisi microeconomica ha identificato le determinanti economico-finanziarie della sopravvivenza, mettendo in evidenza i fattori strutturali e gestionali che aumentano la probabilità di successo del risanamento. L'analisi macroeconomica, invece, ha quantificato la dispersione di valore associata alle procedure liquidatorie, evidenziando che oltre il 90% dell'attivo si perde nel processo di fallimento, con un recupero medio per i creditori inferiore al 10%. Da tale evidenza nasce il concetto di Demoltiplicatore della crisi, inteso come misura sintetica del rapporto tra valore perso e valore preservato. Ridurre questo indicatore – attraverso la continuità, nuova finanza protetta e migliori performance operative – diventa la sfida centrale per un diritto concorsuale moderno e orientato alla sostenibilità.

8.2. Crisi d'impresa e interesse collettivo: un nuovo paradigma?

L'evoluzione del diritto della crisi d'impresa delineata nei capitoli precedenti segna un vero e proprio cambio di paradigma: da una visione incentrata sulla tutela dei creditori, si passa a una concezione più ampia, che riconosce nella continuità aziendale un interesse di natura collettiva e sistemica. La crisi non è più interpretata esclusivamente come evento patologico da regolare in chiave distributiva, ma come

fenomeno economico complesso, la cui gestione può produrre effetti moltiplicativi sulla crescita, sull'occupazione e sulla stabilità territoriale.

In questa prospettiva, il diritto concorsuale evolve da meccanismo di chiusura a strumento di rigenerazione dell'impresa e del contesto socioeconomico in cui essa opera. La continuità non è soltanto un obiettivo aziendale, ma diviene parte integrante dell'interesse generale, in quanto favorisce la tenuta delle filiere produttive, la tutela dell'occupazione e la conservazione di competenze e reti relazionali¹³⁷. Tale impostazione si riflette in una nuova lettura della funzione economica del diritto della crisi, sempre più orientata alla preservazione del valore complessivo del sistema piuttosto che alla mera ripartizione delle perdite.

Questo mutamento è stato reso possibile da una crescente integrazione tra diritto, economia aziendale e finanza. Il diritto della crisi si fa carico di obiettivi extragiuridici – competitività, sostenibilità, inclusione – e diviene parte delle politiche pubbliche di sviluppo. Di conseguenza, i criteri di valutazione dell'efficacia delle procedure non possono più limitarsi al livello di soddisfacimento dei creditori, ma devono estendersi alla capacità dell'impresa ristrutturata di generare e distribuire valore nel tempo, secondo una logica di equità e di sostenibilità¹³⁸.

Questo approccio trova riscontro anche nel linguaggio normativo contemporaneo. Termini come “valore”, “sostenibilità”, “occupazione” e “interesse dei creditori” assumono un significato più ampio e interrelato, riflettendo la tensione tra efficienza economica e coesione sociale. La Direttiva (UE) 2019/1023 e il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII) rappresentano una formalizzazione di tale tendenza, introducendo nel diritto categorie che coniugano finalità economiche e obiettivi di stabilità sistemica¹³⁹.

Tuttavia, questa espansione del concetto di interesse collettivo non è priva di criticità. Un'eccessiva estensione del perimetro valoriale del diritto concorsuale

¹³⁷ Gilson, 2012, Op. cit.

¹³⁸ Bris, A., Welch, I., & Zhu, N. (2006). The costs of bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus Chapter 11 reorganization. *Journal of Finance*, 61(3), 1253–1303.

¹³⁹ Becker, B., & Ivashina, V. (2019). Disruption and credit markets. CEPR Discussion Paper No. 13508.

rischia di indebolirne la coerenza economica e giuridica, generando ambiguità interpretative o legittimando decisioni inefficienti in nome di obiettivi sociali poco misurabili. Il pericolo, come rilevato da parte della dottrina, è che il diritto della crisi si trasformi in un dispositivo normativo privo di fondamento empirico, capace di minare la prevedibilità e la fiducia degli operatori.

Per evitare tali derive, diventa essenziale sviluppare metriche oggettive e verificabili di valutazione del valore rigenerato, ancorando l'interesse collettivo a parametri osservabili: crescita del valore aggiunto, mantenimento occupazionale, equilibrio finanziario, impatto territoriale. Solo in presenza di indicatori chiari e condivisi il diritto della crisi potrà conciliare efficienza allocativa e giustizia sociale, garantendo al contempo legittimazione economica e sostenibilità istituzionale.

In conclusione, il diritto della crisi d'impresa si configura sempre più come diritto funzionale, orientato non soltanto alla risoluzione del dissesto, ma alla costruzione di condizioni favorevoli per il rilancio. La sfida per giuristi, economisti e policy maker consiste nel trovare un equilibrio stabile tra le esigenze del mercato e le istanze della collettività, trasformando la continuità in un bene pubblico da proteggere e valorizzare nel tempo.

8.3. La sfida della misurazione della performance del risanamento

Uno dei nodi centrali emersi nel corso della ricerca riguarda la complessità di misurare in modo oggettivo e comparabile la performance del risanamento nelle procedure di continuità aziendale. Mentre la liquidazione giudiziale offre un benchmark relativamente chiaro – rappresentato dalla percentuale di soddisfacimento dei creditori – le procedure di continuità impongono una valutazione più articolata, che include dimensioni economiche, finanziarie, occupazionali e sociali.

L'analisi empirica condotta nel Capitolo 5 ha messo in luce tale complessità: la creazione di valore non può essere ridotta al semplice incremento dei ricavi o degli utili, ma deve essere interpretata in termini di valore aggiunto distribuito, di sostenibilità operativa e di mantenimento della capacità produttiva e occupazionale nel tempo. In questa prospettiva, la misurazione della performance del risanamento

non è solo un esercizio contabile, ma un atto di legittimazione economica e sociale dell'intero sistema concorsuale (cfr. Cap. 5).

Per superare i limiti delle metriche tradizionali, emerge la necessità di costruire indicatori integrati capaci di misurare:

- la rigenerazione effettiva dell'impresa, verificando che la continuità produca risultati economici e operativi misurabili;
- la qualità della sostenibilità nel medio periodo, in termini di solidità finanziaria e coerenza strategica del piano;
- l'impatto economico e territoriale del risanamento sulle filiere produttive e sull'ecosistema locale.

Tali indicatori devono combinare elementi quantitativi (ricavi, EBITDA, valore aggiunto) e qualitativi (occupazione e capitale relazionale), restituendo una misura più fedele del valore rigenerato dall'impresa. In questo senso, il contributo della teoria del *shared value* di Porter e Kramer (2011)¹⁴⁰ offre una cornice interpretativa utile: l'impresa in continuità non deve limitarsi a sopravvivere, ma deve generare un valore condiviso che si riflette positivamente sul contesto economico e sociale di riferimento.

Un ulteriore elemento cruciale è la dimensione temporale della valutazione. I risultati economici di un piano di risanamento non si manifestano immediatamente: solo attraverso un orizzonte di osservazione di medio-lungo periodo (3–5 anni post-omologa) è possibile cogliere la reale efficacia della ristrutturazione e la stabilità del modello rigenerato.

Sotto questo profilo, i dati empirici raccolti evidenziano che la continuità aziendale genera benefici differenziati tra le varie categorie di stakeholder. I lavoratori, i fornitori e le filiere locali sono generalmente i primi a beneficiare della prosecuzione dell'attività; al contrario, gli istituti finanziari e i soci sperimentano ritorni più lenti e incerti, spesso diluiti nel tempo o addirittura nulli.

¹⁴⁰ Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1–2), 62–77.

Per misurare questa dinamica, la ricerca ha introdotto il concetto di payback della continuità, ossia il tempo necessario affinché il valore prodotto dall'impresa risanata compensi, almeno in parte, lo stralcio subito dai creditori al momento dell'approvazione del piano. Le stime mostrano una significativa eterogeneità: il payback varia da 7–8 anni se calcolato sui ricavi o sulla produzione, fino a 17–46 anni se basato su indicatori economici espressivi della marginalità dell'impresa, come il valore aggiunto o l'EBITDA. Questa variabilità suggerisce che il beneficio della continuità è concreto ma fortemente dilazionato nel tempo, e dipende dalla capacità dell'impresa di rigenerare non solo redditività, ma anche produttività e coesione industriale.

L'asimmetria temporale tra il sacrificio dei creditori e la creazione di valore effettiva pone un interrogativo cruciale sul piano della giustizia economica del concordato in continuità. Perché tale strumento possa conservare legittimità, occorre assicurare che la rigenerazione del valore sia non solo sostenibile, ma anche equamente distribuita tra i diversi stakeholder.

In questa prospettiva, il Capitolo 7 non si limita a richiamare i tassi di recupero noti (ISTAT–Banca d'Italia), ma li usa come benchmark per costruire il Demoltiplicatore della crisi (DM), una metrica che collega la perdita patrimoniale alla capacità produttiva sacrificata. Applicato a 2.267 fallimenti, il DM mostra che la liquidazione disperde in media quasi il 90% dell'attivo e genera una rinuncia a flussi di ricavi rilevanti.

Il Demoltiplicatore della crisi diventa così un indicatore di efficienza macroeconomica: minore è il demoltiplicatore, maggiore è la capacità del diritto della crisi di preservare valore produttivo e sociale. Ridurne l'ampiezza equivale, in ultima analisi, a rafforzare l'efficacia complessiva del sistema concorsuale, allineandolo a un modello di sostenibilità e responsabilità economica.

8.4. Convergenze normative e limiti del *legal transplant*

Il confronto tra i tre modelli analizzati – italiano, europeo e statunitense – evidenzia un processo di convergenza normativa solo parziale. Negli ultimi anni, infatti, si è assistito a un crescente utilizzo ibrido degli strumenti di ispirazione anglosassone

(come il *cram-down*, il *DIP financing* o la sospensione automatica delle azioni esecutive) e tradizioni giuridiche di civil law, più legate a principi di legalità formale e controllo giudiziale. Tuttavia, questa convergenza appare più apparente che sostanziale: dietro l'allineamento terminologico e istituzionale permangono differenze profonde in termini di efficienza, cultura giuridica e capacità istituzionale.

Il *legal transplant* (cioè, il “trapianto giuridico”) mostra in questo ambito tutti i suoi limiti. Come dimostrano le esperienze applicative relative alla prededuzione, alla nuova finanza o all'omologazione forzata del piano, l'efficacia concreta di tali strumenti non dipende solo dalla loro previsione normativa, ma anche dalla compatibilità con il contesto economico, istituzionale e culturale nel quale vengono introdotti (Becker, 2019). In assenza di un ecosistema coerente – mercati finanziari sviluppati, tribunali specializzati, cultura imprenditoriale orientata al rischio – l'importazione di modelli esterni rischia di produrre risultati distorti o addirittura controproducenti.

Nel contesto italiano, la recezione del modello europeo e, indirettamente, del paradigma statunitense ha generato un insieme di strumenti formalmente avanzati ma spesso difficili da attuare. L'elevato grado di giudizializzazione, la rigidità procedurale e la persistente diffidenza nei confronti della negoziazione privata continuano a rappresentare ostacoli strutturali all'efficienza del sistema. In particolare, la figura del debitore stenta a essere pienamente riconosciuta come soggetto affidabile del risanamento, mentre il principio di fiducia che anima il *debtor-in-possession* del *Chapter 11* rimane, in larga parte, estraneo alla cultura giuridica nazionale¹⁴¹.

A queste criticità si aggiungono le peculiarità del tessuto produttivo italiano, caratterizzato da una prevalenza di PMI a conduzione familiare, da un livello di patrimonializzazione ridotto e da una limitata propensione alla pianificazione strategica. La mancanza di competenze manageriali e la riluttanza a riconoscere tempestivamente i segnali di crisi rendono difficile l'applicazione effettiva dei meccanismi di *early warning* e di composizione negoziata introdotti dal Codice

¹⁴¹ Gilson, 2012, Op. cit.

della Crisi. Si tratta di limiti che non possono essere superati unicamente attraverso riforme legislative, ma che richiedono interventi di tipo sistemico, fondati su formazione, incentivi e semplificazione procedurale.

Il rischio, in assenza di tali condizioni, è quello di un'armonizzazione puramente formale, in cui le categorie giuridiche del modello americano o europeo vengono replicate nominalmente senza tradursi in effettivi miglioramenti della prassi. Come osserva Douglas Baird (2017)¹⁴², l'efficienza di un sistema concorsuale non dipende tanto dalla complessità delle regole, quanto dalla credibilità delle priorità e dalla prevedibilità dei risultati. In un contesto in cui la certezza del diritto e la tempestività delle decisioni sono limitate, strumenti come la *relative priority rule* o la prededuzione rischiano di disincentivare i finanziatori e di indebolire la fiducia nel sistema nel suo complesso.

Per evitare che il *legal transplant* si trasformi in un esercizio puramente imitativo, è necessario affiancare alle riforme legislative un processo di adattamento istituzionale e culturale. Ciò implica:

- la formazione di tribunali specializzati e la valorizzazione di competenze interdisciplinari nei giudici e nei professionisti della crisi;
- la promozione di una cultura del risanamento, fondata sulla trasparenza e sulla cooperazione tra debitore e creditori;
- il rafforzamento di strumenti finanziari dedicati alla continuità, anche attraverso la collaborazione con fondi pubblici e privati;
- la semplificazione delle procedure e la riduzione degli oneri formali, in modo da favorire la rapidità e la certezza delle soluzioni.

In definitiva, il *legal transplant* può rappresentare una opportunità di modernizzazione solo se accompagnato da una reale capacità di adattamento. Non si tratta di importare modelli, ma di tradurli nel contesto nazionale, mantenendone i principi di efficienza, fiducia e continuità, ma calibrandoli sulle specificità economiche e culturali dell'Italia, con sperimentazioni pilota e monitoraggio ex post degli esiti. Solo in questo modo il diritto della crisi potrà evolversi da strumento

¹⁴² Baird, D. G. (2017). Priority matters: Absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy. *University of Pennsylvania Law Review*, 165(4).

imitativo a sistema coerente e funzionale, capace di coniugare convergenza europea, sostenibilità economica e competitività industriale.

8.5. Proposte e prospettive per il diritto italiano della crisi

Alla luce delle analisi condotte e dei risultati empirici emersi nei capitoli precedenti, è possibile delineare alcune linee di evoluzione e indirizzi di policy per rafforzare l'efficacia del diritto italiano della crisi d'impresa. L'obiettivo non è soltanto correggere inefficienze normative o procedurali, ma costruire un sistema capace di accompagnare il risanamento aziendale in una prospettiva di rigenerazione sostenibile del valore economico e sociale.

Un primo ambito di intervento riguarda il rafforzamento degli strumenti di continuità aziendale. Occorre valorizzare ulteriormente il concordato in continuità e gli strumenti negoziali, semplificando l'accesso alla nuova finanza e incentivando piani industriali solidi e credibili. La lezione del Chapter 11 statunitense mostra che il successo delle ristrutturazioni dipende in larga misura dalla qualità del progetto industriale e dalla fiducia che esso genera negli stakeholder¹⁴³. In questa direzione, le forme di prededuzione e le garanzie per i nuovi finanziamenti – oggi disciplinate dagli artt. 99 e 100 del Codice della Crisi – dovrebbero essere accompagnate da procedure di autorizzazione più snelle e da un ecosistema finanziario in grado di sostenerle.

Parallelamente, è indispensabile ridurre la giurisdizionalizzazione e la frammentazione di prassi che ancora caratterizzano le procedure italiane. Una parte rilevante delle inefficienze sistemiche deriva dal peso del controllo giudiziario e dai tempi lunghi della decisione. È auspicabile una maggiore valorizzazione delle soluzioni stragiudiziali e negoziali – in primis la composizione negoziata e gli accordi di ristrutturazione dei debiti – nonché l'istituzione di corti specializzate in materia di crisi d'impresa, capaci di assicurare competenza tecnica, uniformità di orientamenti e rapidità nell'adozione delle decisioni¹⁴⁴.

¹⁴³ Gilson, 2012, Op. cit.

¹⁴⁴ Becker, 2019, Op. cit.

Un terzo asse di riforma riguarda la valorizzazione del ruolo dell'imprenditore risanatore, quale soggetto attivo e responsabile del rilancio. Il legislatore dovrebbe promuovere una cultura del debitore virtuoso, capace di affrontare tempestivamente la crisi e di presentare piani trasparenti e credibili. In questa prospettiva, la logica del debtor-in-possession del Chapter 11 rappresenta un utile modello di riferimento, basato su fiducia e responsabilizzazione¹⁴⁵. L'imprenditore che sceglie la via del risanamento va considerato un agente di valore, non un soggetto da sanzionare.

Al tempo stesso, diventa fondamentale sviluppare indicatori integrati di performance del risanamento, in grado di valutare la riuscita delle procedure non solo in termini di soddisfacimento dei creditori, ma anche di impatto economico, occupazionale, territoriale e sociale. L'approccio ESG e la teoria del valore condiviso Porter & Kramer (2011)¹⁴⁶ offrono una cornice utile per metriche multidimensionali capaci di catturare la qualità e la sostenibilità della continuità. Tali metriche dovrebbero essere adottate anche come strumenti di monitoraggio da parte delle autorità di vigilanza, consentendo di valutare ex post la reale efficacia dei piani omologati.

Un altro pilastro essenziale è la promozione di una cultura della prevenzione e del risanamento precoce. Il rafforzamento dei meccanismi di early warning, la formazione di imprenditori, advisor e creditori istituzionali, e l'incentivazione di comportamenti cooperativi rappresentano condizioni necessarie per rendere il sistema più reattivo e meno difensivo. La gestione anticipata della crisi riduce la distruzione di valore e aumenta la probabilità di successo delle procedure di continuità.

Le riforme dovrebbero poi favorire una maggiore integrazione tra diritto della crisi e politiche industriali, riconoscendo che la gestione delle insolvenze non può essere separata dalle strategie per la competitività, la transizione tecnologica e l'innovazione. La crisi d'impresa è strutturalmente connessa alla trasformazione dei mercati: per questo, la politica legislativa deve dialogare con gli strumenti finanziari

¹⁴⁵ Warren & Westbrook, 2020, Op. cit.

¹⁴⁶ Porter & Kramer (2011), Op. cit.

pubblici e con le misure di sostegno alle imprese in rilancio, orientando la ristrutturazione verso obiettivi di sviluppo sostenibile.

Sul piano metodologico, è prioritario estendere la base empirica e promuovere statistiche istituzionali più granulari. I dataset come quelli utilizzati in questa tesi offrono un terreno fertile per studi disaggregati per categoria di stakeholder, settore e dimensione d'impresa. Parallelamente, istituzioni come ISTAT, Banca d'Italia e Ministero della Giustizia dovrebbero pubblicare dati sistematici per esito delle procedure, tempi di chiusura, struttura dei creditori e fattore dimensionale, così da consentire una valutazione quantitativa dell'efficienza del sistema e dell'impatto delle riforme.

In sintesi, l'evoluzione del diritto della crisi richiede un cambio di prospettiva culturale. Occorre superare l'approccio difensivo e frammentario del passato, sostituendolo con una visione proattiva, inclusiva e rigenerativa. La continuità aziendale va concepita come bene collettivo da tutelare, non come una concessione eccezionale. Solo attraverso un diritto che favorisca cooperazione, fiducia e sostenibilità sarà possibile trasformare la crisi in un'occasione di crescita, consolidando un sistema normativo e istituzionale in grado di preservare valore, occupazione e competitività nel lungo periodo.

8.6. Conclusione: dalla crisi al rilancio

Per lungo tempo, la crisi d'impresa è stata interpretata come una frattura irreversibile nel percorso dell'attività economica, da affrontare con strumenti prevalentemente liquidatori e logiche punitive. Tale visione, radicata nella tradizione giuridica europea continentale, ha confinato il diritto concorsuale entro una funzione essenzialmente distributiva, volta a ripartire le perdite tra i creditori. L'evoluzione normativa e dottrinale degli ultimi decenni – e, in particolare, l'emergere del paradigma della continuità – ha progressivamente trasformato la crisi in un momento di ristrutturazione, apprendimento e rigenerazione.

L'analisi sviluppata in questa tesi mostra che il diritto della crisi non è soltanto un insieme di norme che disciplinano il dissesto, ma può diventare una leva di sviluppo sistemico, capace di sostenere la rigenerazione dell'impresa, la coesione del tessuto

produttivo e la fiducia degli stakeholder. La funzione moderna del diritto concorsuale si misura oggi nella capacità di ridurre la distruzione di valore e di favorire la transizione della crisi in continuità: obiettivi che implicano non solo efficienza procedurale, ma anche sostenibilità economica e responsabilità sociale.

Perché tale trasformazione sia effettiva, occorre che la disciplina della crisi sia orientata alla creazione di valore, sostenuta da strumenti coerenti e tempestivi, e ancorata a una visione che riconosca la continuità aziendale come interesse collettivo, non come eccezione concessa al debitore. Il diritto deve dunque agire come architettura ordinante, capace di mediare tra interessi concorrenti e di favorire soluzioni che preservino l'impresa come centro di valore economico, occupazionale e territoriale.

La sfida per il futuro si articola su due piani complementari. Da un lato, consolidare le riforme già introdotte, rendendo più fluide le procedure, riducendo il formalismo e potenziando la negoziazione stragiudiziale. Dall'altro, affrontare i nodi strutturali che ancora ostacolano la diffusione di una cultura del risanamento: formazione degli operatori, disponibilità di capitale di rischio, fiducia nel debitore onesto e creazione di un ecosistema normativo che premi trasparenza ed efficienza.

Le evidenze empiriche dei Capitoli 5, 6 e 7 confermano che la continuità, quando sostenuta da piani industriali credibili e da governance trasparenti, genera benefici diffusi (tenuta occupazionale, salvaguardia delle filiere, riattivazione del capitale produttivo). Al contrario, la liquidazione giudiziale produce distruzione massiva di valore, con recuperi medi per i creditori inferiori al 10% e un impatto negativo sull'economia.

L'agenda di policy delineata nel paragrafo 8.5 indica le direttrici operative per perseguire tale obiettivo: ridurre il Demoltiplicatore della Crisi (DM) attraverso continuità effettiva, nuova finanza protetta e rapidità decisionale; rafforzare la base informativa e statistica; favorire una cooperazione più stretta tra diritto, economia e management. Solo un approccio interdisciplinare potrà garantire coerenza tra riforme normative e realtà industriale del Paese.

In conclusione, la crisi d'impresa non va intesa come un fallimento da contenere, ma come un momento di trasformazione da governare. Il diritto concorsuale, da disciplina difensiva, può e deve diventare diritto della rigenerazione: un'architettura che consenta al sistema economico di apprendere, adattarsi e ripartire. In questa prospettiva, la continuità non è soltanto una strategia aziendale, ma una responsabilità collettiva: un impegno verso la salvaguardia del valore produttivo e sociale che l'impresa rappresenta per l'intera comunità economica.

English Abstract

The dissertation analyses the relationship between corporate distress and business continuity, with the aim of assessing the extent to which modern insolvency and restructuring frameworks are effectively able to preserve economic and social value compared to liquidation-based alternatives. The research lies at the intersection of insolvency law, business economics, and corporate finance, and is grounded in the idea that corporate crisis is not merely a problem of loss allocation among creditors, but a systemic phenomenon capable of generating wide-ranging effects on employment, productive capacity, and the overall cohesion of the economic system.

The research develops along three main lines. First, it reconstructs the evolution of insolvency law in the main reference jurisdictions – European, Italian, and U.S. – highlighting the progressive shift from a liquidation-oriented model to a paradigm centred on business continuity. In particular, the analysis shows how Directive (EU) 2019/1023, the Italian Code of Business Crisis and Insolvency, and U.S. Chapter 11, albeit through different legal instruments, converge toward a conception of crisis as a phase to be managed in a timely and negotiated manner, where the continuation of business activity is regarded as a key mechanism for value preservation and stakeholder protection.

Second, the dissertation develops a theoretical framework for business continuity, interpreted not merely as a technical or accounting assumption, but as a systemic and social value. Continuity is analysed through the lenses of sustainability theory and stakeholder capitalism, highlighting how the sacrifice imposed on creditors in restructuring processes may be justified by the firm's ability to regenerate value over time, including beyond the strictly financial dimension. From this perspective, the assessment of insolvency procedures cannot be limited to a comparison with the liquidation alternative, but must also incorporate qualitative indicators related to the preservation of employment, supply-chain relationships, and productive capacity.

The core and original contribution of the dissertation lies in its empirical analysis, articulated in three complementary studies (Chapters 5, 6, and 7), focusing on the Italian case over the period 2012–2018. The first study examines the performance of firms that successfully completed a *concordato preventivo* with direct business

continuity, introducing the concept of the “payback of continuity”, defined as the time required for the value generated after court approval to compensate for the economic sacrifice imposed on creditors. The results show that, when measured using absolute indicators such as revenues and value of production, continuity is able to absorb the write-down within a relatively limited time horizon; by contrast, when evaluated through margin-based indicators (value added and EBITDA), the payback period is often very long – and in most cases entirely absent – suggesting that the benefits of continuity are predominantly social rather than financial in nature.

The second study investigates the economic and financial determinants of firm survival, through a systematic comparison between direct continuity, indirect continuity, and liquidation. The comparative analysis shows that survival is not a random outcome, but is strongly associated with the presence of specific structural conditions: a minimum firm size, residual profitability that is not entirely eroded, and a sufficiently solid base of productive assets. By contrast, leverage and liquidity levels, when considered in isolation, do not emerge as decisive variables in determining procedural outcomes. The findings therefore suggest that the success of restructuring paths depends primarily on the sustainability of the operating model and the firm’s industrial capacity, rather than on the configuration of the financial structure.

The third study further broadens the perspective by introducing the concept of the “crisis multiplier”, an indicator designed to measure how much productive capacity is destroyed when a firm is liquidated rather than restructured. The analysis, conducted on a sample of more than two thousand failed firms, shows that liquidation entails an extremely high average loss of assets and a significant destruction of economic value, employment, and supply-chain relationships, with particularly severe effects in larger firms. The crisis multiplier thus provides a quantitative measure of the social cost of judicial liquidation.

Taken together, the empirical findings confirm that business continuity is neither a universally efficient solution nor a guarantee of recovery for financial creditors. However, when minimum industrial conditions for restructuring exist, continuity

represents an effective tool for reducing value destruction and preserving the economic and social function of the firm. The dissertation concludes by proposing an interpretation of insolvency law as an instrument of economic and social policy, aimed not only at managing insolvency, but at the rational selection of recoverable firms and the protection of the productive capacity of the economic system.

Ringraziamenti

Desidero esprimere la mia più sincera gratitudine a tutti coloro che hanno contribuito alla realizzazione di questo lavoro di ricerca.

Un ringraziamento particolare va al Professor Riccardo Tiscini, mio tutor di dottorato, per la guida scientifica, il confronto costante e la fiducia dimostrata nel corso di questi anni. La sua visione e la sua disponibilità hanno rappresentato un punto di riferimento fondamentale nello sviluppo di questo progetto.

Desidero inoltre ringraziare Gybe S.r.l., che ha cofinanziato la mia borsa di studio, rendendo possibile la prosecuzione di questo percorso di ricerca e formazione.

Un sentito grazie va all'Universitas Mercatorum, per avermi accompagnato con attenzione e rigore lungo tutto il triennio di dottorato, offrendo un ambiente stimolante di crescita accademica e personale.

Infine, un ringraziamento speciale al Professor Roberto Mazzei, che mi ha seguito e incoraggiato sin dal mio primo giorno di lezione del corso di Finanza Aziendale alla LUISS, nel quale collaboro sin dal 2018. La sua costante vicinanza, la quotidiana collaborazione nelle attività professionali e il suo esempio di equilibrio tra esperienza pratica e passione accademica hanno rappresentato per me una guida preziosa in ogni fase di questo percorso.

A tutti loro va la mia più profonda riconoscenza.

Bibliografia utilizzata

- Altman, E.I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*, vol. 23, n. 4, pp. 589–609.
- Altman, E.I. (2000). Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA® Models. Working Paper, New York University, Salomon Center, July 2000.
- Andrade, G., Kaplan, S.N. (1998). How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed, *Journal of Finance*, vol. 53, n. 5, pp. 1443–1493.
- Art. 186-bis l.fall., introdotto con D.L. 83/2012, convertito in L. 134/2012.
- Art. 84, co. 2, e art. 87, D.lgs. 14/2019 (Codice della Crisi d’Impresa e dell’Insolvenza – CCII).
- Baird, D. G. (2017). Priority matters: Absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy. *University of Pennsylvania Law Review*, 165(4).
- Baird, D.G. (1993). *The Elements of Bankruptcy*. Foundation Press, New York.
- Baird, D.G. (2020), *Elements of Bankruptcy* (7th ed.), New York: Foundation Press.
- Bankruptcy Act of 1898; Bankruptcy Reform Act of 1978 (Pub. L. No. 95-598).
- Bankruptcy Code (1978), Title 11 U.S.C., §§ 362, 364, 365, 1129.
- Becker, B. (2019). The EU’s insolvency reform: Right direction, not enough, and important issues left unaddressed. *CEPR Policy Insight*, n. 97.
- Becker, B., & Ivashina, V. (2019). Disruption and credit markets. *CEPR Discussion Paper* No. 13508.
- Bork, R.; Mangano, A. (2016), *European Cross-Border Insolvency Law*, Oxford University Press, Oxford.
- Bozza, S. (2016), Le riforme concorsuali del decennio 2005–2015, in *Ristrutturazioni e insolvenza*.
- Bris, A., Welch, I., & Zhu, N. (2006). The costs of bankruptcy: Chapter 7 liquidation versus Chapter 11 reorganization. *Journal of Finance*, 61(3), 1253–1303.
- Bureau van Dijk (Moody’s Analytics). AIDA – Analisi Informatizzata delle Aziende (dataset proprietario). Estrazioni Italia, esercizi 2012–2018.
- Caramiello, C. (1968), *L’azienda nella fase terminale*, Cursi, Pisa.
- Carpinelli, L., Cascarino, G., Giacomelli, S., Vacca, V. (2016), “La gestione dei crediti deteriorati: un’indagine presso le maggiori banche italiane”, in *Banca d’Italia Occasional papers*, n. 311.
- Catturi, G.; Marasca, S. (2022), La continuità aziendale come presupposto di sostenibilità nel governo dell’impresa, *Azienda Pubblica*, n. 2/2022, pp. 157–178.

Cerved (2022). La durata dei fallimenti e gli impatti sul mercato degli NPL, “Rapporto Cerved, Milano”.

CGUE (2006), C-341/04, Eurofood IFSC Ltd, sentenza del 2 maggio 2006.

Codice della Crisi d’Impresa e dell’Insolvenza (CCII) – D.lgs. 14/2019 e succ. mod. (artt. 84, 99, 100, 112).

D.L. 118/2021, conv. in L. 147/2021.

D.L. 13/2023 (c.d. “PNRR”), conv. con mod. in L. 41/2023.

D.L. 83/2012, conv. in L. 134/2012.

D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 – Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza.

D.lgs. 14/2019 (Codice della Crisi d’Impresa e dell’Insolvenza).

D.lgs. 169/2007 (correttivo alla riforma 2006).

D.lgs. 5/2006 (riforma legge fallimentare).

D.lgs. 83/2022 (attuazione Direttiva (UE) 2019/1023).

D’Attorre, G. (2023), Classi interessate e classi maltrattate nella ristrutturazione trasversale, in *Diritto della crisi*.

D’Attorre, G. (2023), Dal principio di maggioranza al principio di minoranza, in *Il Fallimento*, n. 3/2023.

Danovi A, Donati I, Forestieri T, Orlando I, Zorzi A. (2020) “Business continuity in times of distress: debt restructuring agreements and compositions with creditors in Italy”, in *Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza*, n. 574.

Danovi, A., Ratti, M., Quagli, A. (2020). *Le procedure concorsuali in Italia: efficienza, costi e prospettive di riforma*. Egea, Milano.

Danovi, R., Quagli, A. (2009). *La finanza aziendale in crisi: strumenti e strategie*, Giappichelli, Torino.

Decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14. Codice della crisi d’impresa e dell’insolvenza.

Decreto legislativo 17 giugno 2022, n. 83. Disposizioni correttive e integrative al D.lgs. 14/2019 (attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023).

Denis, D.J., Denis, D.K. (1995). Causes of Financial Distress Following Leveraged Recapitalizations, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, n. 2, pp. 129–157.

Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 sui quadri di ristrutturazione preventiva, sull’insolvenza e sulle misure per aumentare l’efficienza delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti.

Djankov, S., Hart, O., McLiesh, C., Shleifer, A. (2008). Debt Enforcement around the World, *Journal of Political Economy*, vol. 116, no. 6, pp. 1105–1149.

Eidenmüller, H. (2017), Contracting for a European Insolvency Regime, *European Business Organization Law Review*, 18(2), 273–304.

European Law Institute (2017), *Rescue of Business in Insolvency Law (ELI Instrument)*, Oxford University Press for ELI, Oxford.

European Law Institute (2022), *Business Rescue Principles and Guidelines (ELI Report)*.

European Parliament (2019), *Harmonising Insolvency Laws in the Euro Area: Rationale, Stocktaking and Challenges (PE 614.528)*.

European Parliament (2021), *Harmonising Insolvency Law in the EU: New Thoughts on Old Ideas in the Wake of the Covid-19 Pandemic*, Brussels.

Fabiani, M. (2013), *La crisi dell'impresa tra diritto ed economia*, Torino: Giappichelli.

Francia – Loi n° 2021-689 du 31 mai 2021, portant diverses dispositions d'adaptation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière; Ordonnance n° 2021-1193 du 15 septembre 2021.

Freeman, R.E.; Dmytriiev, S.D.; Parmar, B.L. (2020), *The Power of And: Responsible Business Without Trade-Offs*, Columbia Business School Publishing, New York.

Garrido, J.M. (2012), *Out-of-Court Debt Restructuring*, The World Bank, Washington, DC.

Garrido, J.M.; DeLong, C.M.; Rasekh, A.; Rosha, A. (2021), *Restructuring and Insolvency in Europe: Policy Options in the Implementation of the EU Directive (IMF Working Paper 2021/152)*, International Monetary Fund, Washington, DC.

Ghio, E.; Boon, G.-J.; Ehmke, D.; Gant, J.; Langkjær, L.; Vaccari, E. (2021), “Harmonising insolvency law in the EU: New thoughts on old ideas in the wake of the COVID-19 pandemic”, *International Insolvency Review*, 30(3), 427–459.

Gilson, S. C. (2012). Coming through in a crisis: How Chapter 11 and the debt restructuring industry are helping to revive the U.S. economy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(4), 23–35.

Hannan, M.T., Freeman, J. (1989). *Organizational Ecology*. Harvard University Press, Cambridge, MA.

Harris, M., Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, vol. 46, n. 1, pp. 297–355.

IMF (2021). *Restructuring and Insolvency in Europe: Policy Options in the Implementation of the EU Directive*, IMF Working Paper.

ISTAT, Banca d'Italia (2007). *Statistiche sulle procedure fallimentari in Italia*. Roma.

Italia – D.lgs. 14/2019, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (CCII)*; D.lgs. 83/2022, *attuazione della Direttiva (UE) 2019/1023*.

IUS – Diritto della crisi d’impresa (2024), La tutela del credito e l’interesse dei creditori nella ristrutturazione trasversale del concordato in continuità, in IUS – Diritto della crisi d’impresa (Giuffrè Francis Lefebvre).

Jackson, T.H. (1986). *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*. Harvard University Press, Cambridge (MA).

Jeantet, L., [et al.] (2024). Il valore di realizzo dei diritti risarcitori nell’alternativo scenario della liquidazione giudiziale, Rirea, Roma.

Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, pp. 305–360.

Lamanna, F. (2023), Il classamento nel concordato con continuità, in *Diritto della crisi*.

LEUZZI S. (2022), “L’evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure concorsuali”, in *NLCC*, n.2.

Leuzzi, G. (2022). *Crisi d’impresa e valore: strumenti e prospettive di tutela*. Giappichelli, Torino.

Leuzzi, G. (2022). Il volto nuovo del concordato preventivo in continuità aziendale, in *Diritto della Crisi*, n. 2.

LoPucki, L.M. (1983), “The Debtor in Full Control: Systems Failure under Chapter 11 of the Bankruptcy Code”, *American Bankruptcy Law Journal*, 57: 99–126.

Madaus, S. (2020), “The EU Preventive Restructuring Framework: A Rescue Culture in the Making?”, *European Company and Financial Law Review*, 17(2), 294–327.

Madaus, S. (2020), *Rescue of Business in Insolvency Law*, European University Institute.

Madaus, S. (2020), *Rescue Plans in European Preventive Restructuring Frameworks*, in *European Company and Financial Law Review*.

Manganelli, P. (2010), “The Evolution of the Italian and U.S. Bankruptcy Systems: a Comparative Analysis”, *Journal of Business & Technology Law*, 5(2), pp. 237–262.

Marcello, R.; Ravellino, S.; Lucido, N. (2023), “La continuità aziendale da valore-mezzo a valore-fine per il risanamento dell’impresa in crisi”, *RIREA – Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 2023, pp. 1–14.

MIO C. (2021), *L’azienda sostenibile*, Laterza, Bari.

Modigliani, F., Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, vol. 48, n. 3, pp. 261–297.

Modigliani, F., Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, vol. 53, n. 3, pp. 433–443.

Mokal, R.J. (2005), *Corporate Insolvency Law: Theory and Application*, Oxford University Press, Oxford.

- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, vol. 39, n. 3, pp. 575–592.
- Opler, T.C., Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance, *Journal of Finance*, vol. 49, n. 3, pp. 1015–1040.
- Osborne Clarke (2024), Il cross-class cram-down, ossia l'omologazione del concordato preventivo in continuità nel dissenso dei creditori: una prima applicazione giurisprudenziale, in Osborne Clarke – Insights (Restructuring & Insolvency).
- Pacchi, S. (2022), “La gestione sostenibile della crisi d'impresa”, *Quaderni di Ristrutturazioni Aziendali*, fasc. 4/2022, pp. 9–35.
- Panzani, L. (2013), Il concordato preventivo nella riforma del 2012, in *Il Fallimento*.
- Paulus, C.G. (2021), “Germany's StaRUG and its Implementation of the EU Directive”, *International Insolvency Review*, 30(1), 1–20.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1–2), 62–77.
- R.D. 16 marzo 1942, n. 267, Disciplina del fallimento, del concordato preventivo, dell'amministrazione controllata e della liquidazione coatta amministrativa.
- Rajan, R.G.; Zingales, L. (2003), *Saving Capitalism from the Capitalists*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rasmussen, R.K. (1992), “Debtor's Choice: A Menu Approach to Corporate Bankruptcy”, *Texas Law Review*, 71(1), pp. 51–121.
- Rasmussen, R.K. (1992). The Ex Ante Effects of Bankruptcy Reform on Investment Incentives, *Columbia Law Review*, vol. 92, no. 7, pp. 1533–1601.
- Regolamento (CE) n. 1346/2000 del Consiglio del 29 maggio 2000, relativo alle procedure d'insolvenza.
- Regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015, relativo alle procedure d'insolvenza (rifusione).
- RICCIARDIELLO E. (2021), Sustainability and going concern, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 13 ottobre 2021 (online).
- Rodano, G., Serrano-Velarde, N., Tarantino, E. (2016). Bankruptcy Law and Bank Financing, *Journal of Financial Economics*, vol. 120, no. 2, pp. 363–382.
- Roe, M.J. (1994), *Bankruptcy and Debt: A Corporate Finance Perspective*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rolfi, F. (2023), “La giurisdizione internazionale nella disciplina del Codice della crisi”, *IUS – Crisi d'Impresa* (Giuffrè Francis Lefebvre), 19 aprile 2023 (online).

- Rossi, A. (2022), Le classi nel concordato: tra diritto sostanziale e strategia negoziale, in *Diritto della crisi*.
- The Evolution of the Italian and U.S. Bankruptcy Systems – A Comparative Analysis (2010), in *Journal of Business & Technology Law*.
- Tiscini, R. (2020). *Economia della crisi d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- Tollenaar, N. (2020), *The WHOA: The Dutch Scheme*, Oxford University Press, Oxford.
- Tribunale di Milano, 12 gennaio 2023, *Il Fallimentarista* (Giuffrè Francis Lefebvre).
- Tribunale di Milano, 21 luglio 2014, in *Il Fallimentarista* (Giuffrè Francis Lefebvre).
- Tribunale di Napoli, sentenza n. 39/2024, 22 febbraio 2024, *Il Fallimentarista* (Giuffrè Francis Lefebvre).
- Turchi, A., Il valore di liquidazione alla luce delle prime pronunce di merito, in *Diritto della crisi*, 2024.
- Valiante, D. (2016), Harmonising insolvency laws in the Euro Area: rationale, stock-taking and challenges. What role for the Eurogroup? European Parliament, Directorate-General for Internal Policies, Economic Governance Support Unit (EGOV), PE 574.428.
- Van Zwieten, K. (2015), Bankruptcy Law Reform in the UK and Europe: Value, Procedures and Institutions, in *Journal of Corporate Law Studies*.
- Van Zwieten, K. (2015), Restructuring the European Business Enterprise: The EU Commission Recommendation on a New Approach to Business Failure and Insolvency, ECGI Law Working Paper No. 301/2015.
- Van Zwieten, K. (2021), *Rescue of Business in Europe: A European Law Institute Instrument*, Oxford: Oxford University Press.
- Warren, E.; Westbrook, J.L. (2020), *The Law of Debtors and Creditors* (8th ed.), New York: Aspen Publishers.
- Wolters Kluwer (2021), *European Insolvency Proceedings: Commentary on Regulation (EU) 2015/848* (a cura di Wessels, B.; Madaus, S.; Paulus, C.G.), Wolters Kluwer, Alphen aan den Rijn.
- Zappa, G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano.