



Università telematica delle
Camere di Commercio Italiane

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

Ciclo XXXVIII

Tesi di Dottorato di Ricerca in
“Il monitoraggio degli assetti organizzativi, amministrativi e
contabili per la tempestiva emersione dello stato di crisi
aziendale”

Dott. Andrea Ciccioriccio

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

Tutor
Chiar.ma
Prof.ssa Laura Martiniello

Co-Tutor
Chiar.mo
Prof. Alberto Tron

Anno Accademico 2025 / 2026

INDICE

1. Introduzione	2
2. Rassegna critica della letteratura scientifica: gli Adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili per la tempestiva emersione dello stato di crisi aziendale	4
2.1 Premesse.....	4
2.2 Il Codice della crisi e dell'insolvenza: inquadramento economico-normativo	5
2.3 Gli assetti amministrativi: governance, ruoli e responsabilità	6
2.4 Gli assetti organizzativi: controllo interno e gestione del rischio	7
2.5 Gli assetti contabili: informazione economico-finanziaria e rilevazione della crisi	8
2.6 Indicatori di crisi, sistemi di early warning e pianificazione finanziaria nel CCII	9
2.7 Evidenze empiriche e studi applicativi sugli adeguati assetti nel contesto Italiano.....	12
2.8 Discussione critica complessiva sugli adeguati assetti e la prevenzione della crisi d'impresa.....	15
2.9 Conclusioni	18
3. Dai primi segnali di crisi alla discontinuità gestionale	21
4. La performance del risanamento d'impresa tramite i concordati preventivi in continuità. Analisi empirica sulla value creation delle imprese in crisi nel contesto italiano.	38
5. Conclusioni e sviluppi futuri del progetto di ricerca	63
6. Bibliografia	67

1. Introduzione

Il percorso di ricerca dello scrivente Dottorando è stato ispirato dall'obiettivo di approfondire come – tramite l'implementazione di strumenti di analisi finanziaria del bilancio, di pianificazione economico-finanziaria e di sistemi di controllo – l'imprenditore possa (*rectius*, debba) dotarsi di un adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile che gli consenta un monitoraggio continuo, piuttosto che una diagnosi ex post, dello stato di salute della propria impresa.

Tutto ciò, al fine ultimo di potersi tempestivamente accorgere dello stato di crisi della propria azienda, con particolare riferimento alla crisi di liquidità che rappresenta il tipico primo segnale di un complessivo andamento negativo accompagnato, in taluni casi, anche dalla mancanza di sostenibilità economica del business aziendale.

Per un'impresa, infatti, diagnosticare precocemente il possibile avvicinarsi di una situazione di crisi è di fondamentale importanza per consentirle di porre in essere strategie di salvaguardia del proprio valore.

D'altronde, è noto come – quello dell'emersione tempestiva dello stato di crisi aziendale – sia stato il principale *driver* a cui si è ispirata la c.d. Direttiva *Insolvency* (i.e. Direttiva UE n. 2019/1023), per il recepimento della quale si è reso necessario avviare il procedimento di riforma della legge fallimentare italiana; procedimento culminato – almeno per il momento – con la definitiva ed integrale entrata in vigore del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza avvenuta il 15.07.2022 (e dei successivi c.d. “correttivi”).

L'obiettivo fissato dal Legislatore è, dunque, quello di uno stravolgimento della cultura imprenditoriale italiana: passare da un'era in cui l'imprenditore era l'ultimo ad “accorgersi” dello stato di crisi/insolvenza della propria azienda ad un'epoca in cui è lo stesso imprenditore a dover fare un “*j'accuse*” e ad attivarsi tempestivamente per il risanamento della propria impresa.

La ricerca è stata dunque condotta con l'obiettivo di verificare se il tessuto imprenditoriale italiano riuscirà a cogliere effettivamente questa sfida e a capire l'importanza di dotarsi di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato, che gli consenta un monitoraggio continuo, piuttosto che una diagnosi ex post, dello stato di salute della propria impresa.

Successivamente alla presente introduzione, nel secondo capitolo viene presentata una rassegna critica della letteratura scientifica in tema di “Adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili per la tempestiva emersione dello stato di crisi aziendale”.

Nel terzo capitolo, invece, viene riportato il contributo – predisposto dalla Prof.ssa Laura Martiniello e dal sottoscritto – dal titolo “*Dai primi segnali di crisi alla discontinuità gestionale*”, pubblicato all’interno del “*Manuale teorico-pratico della composizione negoziata della crisi di impresa*”, edito da Edizioni Scientifiche Italiane a cura del Prof. Francesco Fimmanò. In particolare, il contributo predisposto – *inter alia* – dallo scrivente verte proprio sull’individuazione degli strumenti che consentono una tempestiva emersione dello stato di crisi aziendali, nonché sulle azioni (di discontinuità) che il *management* può intraprendere per fronteggiare la crisi medesima.

Il quarto capitolo, in ultimo, riporta un articolo – redatto da un gruppo di ricerca dell’Universitas Mercatorum, supervisionato dal Prof. Riccardo Tiscini e tra i cui componenti si annovera anche il sottoscritto – dal titolo “*La performance del risanamento d’impresa tramite i concordati preventivi in continuità. Analisi empirica sulla value creation delle imprese in crisi nel contesto italiano*”. Articolo che è stato presentato al Convegno SIDREA “*Digitalizzazione e tecnologie per il successo del partenariato pubblico privato*” – tenutosi a settembre 2024 presso l’Università di Ancona – e recentemente accettato per la pubblicazione tra gli atti del Convegno.

2. Rassegna critica della letteratura scientifica: gli Adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili per la tempestiva emersione dello stato di crisi aziendale

2.1 Premesse

La tempestiva emersione dello stato di crisi aziendale costituisce uno dei temi centrali, e certamente uno degli elementi di novità, dell'economia aziendale contemporanea e del dibattito scientifico in materia di corporate governance, controllo di gestione e diritto della crisi d'impresa. L'entrata in vigore del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (ad opera del D.lgs. 14/2019 e s.m.i., di seguito anche "CCII") ha invero determinato un significativo mutamento di paradigma, spostando l'attenzione dal momento patologico dell'insolvenza alla fase fisiologica della gestione aziendale, in cui la crisi può e deve essere intercettata tempestivamente *in primis* dall'imprenditore.

Il legislatore italiano, modificando il dettato dell'art. 2086, comma 2, c.c., ha imposto all'imprenditore collettivo l'obbligo di istituire assetti amministrativi, organizzativi e contabili che risultino sì adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa – come nel previgente testo normativo – ma anche e soprattutto funzionali alla rilevazione tempestiva dello stato di crisi e alla perdita della continuità aziendale (Ambrosini, 2022). Ed è proprio su tale novità normativa che la letteratura scientifica ha iniziato a concentrarsi, riscontrandosi una sempre maggiore presenza di contributi di economia aziendale, contabilità, finanza e diritto societario.

Dal punto di vista scientifico, il tema degli adeguati assetti attraversa trasversalmente teorie della crisi d'impresa, modelli di controllo interno e sistemi di pianificazione e controllo. La letteratura appare concorde nell'affermare che la crisi aziendale non rappresenti un evento improvviso, bensì un progressivo processo di deterioramento dell'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, caratterizzato da primi segnali più deboli e successivi campanelli d'allarme più evidenti, che possono essere tempestivamente identificati solo attraverso sistemi informativi adeguati e una governance societaria orientata alla prevenzione (Bastia, 2019).

Nel presente paragrafo verrà, dunque, presentata una rassegna critica della letteratura scientifica sugli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili, analizzandone i fondamenti teorici, le implicazioni operative e i limiti applicativi, con specifico riferimento all'aggiornato contesto normativo italiano delineato dal CCII. L'analisi verte sui contributi che esaminano l'efficacia degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili come strumenti di *early warning* e di gestione prospettica della continuità aziendale.

2.2 Il Codice della crisi e dell'insolvenza: inquadramento economico-normativo

Nell'ordinamento giuridico italiano, il CCII rappresenta – allo stato – il punto di arrivo di un processo di riforma del diritto della crisi d'impresa, necessariamente ispirato ai principi di matrice europea sanciti nella Direttiva UE n. 2019/1023 (c.d. “Direttiva *Insolvency*”). Quest'ultima ha, invero, promosso un approccio preventivo alla gestione delle difficoltà d'impresa, demandando ai singoli Stati Membri l'esecuzione di specifici interventi normativi volti a favorire la tempestiva emersione dello stato di crisi aziendale ed una sua più agevole e rapida risoluzione. Nel sistema italiano, tutto ciò si è tradotto in una ridefinizione del ruolo dell'imprenditore e degli organi societari – cui è attribuita una responsabilità attiva nella costruzione di assetti aziendali idonei a monitorare l'equilibrio economico, patrimoniale e finanziario – nonché del ruolo degli organi di controllo, chiamati a verificare l'effettiva adeguatezza degli assetti medesimi. L'art. 3 CCII, peraltro, estende l'obbligo di prevenzione anche all'imprenditore individuale, tenuto conto che la rilevazione tempestiva della crisi costituisce un dovere gestionale e non un mero adempimento formale (Montalenti, 2020).

Dal punto di vista economico, la nozione di crisi accolta dal CCII è coerente con l'impostazione aziendalistica, che individua nella perdita di equilibrio finanziario prospettico il principale indicatore di difficoltà strutturale. La crisi viene infatti definita come lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza, concetto che richiama esplicitamente l'analisi previsionale dei flussi di cassa e della sostenibilità del debito (Rossi, 2021).

La letteratura scientifica ha evidenziato come l'introduzione degli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili costituisca un tentativo di tradurre, in obbligo giuridico, principi già consolidati nella teoria del controllo di gestione e del *risk management*. In tale prospettiva, il CCII può essere letto come uno strumento di formalizzazione ed istituzionalizzazione delle *best practice* aziendali, finalizzato a ridurre l'asimmetria informativa e a migliorare la capacità decisionale degli organi di governo (Panizza, 2023).

2.3 Gli assetti amministrativi: governance, ruoli e responsabilità

Nel contesto dell'economia aziendale, gli assetti amministrativi rappresentano l'insieme dei meccanismi decisionali, delle procedure e delle strutture di governance attraverso cui l'impresa viene diretta e controllata. La letteratura scientifica ha da tempo evidenziato come una governance inefficace costituisca uno dei principali fattori di vulnerabilità aziendale e di emersione tardiva della crisi (Daily et al., 2003; Macey, 2008).

Con l'introduzione del CCII, il legislatore ha attribuito agli assetti organizzativi, amministrativi e contabili una funzione esplicitamente preventiva, imponendo che essi siano progettati in modo da consentire una visione prospettica dell'andamento aziendale. Ciò implica che il *management* aziendale non possa limitarsi ad una mera gestione reattiva, ma debba invece sempre adottare un approccio proattivo, fondato su informazioni tempestive e attendibili (Rordorf, 2020).

Dal punto di vista economico, tutto ciò si sostanzia nel superamento del modello tradizionale di controllo *ex post*, tipico delle piccole-media imprese, a favore di un sistema di *decision-making* strutturato, in cui il consiglio di amministrazione assume un ruolo centrale nella definizione delle strategie e nel monitoraggio dei rischi (Zattoni, 2020; Tricker, 2019). Studi empirici dimostrano, invero, come storicamente le imprese dotate di organi amministrativi attivi e competenti presentano una maggiore capacità di intercettare segnali di squilibrio finanziario e di adottare misure correttive in fase precoce (Beasley et Al., 2005; Fama et Al., 1983).

Un elemento chiave dell'adeguatezza degli assetti amministrativi è rappresentato dalla chiara attribuzione di ruoli e responsabilità. La letteratura sottolinea come

l'assenza di una chiara separazione tra funzioni decisionali, esecutive e di controllo aumenti il rischio di opacità informativa e di comportamenti opportunistici (Jensen et Al., 1976; Shleifer et Al., 1997). In tale prospettiva, il CCII rafforza indirettamente anche il ruolo degli organi di controllo, chiamati a vigilare sull'adeguatezza degli assetti e sulla capacità dell'impresa di mantenere la continuità aziendale.

L'adeguatezza degli assetti amministrativi deve essere, poi, valutata in relazione alla dimensione e alla complessità dell'impresa. La dottrina economico-aziendale evidenzia come non esista un modello unico ideale di governance preventiva, quanto piuttosto un insieme di principi adattabili al contesto specifico (Ferrero, 1980; Onida, 2015). Tuttavia, la presenza di alcune fattispecie appare ricorrente nella letteratura: i) la formalizzazione dei processi decisionali, ii) la periodicità delle analisi di performance, iii) l'integrazione tra pianificazione strategica e controllo economico-finanziario.

2.4 Gli assetti organizzativi: controllo interno e gestione del rischio

Gli assetti organizzativi costituiscono, invece, il supporto operativo degli assetti amministrativi e rappresentano il livello attraverso cui le decisioni strategiche vengono tradotte in processi, procedure e comportamenti concreti. La letteratura aziendalistica attribuisce a tali assetti un ruolo cruciale nella prevenzione della crisi, in quanto essi determinano la capacità dell'impresa di raccogliere, elaborare e diffondere informazioni rilevanti (Merchant et Al., 2017).

Un sistema organizzativo adeguato presuppone l'esistenza di un efficace sistema di controllo interno, inteso come l'insieme di regole, procedure e strumenti volti a garantire l'efficienza operativa, l'affidabilità delle informazioni e la conformità alle norme. In questo ambito, il riferimento al modello COSO è frequente nella letteratura, in quanto esso fornisce una cornice concettuale per l'integrazione tra controllo interno e gestione del rischio.

Dal punto di vista della prevenzione della crisi, particolare rilevanza assume il *risk management* aziendale. Numerosi studi evidenziano, invero, come la mancata identificazione e valutazione dei rischi strategici, operativi e finanziari rappresenti una delle principali cause di deterioramento della performance (Kaplan et Al.,

2012). Il CCII, pur non disciplinando esplicitamente il *risk management*, ne presuppone indirettamente l'esistenza, in quanto la rilevazione tempestiva della crisi richiede un monitoraggio sistematico dei fattori di rischio.

Nelle imprese di minori dimensioni, l'implementazione di assetti organizzativi strutturati incontra spesso ostacoli legati alla carenza di risorse e competenze. La letteratura evidenzia, tuttavia, come soluzioni semplificate – ma comunque coerenti con i principi del controllo interno – possano risultare efficaci anche nelle piccole-medie imprese (Arena et Al., 2014). In tale prospettiva, giova segnalare come l'adeguatezza degli assetti richiesta dall'art 2086 c.c. non coincida con la complessità, bensì con la capacità del sistema organizzativo di supportare decisioni informate e tempestive.

2.5 Gli assetti contabili: informazione economico-finanziaria e rilevazione della crisi

Gli assetti contabili rappresentano la principale fonte informativa del sistema di tempestiva emersione della crisi, in quanto consentono di misurare e rappresentare gli equilibri economici, patrimoniali e finanziari dell'impresa. La letteratura scientifica concorda, invero, nel ritenere che la crisi non possa essere intercettata senza un sistema contabile in grado di fornire informazioni tempestive, attendibili e orientate al futuro (Anthony et Al., 2014).

Sebbene la contabilità generale sia stata storicamente concepita come strumento di rendicontazione *ex post*, l'evoluzione normativa e teorica ha progressivamente ampliato il ruolo degli assetti contabili, attribuendo loro (anche) una funzione prospettica. In tale ottica, assumono particolare rilievo la contabilità analitica, il *budget* ed il *cash flow forecasting*, strumenti che consentono di valutare la sostenibilità futura finanziaria delle decisioni aziendali (Brusa, 2012).

Il CCII enfatizza la centralità dei flussi di cassa come indicatore chiave dello stato di crisi, coerentemente con l'approccio finanziario adottato dalla dottrina scientifica. La capacità di generare flussi di cassa sufficienti a far fronte alle obbligazioni assunte costituisce, infatti, il presupposto fondamentale della continuità aziendale (Damodaran, 2014; Altman, 1968). Ne consegue che un assetto contabile adeguato deve necessariamente includere strumenti di monitoraggio

periodico della liquidità e della struttura finanziaria, come peraltro suggerito dall'art. 3 CCII.

La letteratura critica segnala tuttavia che molte imprese, soprattutto di piccole dimensioni, continuano a basare le proprie decisioni su informazioni contabili incomplete o tardive. Ciò riduce significativamente l'efficacia degli assetti preventivi e aumenta il rischio di emersione tardiva della crisi (Amaduzzi, 1967; Barker, 2010). In tale contesto, il CCII può essere interpretato come un incentivo all'evoluzione dei sistemi contabili verso modelli più avanzati e orientati alla gestione.

2.6 Indicatori di crisi, sistemi di early warning e pianificazione finanziaria nel CCII

Nella teoria economico-aziendale, la crisi d'impresa non è concepita come un evento improvviso, bensì come un processo graduale di deterioramento degli equilibri aziendali, che si manifesta attraverso segnali progressivi e cumulativi. La letteratura ha, infatti, ampiamente dimostrato come l'insolvenza rappresenti l'esito finale di dinamiche patologiche non intercettate tempestivamente – o, nel peggiore dei casi, consapevolmente ignorate – piuttosto che una repentina rottura dell'equilibrio aziendale.

In tale prospettiva, la prevenzione della crisi si fonda sulla capacità dell'impresa di osservare, misurare e interpretare i segnali di squilibrio economico, patrimoniale e finanziario prima che essi divengano irreversibili. Gli indicatori di crisi e i sistemi di *early warning* costituiscono quindi strumenti essenziali per rendere effettivi gli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili richiesti dall'art. 2086 c.c. e dall'art. 3 del CCII (Ambrosini, 2022).

La letteratura sottolinea come tali strumenti non possano essere considerati meri adempimenti formali, ma debbano essere integrati in un sistema informativo orientato alla prospettiva, in grado di supportare il processo decisionale degli amministratori (Bastia, 2019).

I primi studi sugli indicatori di crisi risalgono agli anni Sessanta e Settanta, quando l'attenzione degli studiosi si concentrò sull'analisi dei rapporti di bilancio come strumenti predittivi dell'insolvenza. Beaver dimostrò empiricamente che alcuni

indicatori finanziari, in particolare quelli legati alla liquidità e alla struttura finanziaria, presentavano una significativa capacità discriminante tra imprese sane e imprese destinate al fallimento (Beaver, 1966).

Successivamente, Altman sviluppò modelli di analisi multivariata, come il celebre Z-score, che combinavano più indicatori in un'unica funzione discriminante (Altman, 1968). Sebbene tali modelli abbiano rappresentato un importante avanzamento metodologico, la letteratura successiva ne ha evidenziato i limiti, legati soprattutto alla staticità dell'analisi e alla dipendenza da dati storici.

A partire dagli anni Duemila, la riflessione scientifica si è progressivamente spostata verso indicatori dinamici e forward-looking, capaci di cogliere l'evoluzione prospettica degli equilibri aziendali. In questa prospettiva, la crisi viene interpretata come una progressiva incapacità dell'impresa di generare flussi di cassa sufficienti a sostenere la propria struttura finanziaria (Penman, 2020).

Il CCII recepisce pienamente l'impostazione prospettica elaborata dalla dottrina economico-aziendale. L'art. 2 del Codice definisce la crisi come lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza, richiamando esplicitamente una valutazione anticipata e probabilistica, piuttosto che un accertamento ex post.

In tale contesto, gli indicatori di crisi non sono più concepiti come meri segnali di allarme tardivi, ma come strumenti di monitoraggio continuo della sostenibilità aziendale, ovverosia come dei veri e propri campanelli di (preventivo) allarme. Il legislatore ha attribuito particolare rilievo agli indicatori finanziari, coerentemente con l'assunto secondo cui la perdita della continuità aziendale si manifesta primariamente come incapacità di far fronte alle obbligazioni finanziarie nei tempi previsti (Rossi, 2021).

La letteratura ha sottolineato come questa impostazione rappresenti una significativa innovazione rispetto al passato, in quanto impone agli amministratori una valutazione sistematica della capacità prospettica dell'impresa di generare valore e – soprattutto – liquidità (Panizza, 2023).

Tra i principali indicatori finanziari, il *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR) assume un ruolo centrale. Il DSCR misura il rapporto tra i flussi di cassa prospettici disponibili e il servizio del debito previsto in un determinato orizzonte temporale,

esprimendo sinteticamente la capacità dell'impresa di onorare le proprie obbligazioni finanziarie.

Dal punto di vista economico-aziendale, il DSCR presenta indubbi punti di forza:

- è coerente con una visione finanziaria della continuità aziendale;
- impone l'elaborazione di previsioni attendibili dei flussi di cassa;
- consente una valutazione prospettica della sostenibilità del debito.

Tuttavia, la letteratura critica evidenzia anche rilevanti limiti applicativi. In particolare, l'efficacia del DSCR dipende in modo cruciale dalla qualità delle ipotesi previsionali e dalla capacità dell'impresa di aggiornare tempestivamente le stime in funzione del mutare delle condizioni operative (Damodaran, 2001). Inoltre, l'adozione di un indicatore sintetico rischia di occultare segnali di crisi di natura strategica o organizzativa, non immediatamente riflessi nei flussi finanziari. Anche per tali ragioni, sebbene inizialmente individuato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili quale uno dei principali indicatori di allerta, il DSCR non è poi stato ripreso dall'art. 3 CCII.

A prescindere da quale si scelga di prendere come riferimento, gli indicatori di crisi trovano la loro piena efficacia solo se inseriti in sistemi strutturati di *early warning*, capaci di trasformare l'informazione in azione manageriale. La letteratura sul controllo di gestione evidenzia come tali sistemi debbano basarsi su un confronto sistematico tra risultati attesi e risultati conseguiti, attraverso strumenti quali budget, forecast e analisi degli scostamenti (Anthony et Al., 2014).

In particolare, secondo una parte della dottrina il *rolling forecast* rappresenta uno strumento particolarmente coerente con le finalità del CCII, in quanto consente di aggiornare continuamente le previsioni economico-finanziarie, adattandole ai cambiamenti del contesto competitivo e macroeconomico (Brusa, 2018).

Dal punto di vista della governance, invece, i sistemi di *early warning* rafforzano la responsabilità degli amministratori, i quali non possono più motivare la tardività di talune decisioni con l'assenza di informazioni. La letteratura sottolinea come l'adozione di tali sistemi contribuisca invero a ridurre l'asimmetria informativa e, conseguentemente, a migliorare la qualità del processo decisionale (Jensen, 1986). Nonostante il consenso teorico sull'importanza degli indicatori di crisi e dei sistemi di *early warning*, si segnala come numerosi studi evidenzino significative difficoltà

applicative, soprattutto nelle piccole e medie imprese. La carenza di competenze specialistiche, la limitata formalizzazione dei processi decisionali e la prevalenza di una cultura gestionale intuitiva rappresentano ostacoli rilevanti all'implementazione di modelli avanzati (Marchini, 2015).

La letteratura suggerisce tuttavia che, nelle PMI, l'adeguatezza degli assetti non debba essere valutata in termini di sofisticazione tecnica, bensì di coerenza funzionale. Anche strumenti semplici, se utilizzati in modo sistematico e integrati nel processo decisionale, possono infatti contribuire in modo significativo alla prevenzione della crisi, o quantomeno alla sua tempestiva emersione.

..*

Nel complesso, dunque, la rassegna della letteratura evidenzia come indicatori di crisi, sistemi di *early warning* e pianificazione finanziaria costituiscano il fulcro operativo degli adeguati assetti richiesti dal CCII. Tuttavia, la loro efficacia dipende dalla capacità dell'impresa di integrarli in un sistema informativo orientato alla prospettiva e supportato da una governance consapevole.

In assenza di un reale cambiamento culturale, il rischio è che l'obbligo normativo si traduca in una mera compliance formale, priva di effettiva capacità preventiva. La sfida principale, evidenziata dalla letteratura economico-aziendale, consiste dunque nel trasformare gli strumenti di allerta in leve di gestione strategica e di continuità aziendale.

2.7 Evidenze empiriche e studi applicativi sugli adeguati assetti nel contesto Italiano

L'analisi empirica degli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili nel contesto italiano presenta caratteristiche peculiari, riconducibili sia alla recente introduzione del CCII, sia alla struttura del tessuto produttivo nazionale, fortemente orientata verso piccole e medie imprese (Marchini, 2015).

La letteratura scientifica segnala come gli studi empirici disponibili siano ancora relativamente limitati e frammentati, spesso focalizzati su specifici settori o su campioni ristretti di imprese. Tuttavia, tali contributi offrono indicazioni rilevanti circa il grado di diffusione degli assetti preventivi, le modalità di implementazione e l'impatto sulla capacità di intercettare tempestivamente la crisi (Bastia, 2019).

Dal punto di vista metodologico, gli studi italiani si collocano prevalentemente lungo tre direttrici:

- analisi *survey* su imprese e professionisti;
- studi di caso;
- analisi quantitative su dati di bilancio e performance.

Una prima linea di ricerca si concentra sulla diffusione effettiva degli adeguati assetti nelle imprese italiane dopo l'introduzione del CCII. Indagini condotte su campioni di PMI evidenziano come, nonostante la crescente consapevolezza normativa, l'adozione di assetti strutturati rimanga disomogenea (CNDCEC, 2022). In particolare, emerge una significativa differenza tra imprese medio-grandi e le piccole medie imprese: mentre le prime risultano generalmente dotate di sistemi di pianificazione e controllo formalizzati, le seconde tendono ad adottare assetti semplificati, spesso limitati alla contabilità generale e a un monitoraggio informale della liquidità.

La letteratura sottolinea come tale divario non sia imputabile esclusivamente a vincoli dimensionali, ma anche a fattori culturali e organizzativi, quali la centralità dell'imprenditore-fondatore e la scarsa propensione alla formalizzazione dei processi decisionali (Golinelli, 2018).

Un secondo filone di studi analizza la relazione tra adozione di assetti adeguati e capacità di intercettare precocemente la crisi. Utilizzando dati di bilancio e indicatori di performance, alcune ricerche dimostrano che le imprese dotate di sistemi di pianificazione finanziaria e controllo di gestione presentano una maggiore probabilità di rilevare segnali di squilibrio prima del manifestarsi dell'insolvenza conclamata (Zanda, 2018).⁶

In particolare, il riferimento è all'introduzione di strumenti quali *budget* di cassa, *forecast* finanziari e analisi periodiche degli scostamenti risulta associata a una migliore gestione della liquidità e a una riduzione della probabilità di *default* nel medio periodo (Rossi, 2021). Tali risultati confermano empiricamente le ipotesi avanzate dalla teoria economico-aziendale circa il ruolo preventivo degli assetti informativi.

Tuttavia, la letteratura evidenzia anche che l'efficacia degli assetti dipende in modo cruciale dalla qualità dell'informazione prodotta e dalla capacità (unitamente alla volontà) degli organi amministrativi di utilizzarla nel processo decisionale. L'adozione formale di strumenti di controllo, in assenza di un reale utilizzo manageriale, non produce invece effetti significativi sulla prevenzione della crisi, né sulla sua tempestiva emersione.

Accanto alle analisi quantitative, numerosi contributi adottano un approccio qualitativo basato su studi di caso, particolarmente diffusi nella letteratura aziendalistica italiana. Tali studi consentono di approfondire le dinamiche organizzative e decisionali che sottendono l'implementazione degli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili (Yin, 2018).

Nello specifico, le evidenze qualitative raccolte mostrano come le imprese che hanno affrontato con successo situazioni di crisi incipiente presentino alcuni tratti comuni, e segnatamente:

- un sistema di *reporting* interno tempestivo e orientato alla prospettiva;
- un coinvolgimento attivo degli organi amministrativi;
- una chiara integrazione tra pianificazione strategica e controllo finanziario.

Al contrario, nei casi di crisi irreversibile emerge frequentemente l'assenza di sistemi di monitoraggio strutturati o la sottovalutazione dei segnali di allarme, nonostante la loro disponibilità informativa (Onida, 2015). Tali evidenze rafforzano l'idea che la prevenzione della crisi sia, prima ancora che tecnica, un problema di governance e cultura manageriale.

Un ulteriore ambito di indagine riguarda il ruolo dei professionisti esterni (commercialisti, revisori, consulenti) e degli organi di controllo nell'attuazione degli adeguati assetti. Le ricerche empiriche evidenziano come tali soggetti svolgano un ruolo cruciale nel supportare le imprese, soprattutto le piccole media imprese, nella corretta interpretazione e nell'applicazione delle disposizioni del CCII (Ambrosini, 2022).

In particolare, gli studi segnalano che la presenza di un collegio sindacale attivo e competente è positivamente correlata all'adozione di sistemi di monitoraggio finanziario più avanzati (Castelli, 2020). Ciò conferma il ruolo degli organi di

controllo come catalizzatori del cambiamento organizzativo e come garanti della qualità degli assetti preventivi.

Nonostante i risultati incoraggianti, la letteratura evidenzia importanti limiti nelle evidenze empiriche disponibili. In primo luogo, la maggior parte degli studi si basa su campioni limitati o su dati raccolti in una fase ancora iniziale di applicazione del CCII (Panizza, 2023).

In secondo luogo, risulta complesso isolare l'effetto specifico degli adeguati assetti rispetto ad altre variabili, quali il contesto macroeconomico o le caratteristiche settoriali. Tali limiti suggeriscono la necessità di ulteriori ricerche longitudinali e comparative, capaci di valutare l'impatto degli assetti nel medio-lungo periodo (Damodaran, 2015).

..*

Nel complesso, le evidenze empiriche disponibili confermano l'assunto centrale della letteratura aziendalistica: gli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili contribuiscono in modo significativo alla prevenzione della crisi d'impresa, a condizione che siano effettivamente integrati nei processi decisionali. Il contesto italiano mostra tuttavia una forte eterogeneità applicativa, soprattutto tra grandi imprese e piccole medie imprese. Il CCII rappresenta un potente stimolo normativo, ma la sua efficacia dipenderà dalla capacità del sistema imprenditoriale di tradurre l'obbligo giuridico in un cambiamento sostanziale delle pratiche gestionali.

2.8 Discussione critica complessiva sugli adeguati assetti e la prevenzione della crisi d'impresa

Come già anticipato, il CCII segna un passaggio paradigmatico nella concezione della crisi d'impresa, spostando l'attenzione dalla fase patologica dell'insolvenza alla fase fisiologica – e, possibilmente, preventiva – della gestione aziendale. Dal punto di vista economico-aziendale, tale impostazione appare coerente con la letteratura che interpreta la crisi come un processo progressivo e non come un evento improvviso.

La previsione degli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili può dunque essere letta come il tentativo di istituzionalizzare, in forma normativa,

principi già consolidati nella teoria del controllo di gestione, del *risk management* e della *corporate governance*. Tuttavia, la traduzione di tali principi in obblighi giuridici solleva interrogativi rilevanti circa la loro effettiva capacità di incidere sui comportamenti manageriali (Bastia, 2019).

Uno dei principali nodi critici emersi dalla recente letteratura riguarda la nozione di adeguatezza, che l'art. 2086 c.c. impone debba caratterizzare gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili delle imprese. Il legislatore ha deliberatamente evitato una definizione rigida di adeguatezza, lasciando spazio ad concetto elastico e relativo alla natura e alle dimensioni della singola impresa. Tale scelta è stata, nel complesso, apprezzata dalla dottrina economica, in quanto consente di adattare gli assetti al contesto specifico (Ambrosini, 2022).

Al contempo, però, l'ampia discrezionalità riconosciuta agli amministratori comporta anche il rischio di interpretazioni opportunistiche o meramente formali del novellato obbligo normativo. La letteratura segnala come l'assenza di *standard* operativi minimi possa favorire comportamenti di *compliance* apparente, in cui l'adozione degli assetti non si traduce in un reale miglioramento della capacità preventiva (Panizza, 2023).

In questo senso, emerge una tensione strutturale tra flessibilità normativa e certezza applicativa, che rappresenta uno dei principali punti critici del modello introdotto dal CCII e sul quale la prassi e la dottrina è opportuno che si uniformino nel prossimo futuro.

Un ulteriore elemento di discussione riguarda il rischio che gli adeguati assetti vengano percepiti dalle imprese come un onere burocratico, piuttosto che come una concreta opportunità ed uno strumento di creazione di valore. La letteratura empirica evidenzia che, soprattutto nelle piccole medie imprese, l'adozione degli assetti è spesso guidata più dalla paura di sanzioni o responsabilità, che da una reale convinzione della loro utilità gestionale (Marchini, 2015).

Dal punto di vista economico, tale approccio non può che comportare una significativa riduzione dell'efficacia preventiva degli assetti. Gli studi analizzati mostrano, infatti, che solo quando gli strumenti di pianificazione e controllo sono integrati nel processo decisionale essi producono benefici in termini di tempestiva emersione della crisi.

Ne consegue che la vera sfida non risiede tanto nell'introduzione dell'obbligo normativo, quanto nella capacità di promuovere un cambiamento culturale nel tessuto imprenditoriale, che deve ora essere maggiormente orientato alla gestione prospettica.

La letteratura economico-aziendale converge sull'idea che la prevenzione della crisi sia fortemente condizionata dalla cultura aziendale e dal livello di competenze manageriali. Gli assetti, per quanto adeguatamente progettati, risultano inefficaci in assenza di una reale capacità di interpretare le informazioni prodotte e di tradurle in decisioni tempestive (Onida, 2017).

Nel contesto italiano, caratterizzato da una forte presenza di imprese familiari di piccola e media dimensione, tale aspetto è ulteriormente amplificato e assume particolare rilevanza. Diversi studi evidenziano come la centralità dell'imprenditore-fondatore possa ostacolare l'adozione di sistemi di controllo strutturati, favorendo una gestione intuitiva e reattiva (Golinelli, 2018).

Il CCII, in questa prospettiva, va necessariamente interpretato come uno strumento di stimolo all'evoluzione culturale, ma non come una soluzione automatica. La letteratura sottolinea infatti che la normativa, da sola, non è sufficiente a colmare il gap di competenze e consapevolezza gestionale, rendendosi necessaria una maggiore consapevolezza del management circa l'importanza di dotare l'impresa di adeguati assetti.

Un aspetto centrale della discussione riguarda le implicazioni degli adeguati assetti in termini di governance e responsabilità degli amministratori. La letteratura giuridico-economica evidenzia come il CCII rafforzi significativamente il dovere di diligenza degli organi amministrativi, estendendolo alla dimensione prospettica della gestione (Montalenti, 2020).

Dal punto di vista economico, tale evoluzione appare coerente con i modelli di *corporate governance* orientati alla sostenibilità e alla creazione di valore nel lungo periodo. Tuttavia, la dottrina storicamente sostiene che essa comporta anche un aumento della complessità decisionale e del rischio percepito dagli amministratori, soprattutto in contesti caratterizzati da elevata incertezza (Jensen, 1986).

La letteratura suggerisce dunque come, per evitare effetti distorsivi, sia necessario accompagnare l'obbligo normativo con strumenti di supporto, formazione e

diffusione di *best practice*, in modo da ridurre il divario tra aspettative normative e capacità operative delle imprese.

..*

Nel complesso, dunque, è possibile evidenziare come il modello degli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili introdotto dal CCII presenti una solida razionalità economica ed una forte coerenza con la teoria aziendalistica della tempestiva emersione – se non addirittura prevenzione – della crisi. Tuttavia, la sua efficacia dipende da una serie di condizioni critiche:

- integrazione degli assetti nei processi decisionali;
- superamento di una logica di mera *compliance*;
- sviluppo di competenze manageriali adeguate;
- adozione di un approccio integrato agli indicatori di crisi.

In assenza di tali condizioni, il rischio è che la riforma rimanga confinata a un piano formale, senza produrre i benefici attesi in termini di riduzione delle crisi irreversibili e di tutela della continuità aziendale.

2.9 Conclusioni

La presente rassegna critica della letteratura scientifica ha evidenziato come il tema degli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili rappresenti uno snodo centrale nel nuovo paradigma di prevenzione della crisi d'impresa introdotto dal CCII. L'analisi teorica ed empirica condotta conferma che tale istituto non costituisce una mera innovazione normativa, bensì l'istituzionalizzazione di principi già ampiamente consolidati nella teoria economico-aziendale.

La letteratura esaminata mostra infatti una sostanziale convergenza sul ruolo cruciale dei sistemi di governance, di controllo interno e di informazione economico-finanziaria nella capacità dell'impresa di intercettare tempestivamente segnali di squilibrio e di attivare interventi correttivi prima del manifestarsi dell'insolvenza conclamata.

Dal punto di vista economico-scientifico, l'impianto del CCII appare coerente con una concezione evoluta della crisi d'impresa, intesa come processo graduale e prevedibile piuttosto che come evento improvviso. L'obbligo di dotarsi di assetti adeguati rafforza la responsabilizzazione degli organi amministrativi e promuove

una gestione orientata alla continuità aziendale e alla sostenibilità nel lungo periodo (Bastia, 2019).

Tuttavia, la letteratura mette in luce come l'efficacia del modello dipenda in larga misura dalla sua concreta attuazione e dall'effettiva comprensione da parte del tessuto imprenditoriale dell'importanza dello strumento. La flessibilità insita nel concetto di adeguatezza, se da un lato consente un adattamento alle specificità aziendali, dall'altro rischia di tradursi in applicazioni eterogenee e talvolta meramente formali (Ambrosini, 2022).

Le conclusioni dell'analisi suggeriscono importanti implicazioni di natura manageriale. Gli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili non devono essere interpretati come un adempimento imposto dall'esterno, bensì come strumenti di supporto al processo decisionale e di creazione di valore. In tale prospettiva, l'adozione di sistemi di pianificazione finanziaria, controllo di gestione e monitoraggio dei rischi assume una funzione strategica, oltre che preventiva.

In particolare, per le piccole e medie imprese, la sfida consiste nel coniugare semplicità operativa ed efficacia informativa, evitando sia l'eccesso di formalizzazione sia la gestione esclusivamente intuitiva. La letteratura evidenzia come soluzioni proporzionate e progressivamente evolutive possano risultare pienamente coerenti con il principio di adeguatezza sancito dal CCII (Marchini, 2015).

Un ulteriore elemento emerso riguarda il ruolo chiave dei professionisti esterni e degli organi di controllo nel processo di implementazione degli adeguati assetti. Commercialisti, revisori e sindaci rappresentano, soprattutto nel contesto delle PMI, un fondamentale veicolo di diffusione delle competenze e delle *best practice* necessarie per rendere effettiva la prevenzione della crisi (Castelli et Al., 2020).

In questa prospettiva, il CCII può essere interpretato come un catalizzatore di un più ampio processo di modernizzazione della gestione aziendale, a condizione che sia accompagnato da iniziative formative, linee guida operative e strumenti di supporto adeguati.

La rassegna condotta presenta inevitabili limiti, legati sia alla relativa novità del quadro normativo sia alla disponibilità ancora parziale di evidenze empiriche di

lungo periodo. La letteratura analizzata suggerisce la necessità di ulteriori studi, in particolare:

- ricerche longitudinali sull'efficacia degli assetti nel tempo;
- analisi comparative tra settori e dimensioni aziendali;
- studi empirici sull'impatto degli assetti sulla probabilità di default e sulla performance nel medio-lungo periodo (Panizza, 2023).

Tali linee di ricerca risultano essenziali per valutare in modo più compiuto l'effettiva capacità del CCII di incidere sulla stabilità del sistema produttivo italiano.

..*

In conclusione, gli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili rappresentano uno strumento potenzialmente efficace per la prevenzione della crisi d'impresa, ma la loro efficacia non può essere data per scontata. Essi richiedono un cambiamento culturale profondo, che coinvolga imprenditori, amministratori, professionisti e istituzioni.

Il Codice della crisi e dell'insolvenza ha posto le basi normative per tale cambiamento; spetta ora al sistema economico e aziendale tradurre l'obbligo giuridico in una reale opportunità di miglioramento della qualità della gestione e di tutela della continuità aziendale; opportunità che, poi, il tessuto imprenditoriale dovrà essere in grado di comprendere, cogliere e valorizzare.

3. Dai primi segnali di crisi alla discontinuità gestionale

di Andrea Ciccioriccio e Laura Martiniello.

Contributo pubblicato nel “*Manuale teorico-pratico della composizione negoziata della crisi di impresa*”, edito da Edizioni Scientifiche Italiane a cura del Prof. Francesco Fimmanò.

Introduzione

Per una impresa diagnosticare precocemente il possibile avvicinarsi di una situazione di crisi è di fondamentale importanza per porre in essere strategie di salvaguardia del valore aziendale.

Secondo il nuovo art. 2086 del c.c., l'imprenditore ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura ed alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della: “*rilevazione tempestiva della crisi d'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi ed il recupero della continuità aziendale.*”

Come noto, secondo una prima impostazione normativa (legge delega n. 155/2017) al verificarsi di una serie di condizioni quali: i) la non sostenibilità del debito nei successivi sei mesi; ii) il pregiudizio alla continuità aziendale nell'esercizio in corso; iii) la presenza di reiterati e significativi ritardi nei pagamenti; gli organi di controllo societari avrebbero dovuto darne segnalazione all'organo amministrativo e questi entro 30 giorni avrebbe dovuto trovare soluzioni o intraprendere iniziative in mancanza delle quali, trascorsi 60 gg, gli organi di controllo/revisione avrebbero informato senza indugio l'OCRI (art. 14 del D.lgs. 12 gennaio 2019 n.14).

Recentemente questa impostazione normativa, in realtà mai applicata, è stata modificata. In particolare, a causa dell'emergenza sanitaria il legislatore (con D.L. n. 118 del 24 agosto 2021) aveva inizialmente differito al 16 maggio 2022 l'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza facendo slittare le procedure di allerta e di composizione assistita della crisi al 31 dicembre 2023. Successivamente, il Consiglio dei Ministri del 17 marzo 2022 ha approvato uno schema di decreto legislativo che modifica il Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, in attuazione della direttiva (UE) 2019/1023. Nello specifico,

riguardo alle misure di allerta si fa riferimento all'esistente composizione negoziata e agli istituti di segnalazione all'imprenditore in difficoltà da parte dei creditori pubblici qualificati – Agenzia delle entrate, INPS, INAIL e Agenzia delle Entrate Riscossione – e alla piattaforma telematica della composizione negoziata. Inoltre, nella nuova formulazione del Titolo II non sono più previsti degli indicatori puntuali della crisi né l'intervento del Pubblico ministero.

Questa nuova formulazione, così come la vecchia, non è esente da critiche. Diversi esperti ritengono che si tratti di concetti che sono molto «elastici» tanto da rischiare di restare vuoti di valore. Se individuare, come nella precedente normativa, degli indicatori “puntuali” di crisi può risultare molto vincolante anche non individuarne affatto può creare problemi.

La presente riflessione si concentra quindi sul passaggio dallo stato di difficoltà a quello di crisi e sull'opportunità di sistemi di pianificazione finanziaria nella sua diagnosi nonché di sistemi di controllo che permettano all'imprenditore un monitoraggio continuo, piuttosto che una diagnosi ex post, della crisi d'impresa, con particolare riferimento alla crisi di liquidità, primo segnale di un complessivo andamento negativo accompagnato, in alcuni casi, anche dalla mancanza di sostenibilità economica del business.

Il passaggio dall'“insolvenza” alla “crisi” e la sua nuova disciplina

Per poter accedere agli strumenti di regolazione della crisi previsti dalla vigente normativa, introdotta con il D.lgs. 14/2019 e già modificata 4 volte tra il 2020 ed il 2022, è necessario diagnosticare la crisi d'impresa e farlo precocemente in modo da evitare l'aggravarsi della situazione d'insolvenza riducendo le possibilità di successo degli interventi da porre in essere ai fini di una piena ripresa aziendale.

L'attuale normativa all'art. 2 come modificato dal d.lgs. 17 giugno 2022 n. 83 definisce *“crisi” lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi, ed “insolvenza” lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni.*

Mentre l'insolvenza si traduce in "fatti" verificabili quali principalmente mancati pagamenti di erario, fornitori, banche, ecc. alle date prefissate, la diagnosi della crisi si presenta più complessa perché implica un giudizio sul futuro basato sulla stima dei flussi di cassa prospettici, nello specifico quelle relativi ai 12 mesi successivi.

Ne discendono due principali quesiti: 1) l'imprenditore dispone di un flusso di cassa mensilizzato da cui evincere tali informazioni? Laddove questo prospetto esista, le ipotesi alla base dello stesso sono realistiche e lo rendono un documento affidabile per la diagnosi dello stato di crisi?

Per molte imprese, soprattutto se di piccole dimensioni, la risposta è ovviamente no e ciò ci riporta all'importanza del ruolo dell'esperto nominato ai sensi dell'art. 12 c.1. In particolare, l'imprenditore può richiederne la nomina al segretario della CCIAA, nell'ambito territoriale in cui si trova la sede legale dell'impresa. L'ammissibilità della richiesta è condizionata, al fatto che l'impresa si trovi in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza e risulta ragionevolmente perseguibile il risanamento dell'impresa.

La richiesta dell'imprenditore implica quindi un buon grado di sensibilità e capacità di stimare le "probabilità" di crisi intervenendo quando è ancora "ragionevolmente" perseguibile il risanamento.

Quali strumenti possono aiutare l'imprenditore ed i tecnici in questa delicata attività di stima da cui può dipendere il tempismo dell'intervento risanatorio o la definitiva "perdita" della continuità d'impresa?

Nel prosieguo di questo paragrafo identificheremo da un punto di vista tecnico gli strumenti utili in primis all'imprenditore e certamente anche all'esperto per prevedere l'andamento della gestione futura.

Preliminarmente, è opportuna una riflessione sulle cause di uno stato di difficoltà che possono essere esogene o endogene:

- Uno stato di difficoltà dovuto a cause esogene è in genere abbastanza improvvisa perché normalmente legato a shock di mercato quali aumento dei prezzi delle materie prime, crollo della domanda, ecc. come quelli vissuti dalle imprese a causa della pandemia Covid e della guerra in Ucraina;

- Uno stato di difficoltà dovuto a cause endogene è in genere più lento nell'erosione della solidità e liquidità aziendale e, normalmente, è dovuto ad una perdita di capacità competitiva imputabile ad inefficienza interna, eccessivi costi, obsolescenza fisica o tecnologica del prodotto, ecc.

Nel primo caso l'impresa vede in genere manifestarsi improvvisamente uno squilibrio economico (minori ricavi o maggiori costi) che portano in perdita il bilancio. Allo squilibrio economico segue in breve termine anche uno squilibrio finanziario ovvero l'incapacità di far fronte ai pagamenti correnti con le proprie entrate. Le azioni per fare fronte a tale tipo di squilibrio potranno essere basate su meccanismi di efficientamento dei processi, taglio dei costi, rinegoziazione dei debiti, misure di supporto pubblico (incentivi ed altri decreti es. decreto liquidità) ovvero tutte le azioni in grado di far sopravvivere l'impresa, nel breve/medio periodo, aspettando che la tempesta passi e che le condizioni di mercato tornino a stabilizzarsi.

Nel secondo caso il processo di erosione del valore è più graduale e spesso più difficile da riconoscere tempestivamente perché implica la capacità dell'imprenditore di comprendere la necessità di una discontinuità gestionale attraverso processi di innovazione, svecchiamento, efficientamento. Le azioni per farvi fronte potranno essere basate sia su piani di innovazione (che prevengano l'aggravarsi delle sofferenze) che su processi di efficientamento, ovvero su tutte le misure in grado di creare una discontinuità gestionale intesa come nuovo processo di creazione di valore.

La diagnosi dello stato crisi

Gli indicatori di crisi nel D.lgs n.14/2019 ed il loro superamento

Si è già avuto modo di evidenziare (*vedi supra*) come, per un'impresa, diagnosticare precocemente il possibile avvicinarsi di una situazione di crisi sia di fondamentale importanza onde consentirle di porre tempestivamente in essere strategie di salvaguardia del valore aziendale.

Tale necessità è stata avvertita anche dal Legislatore che, nel primo intervento normativo effettuato al fine di recepire nell'Ordinamento Italiano la Direttiva UE 2017/1132 – ovvero sia l'introduzione del Codice della Crisi d'Impresa e

dell'Insolvenza ("CCII") ad opera del D.lgs n. 14/2019 – ha infatti identificato alcuni "indicatori e indici della crisi" all'art. 13.

In particolare, l'originaria versione dell'art. 13 D.lgs n. 14/2019 stabiliva come fossero indicatori di uno stato di crisi dell'impresa:

- i. gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario;
- ii. i ritardi nei pagamenti reiterati e significativi.

Al fine di rilevare gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, di cui al precedente punto sub i), con il medesimo art. 13 era stato poi demandato al Consiglio nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili ("CNDCEC") il compito di predisporre, con cadenza triennale degli *"appositi indici che diano evidenza della non sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e dell'assenza di prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o, quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a sei mesi, nei sei mesi successivi"*.

In data 20 ottobre 2019, il CNDCEC ha pubblicato, in bozza, il documento intitolato "Crisi d'Impresa. Gli Indici dell'Allerta" ove ha complessivamente individuato 7 indici in grado di evidenziare la sussistenza di una ragionevole presunzione dello stato di crisi.

Nel dettaglio, il CNDCEC aveva previsto due tipologie di indici, e segnatamente:

- n. 2 indici c.d. "di primo livello" (i.e. i) patrimonio netto negativo in conseguenza di perdite; ii) DSCR a 6 mesi < 1), applicabili indistintamente alle imprese operanti in tutti i vari settori;
- n. 5 indici c.d. "di secondo livello" (i.e. i) oneri finanziari/ricavi; ii) patrimonio netto/debiti totali; iii) cash flow/attivo; iv) attività a breve termine/passività a breve termine; v) debiti previdenziali e tributari/attivo), che presentavano invece dei valori soglia differenti a seconda del settore economico di riferimento dell'impresa.

In questa sede non appare opportuno scendere nella dettagliata analisi di tali indici in quanto, come peraltro già anticipato, non sono mai effettivamente entrati in vigore essendo stati definitivamente abrogati per mano del D.L. n. 83/2022, con cui è stata successivamente recepita nell'ordinamento italiano la direttiva UE 2019/1023 (c.d. "direttiva insolvency").

Ciò su cui, invece, appare utile soffermarsi sono le ragioni alla base della scelta del legislatore di non farli mai entrare in vigore. All'indomani della pubblicazione in bozza dei suddetti 7 indici ad opera del CNDCEC, è infatti scoppiata la pandemia Covid-19 che – complici anche gli effetti delle misure adottate dal Governo Italiano per contrastarne la diffusione – ha avuto un impatto rilevante sull'economia nazionale e devastante per alcuni settori in particolare (i.e. trasporti; alloggio e ristorazione; intrattenimento; attività immobiliari).

Ancor prima che entrassero in vigore, dunque, i 7 indici in questione si sono rivelati essere eccessivamente rigidi poiché non in grado di fornire un'informazione circa lo stato di salute dell'impresa rispetto al contesto generale in cui essa opera.

Basti pensare che, attualmente, molte imprese italiane hanno un patrimonio netto negativo, eroso dalle perdite maturate negli esercizi 2020-2021. Tuttavia, come noto, il Legislatore ha concesso la facoltà di rinviare al quinto esercizio successivo il momento in cui tali perdite debbano essere coperte. Tale misura ha di fatto legittimato le società ad avere un patrimonio netto negativo per il successivo quinquennio.

Il primo degli indici individuati dalla bozza del documento del CNDCEC – ovverosia il patrimonio netto negativo in conseguenza di perdite – non sarebbe, dunque, ad oggi rispettato da molte aziende italiane, non tenendo però conto della normativa introdotta per fronteggiare lo stato emergenziale.

Tant'è che il legislatore, con il D.L. n. 118 del 24 agosto 2021, ha differito al 16 maggio 2022 l'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, facendo altresì slittare le procedure di allerta e di composizione assistita della crisi al 31 dicembre 2023.

Ove non fosse stata presa tale misura, invero, per migliaia di imprese italiane tali indici avrebbero mostrato valori non congrui, denotando la sussistenza di uno stato di crisi e, conseguentemente, facendo scattare la procedura di allerta.

Tale fattispecie si è poi acuita con lo scoppio della guerra in Ucraina, che ha ulteriormente peggiorato il quadro economico globale e comportato evidenti impatti negativi anche sulle imprese italiane.

All'indomani della loro pubblicazione in bozza ad opera del CNDCEC – sebbene a causa di due eventi di natura straordinaria quali la pandemia Covid-19 ed il conflitto

Ucraino – quanto emerso è che gli indici previsti dall’originario art. 13 D.lgs n. 14/2019 erano uno strumento di misurazione dello stato di crisi non in grado di rapportare pienamente il manifestarsi di un’eventuale situazione di squilibrio economico-finanziario ad un effettivo stato di crisi dell’impresa, tenendo in debita considerazione i fattori esogeni innanzi descritti ed il generale peggioramento del quadro macro-economico globale di riferimento.

Le nuove previsioni normative per la rilevazione della crisi

Se, come già evidenziato nel precedente paragrafo, da un lato il Legislatore ha ritenuto di abolire (*rectius*, non far mai entrare in vigore) gli indici 13 D.lgs n. 14/2019 e la rispettiva procedura di allerta, al contempo ha comunque provveduto ad individuare dei nuovi segnali di allarme. Ciò, ad ulteriore riprova della fondamentale importanza che assume la tempestiva emersione dello stato di crisi dell’impresa.

In particolare, il riferimento è all’art. 3, comma 4, CCII – per come modificato dal d.lgs. 17 giugno 2022 n. 83 – che individua i seguenti quattro indicatori (tutti di natura finanziaria):

- l’esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno trenta giorni pari a oltre la metà dell’ammontare complessivo mensile delle retribuzioni;
- l’esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno novanta giorni di ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti;
- l’esistenza di esposizioni nei confronti delle banche e degli altri intermediari finanziari che siano scadute da più di sessanta giorni o che abbiano superato da almeno sessanta giorni il limite degli affidamenti ottenuti in qualunque forma purché rappresentino complessivamente almeno il cinque per cento del totale delle esposizioni;
- l’esistenza di una o più delle esposizioni debitorie nei confronti del Fisco e dell’Inps nelle soglie previste dal nuovo articolo 25-novies, comma 1, CCII.

A differenza dei 7 indici precedentemente proposti dal CNDCEC ai sensi dell’originario art. 13 D.lgs n. 14/2019, i predetti quattro indicatori contenuti nell’art. 3, comma 4, CCII attengono tutti a dinamiche di natura finanziaria, e risultano meno rigidi e severi rispetto ai precedenti.

Nello specifico, con il nuovo intervento normativo di giugno 2022, è stata posta maggiore attenzione all'ammontare della quota scaduta delle principali voci di debito a breve termine (i.e. personale, fornitori, banche e fisco). Ciò, nell'assunto che il principale *alert* in grado di denotare il sopraggiungere di uno stato di crisi – e la conseguente necessità di agire tempestivamente per fronteggiarla – sia proprio l'impossibilità di riuscire a far fronte al pagamento dei debiti a breve termine sorti per effetto della gestione corrente.

La composizione negoziata e le misure premiali

Si è già avuto modo di anticipare come, all'indomani della diffusione della pandemia Covid-19, il Legislatore abbia ritenuto di dover “correggere il tiro” relativamente alla riforma della disciplina fallimentare introdotta con il noto D.lgs n. 14/2019, con particolare riferimento agli strumenti di emersione tempestiva della crisi d'impresa e segnatamente alle procedure di allerta.

Con il D.L. n. 118/2021 è stato, infatti, introdotto nel nostro ordinamento il predetto istituto della composizione negoziata della crisi, poi ufficialmente inserito nel CCII (artt. 12 e ss) ad opera del D.L. n. 83/2022.

La procedura di composizione negoziata della crisi si pone quale principale finalità quella di consentire all'impresa di superare le “*condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza*”, quando “*risulta ragionevolmente perseguibile il risanamento d'impresa*” (cfr. art. 12, comma 1, CCII).

Trattasi, in particolare, di un istituto avente natura squisitamente stragiudiziale che dà la possibilità all'impresa, in modo del tutto autonomo, di chiedere alla competente CCIAA la nomina di un esperto che agevererà “*le trattative tra l'imprenditore, i creditori ed eventuali altri soggetti interessati, al fine di individuare una soluzione per il superamento*” (cfr. art. 12, comma 2, CCII) dello stato di crisi, di difficoltà o di insolvenza reversibile in cui versa.

L'introduzione di tale istituto nel nostro ordinamento ha rappresentato una svolta epocale poiché il suo corretto funzionamento presuppone, a monte, un radicale cambio dell'approccio culturale del tessuto imprenditoriale italiano al mondo della crisi d'impresa. Oggi si richiede, infatti, all'imprenditore – che, storicamente, è

sempre stato l'ultimo soggetto ad accorgersi e ad ammettere che la propria azienda versasse in uno stato di crisi – di avviare spontaneamente un processo di risanamento volto al riequilibrio economico-finanziario della propria azienda.

L'obiettivo prefissatosi dal Legislatore, in altre parole, è quello di passare da un'era in cui le istanze di accesso a procedure concorsuali, storicamente ricevute dai Tribunali, erano formulate da aziende già in avanzato stato di decozione, che provavano un ultimo tentativo di salvataggio, ad un'era in cui, tramite il ricorso alle procedure stragiudiziali di composizione della crisi, molte imprese non varchino più la soglia del Tribunale.

Per raggiungere tale obiettivo, nelle more che si realizzi anche l'auspicato cambio di approccio culturale della classe imprenditoriale, il Legislatore ha ritenuto di incentivare l'accesso alla composizione negoziata della crisi d'impresa prevedendo una serie di c.d. "misure premiali", dettagliatamente indicate all'art. 25-bis CCII:

- la riduzione della misura legale degli interessi che maturano sui debiti fiscali dell'impresa dal momento dell'accettazione dell'incarico da parte dell'esperto e sino alla conclusione delle trattative;
- l'ulteriore riduzione, alla misura minima, delle sanzioni tributarie per le quali è già prevista l'applicazione in misura ridotta, se il pagamento avviene entro un determinato termine dalla comunicazione dell'ufficio che le irroga. L'ulteriore riduzione opera se il termine per il pagamento scade dopo la presentazione dell'istanza di nomina dell'esperto;
- l'abbattimento alla metà, nell'ambito dell'eventuale successiva procedura concorsuale, di tutte le sanzioni e gli interessi sui debiti tributari oggetto della composizione negoziata della crisi;
- la possibilità di rateizzare, in caso di pubblicazione nel registro delle imprese del contratto di cui all'art. 23, comma 1, lett. a), CCII, il pagamento dei debiti tributari sino ad un massimo di 72 rate.

Oltre a quanto sopra illustrato, l'imprenditore che sceglierà di fare ricorso alla procedura di composizione negoziata potrà beneficiare – nel caso in cui l'esperto nominato dichiarerà nella propria relazione finale che le trattative si sono svolte secondo correttezza e buona fede senza tuttavia avere esito positivo – della facoltà di accesso alla procedura di concordato semplificato per la liquidazione del

patrimonio (artt. 25-sexies e ss CCII), con tutti i vantaggi e le semplificazioni che caratterizzano tale istituto (i.e. non soggetto a votazione da parte dei creditori; non prevede percentuali minime di soddisfacimento; etc).

Alla luce di quanto precedentemente illustrato, appare di tutta evidenza come i recenti interventi normativi del Legislatore siano mirati a far emergere tempestivamente lo stato di crisi di un'impresa, nonché a fornire all'imprenditore tutti gli strumenti per fronteggiarla e per porre tempestivamente in essere strategie di salvaguardia del valore aziendale.

Tali interventi, tuttavia, devono essere accompagnati da un radicale cambio dell'approccio culturale del tessuto imprenditoriale italiano alla crisi d'impresa, in cui l'imprenditore deve farsi promotore dell'avvio spontaneo di un processo di risanamento volto al riequilibrio economico-finanziario della propria azienda.

Interventi tempestivi per la soluzione della crisi

Monitoraggio dei flussi cassa e leve per la ripresa

Diagnosticare precocemente la non sostenibilità dei debiti, con riferimento per esempio ai successivi dodici mesi richiesti dalla normativa, comporta la necessità per l'imprenditore di un budget che presenti una periodicità infrannuale (budget mensilizzato) documento che molte piccole imprese non redigono affatto. Inoltre, può essere opportuno redigere ed analizzare anche un Piano pluriennale dal quale si evinca la capacità dell'impresa di tornare in una situazione di pieno equilibrio finanziario nel medio termine, ovvero in un orizzonte di 3-5 anni.

Si tratta a ben vedere di un approccio molto diverso di diagnosi e gestione della crisi rispetto a quello precedentemente previsto dalla normativa, che richiede all'imprenditore un'attenta gestione della programmazione sia nel breve che nel medio termine per monitorare l'emergere delle condizioni di crisi principalmente identificabili nell'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni aziendali.

Inoltre, colmando la lacuna dell'art. 2086 c.c., la nuova disciplina indicata dall'art., comma 4, CCII offre un'esatta indicazione dei segnali di allarme tramite i già richiamati quattro indicatori di natura finanziaria:

- l'esistenza di debiti per retribuzioni scaduti da almeno trenta giorni pari a oltre la metà dell'ammontare complessivo mensile delle retribuzioni;
- l'esistenza di debiti verso fornitori scaduti da almeno novanta giorni di ammontare superiore a quello dei debiti non scaduti;
- l'esistenza di esposizioni nei confronti delle banche e degli altri intermediari finanziari che siano scadute da più di sessanta giorni o che abbiano superato da almeno sessanta giorni il limite degli affidamenti ottenuti in qualunque forma purché rappresentino complessivamente almeno il cinque per cento del totale delle esposizioni;
- l'esistenza di una o più delle esposizioni debitorie nei confronti del Fisco e dell'Inps nelle soglie previste dal nuovo articolo 25-novies, comma 1, del Codice della Crisi.

Gli indicatori in oggetto sono sicuramente rappresentativi di un'impresa in difficoltà finanziaria che deve analizzare e dimostrare, attraverso valide ipotesi gestionali, declinate in una programmazione di breve e medio periodo, come nel prossimo futuro intende generare una liquidità tale da permettere all'impresa di ripagare i debiti scaduti siano essi verso il personale, verso le banche, verso i fornitori e verso il fisco.

L'avvio precoce di un programma di prevenzione potrebbe consentire all'impresa di ristrutturare i propri debiti e prevedere azioni gestionali di discontinuità rispetto al passato, in grado di evitare l'aggravarsi della crisi che porterebbe invece al fallimento (oggi, liquidazione giudiziale) dell'impresa e alla perdita dei posti di lavoro.

In tal senso un'attività di sensibilizzazione e formazione degli imprenditori sull'introduzione di sistemi di programmazione e controllo, anche nelle imprese di minori dimensioni, potrebbe supportare un processo culturale, finalizzato a dare strumenti pratici utili per affrontare meglio la crisi e aumentare la probabilità di sopravvivenza delle imprese.

Si analizzano a seguire i principali flussi di cassa previsti in un piano finanziario per comprenderne appieno il contenuto informativo e l'utilità per scelte aziendali utili a contrastare uno stato di sofferenza finanziaria, non ancora pienamente sfociato nella crisi.

In particolare, si analizzano a seguire le principali componenti dei flussi operativi, dei flussi finanziari e dei flussi patrimoniali da attività d'investimento e disinvestimento di un'impresa, nonché le azioni che tale impresa, in sofferenza finanziaria, potrebbe intraprendere per contrastare tempestivamente la sopravvenuta crisi di liquidità.

I flussi operativi

Per flussi operativi si intendono “*i flussi finanziari dell'attività operativa che comprendono generalmente i flussi che derivano dall'acquisizione, produzione e distribuzione di beni e dalla fornitura di servizi, anche se riferibili a gestioni accessorie, e gli altri flussi non ricompresi nell'attività di investimento e di finanziamento*” (Cfr. par. 26, OIC 10).

In buona sostanza, i flussi di cassa operativi misurano la liquidità prodotta o assorbita dall'azienda per effetto della gestione della sua attività principale, il c.d. core business.

In un'azienda che versa in uno stato di difficoltà, ed a maggior ragione in una che è in crisi, appare ragionevole attendersi che i flussi operativi siano negativi, ovvero sia che lo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa assorba risorse finanziarie invece che crearne.

Tale fattispecie, per l'appunto tipica di aziende in stato di “financial distress”, è generalmente causata da uno, o entrambi, dei seguenti fenomeni:

- La contestuale sussistenza anche di un disequilibrio economico per effetto del quale, a prescindere dalla rispettiva manifestazione finanziaria degli stessi, l'impresa genera un ammontare di ricavi operativi insufficiente a coprire i rispettivi costi della gestione caratteristica;
- la presenza di un ciclo del circolante positivo – determinato quale somma algebrica tra: giorni medi di giacenza delle scorte + tempo medio d'incasso dei crediti - tempo medio di pagamento dei fornitori. Un valore positivo denota, infatti, come l'incasso dei crediti verso clienti avvenga successivamente al pagamento dei debiti verso fornitori, con un conseguente costante fabbisogno finanziario per l'impresa.

Per ciò che concerne il primo dei due aspetti, le possibili azioni che l'impresa deve porre in essere per superare lo stato di disequilibrio economico – che, a sua volta, comporta un distress finanziario – sono una ristrutturazione del proprio core business, eventualmente anche tramite investimenti o disinvestimenti di asset e rami d'azienda, per come verrà dettagliatamente illustrato nel successivo paragrafo.

Relativamente, invece, alle possibili misure che l'impresa deve adottare per riallineare i propri flussi finanziari in entrata ai rispettivi flussi in uscita, onde evitare l'ulteriore peggioramento del proprio disequilibrio finanziario, l'azienda dovrà adottare misure volte a riportare il proprio ciclo del circolante ad un valore quantomeno pari a zero, se non addirittura negativo, ovvero a riportare la gestione in una fisiologica generazione di surplus finanziario dovuta ad incassi che precedono mediamente i pagamenti dei fornitori.

In particolare, a tal fine, l'impresa potrà agire, alternativamente o congiuntamente, su una o più delle tre grandezze che compongono il ciclo del circolante. A mero titolo esemplificativo, si evidenzia come le strategie che potrebbero essere intraprese per raggiungere il riequilibrio finanziario della gestione operativa sono:

- Efficientamento degli acquisti di materie, con lo specifico obiettivo di ridurre i tempi medi di giacenza delle scorte;
- Rinegoziazione dei contratti con i clienti, al fine di ridurre la dilazione di pagamento a questi concessa;
- Rinegoziazione dei contratti con i fornitori, al fine di aumentare la dilazione di pagamento da questi concessa.

I flussi finanziari da attività d'investimento e finanziamento

I flussi finanziari dell'attività di investimento comprendono i flussi che derivano dall'acquisto e dalla vendita delle immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie e delle attività finanziarie non immobilizzate.

Come indicato anche nei principi contabili (OIC 10) i flussi finanziari generati o assorbiti dall'attività di investimento derivano in linea generale da: i) acquisti o vendite di fabbricati, impianti, attrezzature o altre immobilizzazioni materiali; ii) acquisti o vendite di immobilizzazioni immateriali, quali ad esempio i brevetti, i marchi, le concessioni; iii) acquisizioni o cessioni di partecipazioni in imprese

controllate e collegate; iv) acquisizioni o cessioni di altre partecipazioni; v) acquisizioni o cessioni di altri titoli, inclusi titoli di Stato e obbligazioni; vi) erogazioni di anticipazioni e prestiti fatti a terzi e incassi per il loro rimborso.

In una impresa in crisi o stato di sofferenza finanziaria “pre-crisi” la situazione di scarsa liquidità non permette in genere di prevedere nuove attività d’investimento, benché esse potrebbero essere funzionali al risanamento. Potrebbe invece essere necessario avviare attività di disinvestimento finalizzate a produrre flussi di cassa extra operativi, utili al ripianamento dei debiti. Tali dismissioni che potrebbero riguardare rami d’azienda o partecipazioni sono in grado di generare entrate di cassa nell’esercizio di realizzo, nonché permettere l’esposizione in bilancio della differenza tra valore netto contabile e prezzo ovvero la c.d. plusvalenza (ove presente).

Tali azioni benché di natura straordinaria, migliorano la liquidità d’impresa permettendo ad esempio di far fronte ad alcune categorie di debiti come quelli tributari, il cui mancato pagamento genera nel tempo cartelle esattoriali di valore anche triplo (per interessi, sanzioni e spese) rispetto all’imposta iniziale da corrispondere aggravando in alcuni casi sensibilmente la situazione debitoria aziendale. Al contempo le eventuali plusvalenze (ove presenti), rilevate nel conto economico, permettono all’impresa di non aggravare la situazione di perdita che una volta eroso il capitale sociale comporta la necessità di ricapitalizzazione o di messa in liquidazione dell’impresa.

Pur trattandosi come detto di misure puntuali, e non strutturali, tali azioni se tempestivamente implementate, possono migliorare la complessiva situazione aziendale evitando l’insorgere di una situazione di crisi vera e propria e permettendo all’impresa, nel periodo successivo all’implementazione delle misure straordinarie, di porre in essere misure gestionali caratterizzate da discontinuità rispetto al passato.

Con riferimento alle attività di finanziamento, i flussi finanziari dell’attività di finanziamento comprendono i flussi che derivano dall’ottenimento o dalla restituzione di disponibilità liquide sotto forma di capitale di rischio o di capitale di debito. In particolare, i flussi finanziari generati o assorbiti dall’attività di finanziamento comprendono: i) incassi derivanti dall’emissione di azioni o di quote

rappresentative del capitale di rischio; ii) pagamento dei dividendi; iii) pagamenti per il rimborso del capitale di rischio, anche sotto forma di acquisto di azioni proprie; iv) incassi o pagamenti derivanti dall'emissione o dal rimborso di prestiti obbligazionari, titoli a reddito fisso, accensione o restituzione di mutui e altri finanziamenti a breve o lungo termine; v) incremento o decremento di altri debiti, anche a breve o medio termine, aventi natura finanziaria.

Nel gestire le principali categorie di incassi e pagamenti derivanti dall'attività di finanziamento, nell'ambito di un piano finanziario volto al risanamento aziendale, l'impresa dovrà valutare una serie di possibili azioni quali:

- l'apporto di nuova liquidità sotto forma di equity, ovvero attraverso versamenti da parte dei soci;
- l'accensione (ove possibile) di nuovo debito.

La sottoscrizione di nuovi finanziamenti potrebbe risultare molto difficile, se non impossibile, in situazione di crisi già avanzata mentre potrebbe essere ancora fattibile in una situazione di sofferenza "pre-crisi" in cui l'impresa riesca ancora ad accedere al mercato del credito attraverso finanziamenti garantiti o attraverso anticipazioni su contratti e fatture emesse. Al contempo, in condizioni di sofferenza finanziaria, dilazionare i rimborsi diventa necessario per evitare l'aggravarsi della situazione di crisi. E', di fatto essere nell'interesse comune di banca e impresa rinegoziare i finanziamenti. Per l'impresa, al fine di evitare lo stato di insolvenza per l'impresa con le relative segnalazioni (es. Crif, ecc.) che le renderanno poi impossibile accedere ad ulteriori risorse. Per la banca perché lo stato "sofferenza" o peggio di "incaglio" del credito concesso comporta per la stessa un peggioramento degli indicatori di solidità bancaria, oggi molto attenzionati.

Si tratta, in sostanza, di lavorare insieme e precocemente per la soluzione di situazioni di sofferenza finanziaria (crisi di liquidità) con un approccio collaborativo di cui potranno beneficiare diversi degli interlocutori coinvolti.

Processo di crescita culturale e le competenze dell'imprenditore per superare la crisi

È opportuno quindi chiedersi "come" i comportamenti d'impresa devono cambiare e "cosa" può aiutare le imprese in questo processo di cambiamento.

In particolare si rende necessario un salto “culturale” che deve essere: stimolato, accompagnato, supportato anche da Università, Camere di Commercio e Associazioni o esperti del settore.

Se in passato l'imprenditore poteva permettersi di gestire con il cuore oltre che con la testa la propria impresa oggi le competenze diventano un asset indispensabile a causa di un mercato sempre più complesso ed in rapido cambiamento dove la sopravvivenza media sul mercato delle imprese si è significativamente ridotta.

In tal senso, l'accesso ad una formazione mirata in tema di gestione finanziaria aziendale e gestione della crisi d'impresa può fornire strumenti tecnici utilissimi all'imprenditore ed all'esperto della composizione della crisi soprattutto quando quest'ultimo arricchisce le proprie competenze preesistenti (es. giuridiche) con nuove e specifiche competenze di tipo contabile e finanziario.

Come in precedenza descritto, quello che può fare la differenza per il decorso di una iniziale crisi d'impresa è l'uso consapevole di strumenti di programmazione e controllo, soprattutto di natura finanziaria, in grado di ottimizzare la gestione delle risorse aziendali permettendo di diagnosticare precocemente situazioni di sofferenza finanziaria, prima che si tramutino in vere e proprie crisi di natura irreversibile.

In particolare, laddove si tratti di shock di mercato e quindi di crisi di natura esogena, tali strumenti permetteranno all'impresa di porre in essere rapidamente misure di discontinuità gestionale di natura puntuale quali a titolo esemplificativo e non esaustivo: i) dismissioni di asset e partecipazioni, ii) cessione di rami aziendali, iii) rinegoziazione dei debiti. Laddove si tratti di crisi di natura endogena si potranno prevedere, oltre alle prime, anche misure strutturali quali: i) modifica dei tempi medi pagamento, ii) nuovi accordi di fornitura o nuovi mercati approvvigionamento, iii) riduzione dei costi di struttura, ecc.

In sintesi, i temi chiave per la diagnosi precoce ed il superamento della crisi possono essere così declinati:



In particolare, l'orientamento e la formazione dovrebbero essere offerti agli imprenditori e anche ai tecnici ed esperti di composizione della crisi che vogliono arricchire le proprie competenze. La diffusione dell'utilizzo di sistemi di budgeting e pianificazione finanziarie anche nelle imprese di minori dimensioni dovrebbe avvenire attraverso prodotti più o meno standardizzati e modelli Excel che i principali operatori di mercato potrebbero mettere a disposizione delle imprese. I sistemi di controllo di gestione e controllo finanziario dovrebbero entrare a far parte stabilmente negli strumenti implementati e monitorati dal management al fine di fornire importanti informazioni consuntive di supporto nello sviluppo delle previsioni di breve e medio termine.

Avere chiari gli obiettivi di miglioramento da perseguire, costituisce in conclusione un importante punto di partenza per arrivare in breve termine ad un sistema efficace ed efficiente di prevenzione della crisi d'impresa.

4. La performance del risanamento d'impresa tramite i concordati preventivi in continuità. Analisi empirica sulla value creation delle imprese in crisi nel contesto italiano.

di Fabrizio Maria Bertusi, Giuseppe Maria Bifulco, Andrea Ciccioriccio, Luca De Feo e Riccardo Tiscini.

Articolo presentato al Convegno SIDREA “*Digitalizzazione e tecnologie per il successo del partenariato pubblico privato*” – tenutosi a settembre 2024 presso l’Università di Ancona – e recentemente accettato per la pubblicazione tra gli atti del Convegno.

Abstract

L’articolo esamina l’evoluzione e l’utilizzo del concordato in continuità come alternativa al fallimento, evidenziando le modifiche legislative che lo hanno reso sempre più popolare tra le imprese. Il concordato in continuità consente la prosecuzione dell’attività imprenditoriale, direttamente o tramite altro soggetto, con il supporto dei creditori che rinunciano a parte dei propri crediti. Tuttavia, nonostante l’interesse teorico per questa procedura, mancano ancora evidenze empiriche sistematiche della sua performance economica. Lo studio si propone quindi di valutare l’utilità e l’efficacia del concordato di continuità per l’impresa, i suoi stakeholder e l’economia nel suo complesso. In particolare, si analizzerà la performance economica delle imprese dopo l’approvazione della proposta di concordato, confrontando il valore generato per azionisti e stakeholder dalla continuità con il sacrificio richiesto ai creditori. Si cercherà di determinare se il sacrificio dei creditori sia compensato dai benefici derivanti dalla prosecuzione dell’attività imprenditoriale. Lo studio esaminerà inoltre i determinanti del successo dei concordati, cercando di identificare le caratteristiche delle imprese e delle procedure che influenzano positivamente l’esito del concordato. Il campione di analisi sarà costituito dalle aziende italiane che hanno ottenuto l’approvazione della proposta di accordo di continuità tra il 2012 e il 2018.

Parole chiave: *Continuity agreements, value creation, sacrifice of creditors, distressed firms performance*

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) 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).

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.

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, 1968), da identificarsi nel perdurare nell'ambiente economico da parte della stessa azienda (ZAPPA, 1956) 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., 2024). Muovendo da tale considerazione, è nostro interesse analizzare il rapporto tra la continuità d'impresa e la sua sostenibilità per gli stakeholders e shareholders, 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, 2022). 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, 2021). 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, 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, 2021). 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), e 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, 2021). 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 e al raggiungimento degli obiettivi di continuità e value creation sia per gli azionisti che per tutta la filiera correlata all'azienda in concordato.

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.

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., 2016), 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) 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"¹ e "AIDA"². 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 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.

¹ Il Portale dei Creditori fornisce informazioni sulle procedure concorsuali a beneficio dei Creditori e dei Curatori.

² AIDA è la banca dati, realizzata e distribuita da Bureau van Dijk S.p.A., contenente i bilanci, i dati anagrafici e merceologici di tutte le società di capitale italiane attive e fallite (ad esclusione di Banche, Assicurazioni ed Enti pubblici). La banca dati include il programma di ricerca, consultazione ed esportazione dei dati.

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 1 – Statistica descrittiva. Distribuzione Sopravvenienza attiva da stralcio.

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

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.

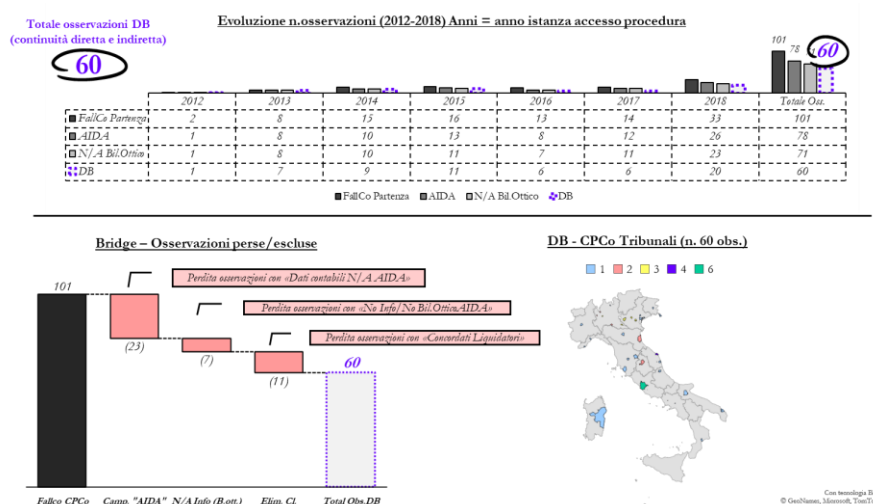
Tabella 2 – Composizione ed evoluzione del database rispetto alla procedura di campionamento.

<i>Anno (ammissione procedura Cpo)</i>	<i>Fallco Partenza</i>	<i>AIDA</i>	<i>N/A Bil.Ottico</i>	<i>DB</i>
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
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 cumulato</i>		(23)	(30)	(41)

Bridge - Osservazioni perse	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 1 – Statistica descrittiva. Distribuzione Sopravvenienza attiva da stralcio.



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 – per come ottenuto dall'accesso alla banca dati AIDA – i dati di conto economico 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. Per ciò che concerne la misura della maggiorazione apportata al VA di cui al precedente punto sub v) (i.e. 10%), si evidenzia come la stessa sia stata apportata al fine di simulare la rettifica che si renderebbe necessaria per computare l'effetto combinato tra i) discrasia temporale

tra lo stralcio accordato dal creditore e le successive epoche in cui avverrebbero i ripagamenti progressivi della debitrice e ii) la componente inflazionistica. L'impiego di parametri "assoluti" quali il valore della produzione, i ricavi delle vendite e i costi operativi sono stati utilizzati per apprezzare i volumi generati dalle società nell'intervallo temporale considerato. Il VA, il VA maggiorato del 10% dei costi esterni e l'EBITDA sono risultati maggiormente funzionali all'apprezzamento della performance delle osservazioni societarie durante il periodo di concordato. Successivamente, per ciascun parametro sopra esposto, si è 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 tragguardato 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 3 – Breakdown delle osservazioni in funzione degli anni disponibili per la rilevazione dei dati contabili.

<i>Anni Successivi (inclusa omologa) disponibili per osservazione dati contabili</i>	<i>N. Osservazioni</i>	<i>(%)</i>	<i>Cumulato</i>
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 4 – Statistiche descrittive dei valori totali delle osservazioni CPCo_D.

<i>Valuta: euro</i>	<i>Totale Debiti (Anno pre-omologazione)</i>	<i>Sopr. Att.</i>	<i>Σ Valore della produzione</i>	<i>Σ Ricavi delle vendite</i>	<i>Σ Costi operativi</i>	<i>Σ EBITDA</i>	<i>Σ Valore Aggiunto (VA)</i>	<i>Σ Costi Esterni</i>	<i>Valore Aggiunto (VA) + 10% Costi Esterni</i>
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'omologazione della procedura di concordato preventivo in continuità diretta, un ammontare di debiti complessivamente pari a euro 1,3 miliardi. L'omologazione 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 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 – un suo risultato superiore all'unità indica che vi sia una 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 (np) «Payback»

Posto quanto sopra, è stato così possibile determinare il numero di anni (np) 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:

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

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 – Risultati analitici Indice generale

<i>Statistic</i>	<i>Val.Prod/Sopp.A ttiva</i>	<i>Ricavi delle vendite/Sopp.A ttiva</i>	<i>Costi operativi/Sopp.A ttiva</i>	<i>EBITDA/Sopp.A ttiva</i>	<i>VA/Sopp.Att iva</i>	<i>VA+ % C.Ester./Sopp.A ttiva</i>
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
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 6 – Risultati analitici Indice normalizzato “Annuale”

<i>Statistic</i>	<i>Val.Prod/Sopp. Attiva (Medio Annuo)</i>	<i>Ricavi delle vendite/Sopp. Attiva (Medio Annuo)</i>	<i>Costi op./Sopp. Att. (Medio Annuo)</i>	<i>EBITDA/Sopp. Att (Medio Annuo)</i>	<i>VA/Sopp. Attiv (Medio Annuo)</i>	<i>VA+ % C.Ester./Sopp. Att. (Medio Annuo)</i>
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 7 – Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» per VDP, Ricavi e Costi operativi

<i>Statistic</i>	<i>Val.Prod/Sopp. Attiva (n° anni)</i>	<i>Ricavi delle vendite/Sopp. Attiva (n° anni)</i>	<i>Costi operativi/Sopp. Attiva (n° anni)</i>
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 8 – Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - VAaggiunto, osservazioni “No Payback” (6 osservazioni su 37)

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

Tabella 9 – Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - VAaggiunto (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 10 – 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

#Oss.	VA/Sopp.Attiva (n° anni)
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
77	0,8

Tabella 11 – 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 12 – 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

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

Tabella 13 – 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
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 14 – 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 15 – 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

<i>Statistic</i>	<i>EBITDA/Sopp.Attiva (n° anni)</i>
1st Quartile	9,47
Median	14,60
3rd Quartile	38,49
Mean	46,74

Tabella 16 – Risultati analitici Numero anni (np) «Payback» - EBITDA, osservazioni “Payback” inferiore a 6 anni (n.4 osservazioni su 37)

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

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).

Conclusioni, limiti e sviluppi futuri

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 perpetuato 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.

Bibliografia

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
- 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
- Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano, (2015). *Il Concordato preventivo: riflessioni teoriche*, I Quaderni della Scuola di Alta Formazione – S.A.F. Luigi Martino
- Leuzzi S. (2022). *Il volto nuovo del concordato preventivo in continuità aziendale*”, in *Diritto della Crisi*
- Leuzzi S. (2022). *L'evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure concorsuali*, in NLCC, n.2
- Marcello, R; Ravellino, S, Lucido, N. (2024). *La continuità aziendale da valore-mezzo a valore-fine per il risanamento dell'impresa in crisi*, Rirea.
- Mazzoleni A, Veneziani M (a cura di). (2014). *L'efficacia del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione del debito nell'esperienza dei tribunali lombardi*, Giappichelli, Torino
- Mio C. (2021). *L'azienda sostenibile*, Laterza, Bari.
- Pacchi S. (2021). *La gestione sostenibile della crisi d'impresa*, in *Ristrutturazioni Aziendali*.
- Ricciardiello E. (2021). *Sustainability and going concern*, Ristrutturazioni Aziendali
- Veneziani M. (a cura di). (2015). *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa. Analisi dell'economia lombarda*, Giappichelli, Torino
- Zappa G. (1956). *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano.

5. Conclusioni e sviluppi futuri del progetto di ricerca

La presente tesi di dottorato ha analizzato il ruolo degli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili nel sistema di prevenzione della crisi d'impresa delineato dal CCII, collocando tale istituto all'interno di un più ampio quadro teorico ed evolutivo della governance aziendale e dei meccanismi di controllo della gestione. L'obiettivo della ricerca è stato quello di verificare se e in che misura l'introduzione dell'obbligo di dotarsi di assetti adeguati possa configurarsi non solo come un adempimento giuridico, ma come uno strumento effettivo di monitoraggio continuo, di supporto al processo decisionale e di tutela della continuità aziendale.

Nel secondo capitolo, attraverso una rassegna critica della letteratura scientifica, sono stati analizzati i fondamenti teorici ed economico-aziendali degli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili, nonché il loro inquadramento nel contesto normativo introdotto dal CCII. L'analisi ha evidenziato come il legislatore non abbia introdotto un paradigma concettualmente nuovo rispetto alla teoria aziendalistica, bensì abbia recepito e istituzionalizzato principi già ampiamente consolidati nella dottrina, in particolare con riferimento alla centralità dei sistemi di governance, del controllo interno e dell'informazione economico-finanziaria quali presidi fondamentali per la tempestiva emersione della crisi. In tale prospettiva, la crisi d'impresa emerge come un fenomeno graduale e in larga misura prevedibile, coerentemente con una visione prospettica della gestione aziendale.

Nel medesimo capitolo è stato altresì messo in luce come l'impianto del CCII risulti coerente con una concezione evoluta della crisi, intesa non come evento improvviso, bensì come processo progressivo di deterioramento degli equilibri economici, patrimoniali e finanziari. L'obbligo di istituire assetti adeguati rafforza la responsabilizzazione degli organi amministrativi, richiamandoli a una gestione orientata alla prevenzione, alla sostenibilità e alla continuità aziendale nel medio-lungo periodo.

Il terzo capitolo, che recepisce il contributo scientifico "*Dai primi segnali di crisi alla discontinuità gestionale*", ha consentito di approfondire il passaggio dallo stato di difficoltà alla crisi conclamata, evidenziando il ruolo centrale dei sistemi di

pianificazione finanziaria, del monitoraggio dei flussi di cassa e degli strumenti di controllo nel consentire una diagnosi anticipata delle situazioni di squilibrio. In tale ambito, la tesi ha mostrato come la crisi di liquidità rappresenti frequentemente il primo segnale tangibile di un deterioramento più ampio del modello di business e come, pertanto, l'adozione di strumenti prospettici di analisi finanziaria costituisca una condizione necessaria per l'attivazione tempestiva di strategie di discontinuità gestionale e di risanamento.

L'analisi svolta nel terzo capitolo ha inoltre evidenziato come la rimozione di indicatori rigidi di allerta e l'introduzione della composizione negoziata della crisi abbiano spostato l'attenzione dalla misurazione statica dello squilibrio alla valutazione dinamica e prospettica della sostenibilità aziendale. In tale prospettiva, la capacità dell'imprenditore di dotarsi di assetti adeguati assume un ruolo centrale nel rendere effettiva la logica preventiva sottesa al CCII.

Nel quarto capitolo, attraverso l'analisi empirica sulla performance dei concordati preventivi in continuità, è stato possibile esaminare le implicazioni concrete della tempestiva emersione della crisi in termini di creazione e conservazione del valore aziendale. I risultati emersi confermano come l'attivazione anticipata degli strumenti di regolazione della crisi, in presenza di assetti informativi e di controllo adeguati, aumenti significativamente la probabilità di successo dei percorsi di risanamento e la capacità dell'impresa di preservare la continuità operativa. Tale evidenza empirica rafforza l'assunto teorico secondo cui la prevenzione della crisi e la qualità degli assetti aziendali costituiscono fattori determinanti per l'efficacia degli interventi di risanamento.

Nel complesso, la tesi evidenzia come gli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili rappresentino uno snodo centrale del nuovo paradigma di gestione della crisi d'impresa, ma come la loro efficacia dipenda in misura rilevante dalle modalità concrete di implementazione. La flessibilità insita nel concetto di adeguatezza, pur consentendo un adattamento alle specificità aziendali, espone infatti al rischio di applicazioni meramente formali, soprattutto nel contesto delle piccole e medie imprese.

Con specifico riferimento alle PMI, la ricerca ha messo in luce la necessità di coniugare semplicità operativa ed efficacia informativa, evitando sia l'eccesso di

formalizzazione sia una gestione esclusivamente intuitiva. In tale ambito, soluzioni proporzionate, progressive e coerenti con le caratteristiche dell'impresa risultano pienamente compatibili con il principio di adeguatezza sancito dall'art. 2086 c.c. e dal CCII.

Un ulteriore profilo di rilievo, emerso trasversalmente nei diversi capitoli della tesi, riguarda il ruolo dei professionisti esterni e degli organi di controllo. Commercialisti, revisori e sindaci assumono una funzione cruciale non solo nella vigilanza sull'adeguatezza degli assetti, ma anche nella diffusione delle competenze e delle best practice necessarie per rendere effettiva la prevenzione della crisi, in particolare nel tessuto imprenditoriale di minori dimensioni.

La ricerca presenta inevitabili limiti, riconducibili sia alla recente introduzione del quadro normativo sia alla disponibilità ancora parziale di evidenze empiriche di lungo periodo. Tali limiti aprono tuttavia interessanti prospettive di sviluppo futuro, tra cui studi longitudinali sull'efficacia degli assetti nel tempo, analisi comparative tra settori e dimensioni aziendali e ulteriori indagini empiriche sull'impatto degli assetti sulla probabilità di default e sulla performance economico-finanziaria nel medio-lungo periodo. L'attività di ricerca del sottoscritto proseguirà, dunque, anche oltre il termine del presente Corso di Dottorato, al fine di verificare empiricamente se il recente intervento normativo del legislatore verrà effettivamente apprezzato, colto e condiviso dal tessuto imprenditoriale. Fattispecie che rappresenta invero una promettente prospettiva di futuro sviluppo del filone di ricerca.

In conclusione, gli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili si configurano come uno strumento potenzialmente idoneo a rafforzare i meccanismi di prevenzione della crisi d'impresa, ma la loro efficacia non può essere considerata automatica. Essi presuppongono un cambiamento culturale profondo, che coinvolga imprenditori, organi amministrativi, professionisti e istituzioni. Il Codice della crisi e dell'insolvenza ha posto le basi normative per tale trasformazione; spetta ora al sistema economico e aziendale tradurre l'obbligo giuridico in una concreta opportunità di miglioramento della qualità della gestione e di tutela della continuità aziendale.

Sotto il profilo dei contributi originali, la presente tesi si distingue per aver proposto una lettura integrata e sistematica degli adeguati assetti amministrativi,

organizzativi e contabili, superando una visione meramente normativa dell'istituto e ricollocandolo all'interno di un framework economico-aziendale orientato alla gestione prospettica della continuità d'impresa. In particolare, la ricerca contribuisce alla letteratura evidenziando come gli adeguati assetti non debbano essere interpretati come strumenti isolati, bensì come un sistema unitario di governance, controllo e informazione economico-finanziaria, la cui efficacia dipende dall'integrazione nei processi decisionali e nella pianificazione strategica. Ulteriore elemento di originalità risiede nell'analisi congiunta della fase di emersione della crisi e della successiva gestione della discontinuità, mettendo in luce il nesso tra tempestività dell'intervento, qualità degli assetti informativi e capacità di preservare valore nei percorsi di risanamento, come evidenziato anche dall'analisi empirica sui concordati preventivi in continuità. Infine, la tesi offre un contributo innovativo nell'interpretare il CCII non solo come strumento di regolazione della crisi, ma come leva di modernizzazione culturale e manageriale del sistema imprenditoriale italiano, con particolare riferimento alle piccole e medie imprese, per le quali vengono individuati principi applicativi orientati alla proporzionalità, alla gradualità e alla sostenibilità organizzativa.

6. Bibliografia

- Altman, E.I. (1968). *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, Journal of Finance
- Altman, E.I., Hotchkiss, E. (2018). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, Wiley
- Amaduzzi, A. (1967). *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, UTET
- Ambrosini, S. (2022). *Diritto dell'impresa in crisi*, Pacini Giuridica
- Ambrosini, S. (2022). *Il ruolo dei professionisti nella prevenzione della crisi*, Giuffrè, Milano.
- Anthony, R.N., Govindarajan, V. (2014). *Management Control Systems*, McGraw-Hill
- Arena, M., Arnaboldi, M. (2014). *Risk management in SMEs*, International Journal of Risk Assessment and Management
- Barker, R. (2010). *Short-termism and the role of financial reporting*, Accounting and Business Research
- Bastia, P. (2019). *Crisi Aziendali e piani di risanamento*, Giappichelli, Torino
- Bastia, P., Ricciardiello, E. (2020). *Banca Impresa Società*
- Beasley, M.S., Clune, R., Hermanson, D.R. (2005). *Enterprise Risk Management: An Empirical Analysis of Factors Associated with the Extent of Implementation*, Accounting Horizons
- Beaver, W.H. (1966). *Financial Ratios as Predictors of Failure*, Journal of Accounting Research
- Brodi, E. (2018). *Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa. Riflessioni sul disegno di un efficiente «sistema di allerta e composizione»*, Bank of Italy Occasional Paper No. 440
- Brusa, L. (2012). *Sistemi di pianificazione, programmazione e controllo*, Giuffrè
- Brusa, L. (2018). *Pianificazione e controllo*, Giappichelli, Torino
- Caramiello, C. (1968). *L'azienda nella fase terminale*, Corsi, Pisa
- Castelli, L., Monti, S. (2020). *Organi di controllo e prevenzione della crisi*, Le Società

- 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
- Codice civile italiano, artt. 2086, 2475, 2486
- Codice della crisi e dell'insolvenza, D.Lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 e s.m.i.
- Corbetta, G. (1995). *Le imprese familiari*, Egea, Milano
- CNDCEC, (2022). *Indagine sull'applicazione del Codice della crisi*
- CNDCEC, (2022). *Linee guida sugli adeguati assetti*
- Daily, C.M., Dalton, D.R., Cannella, A.A. (2003). *Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data*, Academy of Management Review
- Damodaran, A. (2001). *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley, New York
- Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance*, Wiley
- 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
- De Matteis, S. (2017). *L'emersione anticipata della crisi di impresa*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale
- Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, 20 giugno 2019
- Eisenhardt, K. (1989). *Building Theories from Case Study Research*, Academy of Management Review
- Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics
- Ferrero, G. (1980). *Imprenditorialità e management*, Giuffrè, Milano
- Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano, (2015). *Il Concordato preventivo: riflessioni teoriche*, I Quaderni della Scuola di Alta Formazione – S.A.F. Luigi Martino
- Gasbarro, D., Sancetta, G. (2022). *La crisi d'impresa e il piano finanziario*, La Nuova Composizione Negoziata per la Soluzione della Crisi d'Impresa
- Golinelli, G.M. (2018). *Impresa e governo dell'impresa*, Giappichelli, Torino

- Hair, J., Anderson, R., Babin, B., Black, W. (2019). *Multivariate Data Analysis*, Pearson
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics
- Jensen, M. (1986). *Agency Costs and Governance*, Journal of Financial Economics
- Kaplan, R.S., Norton, D.P. (1996). *The Balanced Scorecard*, Harvard Business School Press
- Kaplan, R.S., Mikes, A. (2012). *Managing Risks: A New Framework*, Harvard Business Review
- Leuzzi S. (2022). *Il volto nuovo del concordato preventivo in continuità aziendale*”, in *Diritto della Crisi*
- Leuzzi S. (2022). *L'evoluzione del valore della continuità aziendale nelle procedure concorsuali*, in NLCC, n.2
- Macey, J.R. (2008). *Corporate Governance*, Princeton University Press
- Marcello, R; Ravellino, S, Lucido, N. (2024). *La continuità aziendale da valore-mezzo a valore-fine per il risanamento dell'impresa in crisi*, Rirea.
- Marchini, P.L., Ziliotti, M. (2015). *Crisi d'impresa. Analisi economica e modelli di regolazione*, FrancoAngeli, Milano
- Masturzi, S. (2020). *Le misure di prevenzione della crisi e controlli nel sistema dell'allerta*, Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali
- Mazzoleni A, Veneziani M (a cura di). (2014). *L'efficacia del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione del debito nell'esperienza dei tribunali lombardi*, Giappichelli, Torino
- Melis, A., Zattoni, A. (2017). *A primer on Corporate Governance. Italy*, Business Expert Press
- Merchant, K.A., Van der Stede, W.A. (2017). *Management Control Systems*, Pearson
- Mintzberg, H. (2009). *Structure in Fives: Designing Effective Organizations*, Prentice Hall
- Mio C. (2021). *L'azienda sostenibile*, Laterza, Bari

- Montalenti, P. (2020). *Responsabilità degli amministratori e prevenzione della crisi*, Banca Borsa Titoli di Credito
- Morrone, C. (2021). *L'adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile nelle PMI: onere e onore*, Piccola Impresa / Small Business
- OECD (2015), *Principles of Corporate Governance*
- Onida, P. (2015). *Economia d'azienda*, Giuffrè, Milano
- Onza, M. (2021). *Gli "adeguati assetti" organizzativi: tra impresa, azienda e società (appunti per uno studio)*, Ristrutturazioni Aziendali - IlCaso.it
- Pacchi S. (2021). *La gestione sostenibile della crisi d'impresa, in Ristrutturazioni Aziendali*
- Panizza, A. (2023). *Prime evidenze applicative del Codice della crisi, Ristrutturazioni Aziendali*
- Penman, S. (2020). *Financial Statement Analysis*, McGraw-Hill
- Pettirossi, V. (2022). *Il ruolo dei creditori pubblici qualificati nell'emersione tempestiva della crisi. Implicazioni delle segnalazioni per il governo dell'impresa*, Diritto Fallimentare e delle Società Commerciali
- Ricciardiello E. (2021). *Sustainability and going concern*, Ristrutturazioni Aziendali
- Rordorf, R. (2020). *La responsabilità degli amministratori nella crisi d'impresa*, Giuffrè
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (2021). *Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York
- Rossi, A. (2021). *Pianificazione finanziaria e prevenzione della crisi*, Rivista dei Dottori Commercialisti
- Rossi, A. (2021). *La crisi nel Codice della crisi*, Rivista dei Dottori Commercialisti
- Rossi, A. (2022). *DSCR e flussi prospettici*, Rivista dei Dottori Commercialisti
- Russo, R. (2018). *Collegio sindacale e prevenzione della crisi d'impresa*, Giurisprudenza Commerciale
- Santoni, G. (2004). *I sistemi di allerta e prevenzione e le procedure anticipatorie della crisi nel progetto di riforma della legge fallimentare*, Il Diritto Fallimentare e delle Società

- Shleifer, A., Vishny, R. (1997). *A Survey of Corporate Governance*, Journal of Finance
- Tricker, B. (2019). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press
- Veneziani M. (a cura di). (2015). *Previsione, interpretazione e soluzione della crisi d'impresa. Analisi dell'economia lombarda*, Giappichelli, Torino
- Yin, R.K. (2018). *Case Study Research: Design and Methods*, Sage
- Zanda, G. (2018). *Il sistema di governo dell'impresa*, Giappichelli, Torino
- Zappa G. (1956). *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano.
- Zattoni, A. (2020). *Corporate Governance*, Egea, Milano.



Università telematica delle
Camere di Commercio Italiane