



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa.
Riflessioni sul disegno di un efficiente
«sistema di allerta e composizione»

di Elisa Brodi

Giugno 2018

Numero

440



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa.
Riflessioni sul disegno di un efficiente
«sistema di allerta e composizione»

di Elisa Brodi

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

**TEMPESTIVA EMERSIONE E GESTIONE DELLA CRISI D'IMPRESA.
RIFLESSIONI SUL DISEGNO DI UN EFFICIENTE
«SISTEMA DI ALLERTA E COMPOSIZIONE»**

di Elisa Brodi[§]

Sommario

Sin dalla riforma del diritto fallimentare del 2005, il legislatore si è posto l'obiettivo di favorire una tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa, per aumentare le probabilità di ripristino dell'equilibrio economico-finanziario e limitare la dispersione dei valori aziendali. Tuttavia, gli strumenti progressivamente elaborati non hanno pienamente conseguito gli esiti attesi. Il lavoro prende le mosse da una ricognizione dei benefici economici di una azione tempestiva. Successivamente, adoperando gli strumenti dell'analisi economica del diritto, effettua una mappatura dei disincentivi all'azione che interessano debitore e creditori, distinguendo tra fase di emersione e di gestione. A partire da tali risultati, si discutono le caratteristiche proprie di strategie normative efficaci, dando conto delle recenti evoluzioni normative. Si argomenta a favore di un rafforzamento della *governance* delle imprese in crisi e di un affinamento di alcuni strumenti di ristrutturazione e liquidazione esistenti; obiettivi perseguiti, in certa misura, anche dalla legge delega di riforma della materia concorsuale. Si evidenziano criticità insite nelle nuove «procedure di allerta e composizione», là dove l'avvio è reso obbligatorio dal superamento di alcuni indici economico-finanziari dell'impresa.

Classificazione JEL: D78, G33, K12, K22.

Parole chiave: crisi d'impresa, *governance*, credito, valutazione politiche pubbliche.

Indice

| | |
|---|----|
| 1. Introduzione | 5 |
| 2. I benefici economici dell'agire tempestivo | 6 |
| 3. Evoluzione ed efficacia della normativa italiana. Prospettive future | 8 |
| 4. Gli ostacoli alla celere emersione | 10 |
| 5. I disincentivi alla efficiente gestione | 12 |
| 6. Un efficiente sistema normativo: le strategie di intervento | 13 |
| 7. La definizione di stato di crisi..... | 13 |
| 7.1 Lo stato di crisi nella prospettiva aziendale: alcune implicazioni di <i>policy</i> | 16 |
| 8. L'agire tempestivo | 17 |
| 8.1 Gli incentivi all'emersione nella prospettiva del debitore | 17 |
| 8.2 La diagnostica della crisi da parte dei creditori | 24 |
| 8.3 L'emersione «forzata» della crisi: un modello efficace? | 27 |
| 8.4 Il raggiungimento dell'accordo: strategie regolamentari | 29 |
| 9. Conclusioni | 30 |
| Bibliografia..... | 32 |

[§] Banca d'Italia, Servizio Struttura economica, Divisione Economia e diritto.

1. Introduzione*

Con la locuzione «emersione e gestione tempestiva della crisi d'impresa» si intende il complesso di strumenti di diritto sostanziale e procedurale tesi a intercettare e neutralizzare difficoltà prospettiche o *in fieri*, che, se non affrontate, possono pregiudicare lo stato di salute dell'ente. L'obiettivo non consiste necessariamente in un ripristino delle condizioni di equilibrio economico-finanziario del debitore, quanto nell'evitare una dispersione dei valori aziendali. Rientra in questa prospettiva anche un tempestivo intervento di natura liquidatoria che massimizzi i valori di recupero.

Nel contesto italiano, questa necessità è stata affrontata solo a partire dalla riforma del diritto fallimentare del 2005. Tuttavia, le modifiche elaborate non hanno pienamente conseguito gli esiti attesi. A oltre dieci anni dalle prime misure, l'analisi empirica segnala come le procedure di riorganizzazione, spesso, non presentino carattere risolutivo; venendo, alle volte, addirittura adoperate per procrastinare il *redde rationem* finale¹. Studi in materia di concordato preventivo e accordi di ristrutturazione mostrano come i primi segnali di difficoltà dell'impresa possano essere captati già molto tempo prima del ricorso a tali istituti².

Di recente, il tema della prevenzione e gestione della crisi è stato oggetto di un pervasivo intervento normativo. La legge recante «Delega al Governo per la riforma delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza» (l. 155/2017, di seguito anche l. Rordorf)³, riporta tra i propri principi l'introduzione di «procedure di allerta e di composizione assistita della crisi», prendendo a riferimento le *procédures d'alerte* francesi⁴. In particolare, vengono delineate tre nuove procedure stragiudiziali, avviate su impulso: *i)* del debitore; *ii)* dell'organo di controllo, ove esistente; *iii)* di alcuni creditori qualificati. L'idea non è di nuovo conio, facendo in qualche misura eco a quanto proposto, nel 2005, nell'ambito dei lavori della cd. Commissione Trevisanato⁵. Accanto a tale strategia d'azione, la l. delega ne delinea un'altra – di taglio complementare – che poggia sul potenziamento delle regole di *governance* dell'impresa. L'obiettivo consiste nel responsabilizzare maggiormente l'imprenditore (e gli organi societari), a fronte del forte incentivo a porre in essere scelte rischiose, che connota la gestione di un'azienda divenuta fragile (cd. *gambling for resurrection*).

Le misure condividono il medesimo obiettivo al quale è ispirata la Proposta di Direttiva in materia di armonizzazione dei quadri di ristrutturazione preventiva delle imprese, adottata dalla Commissione europea nel novembre 2016 (d'ora in avanti, Proposta di Direttiva)⁶. Va rilevato come tale testo faccia genericamente riferimento alla necessità per i Paesi membri di

* Si ringraziano Silvia Giacomelli, Giuliana Palumbo, Paolo Sestito e tutti i partecipanti al seminario interno *Gli incentivi a una tempestiva emersione e gestione della crisi d'impresa*, svoltosi il 12 gennaio 2018 presso la Banca d'Italia, per gli utili e arricchenti commenti. Un particolare riconoscimento va al Prof. Giuseppe B. Portale, per le preziose osservazioni fornite nella stesura del lavoro.

¹ Cfr. Carpinelli *et al.* (2016).

² Cfr. Paletta (2013) e Danovi *et al.* (2018). Le informazioni vanno interpretate alla luce del contesto macroeconomico di riferimento, giacché il periodo considerato coincide in larga parte con la crisi finanziaria, che ha reso fisiologica l'espulsione dal mercato di numerosi operatori. Sul tema, v. Angelini *et al.* (2017).

³ Cfr. l. 19 ottobre 2017, n. 155, pubblicata presso la Gazzetta Ufficiale 30 ottobre 2017, n. 254. Il testo poggia in larga parte sullo schema di Disegno di Legge Delega elaborato dalla cd. Commissione Rordorf, costituita presso l'Ufficio Legislativo del Ministero della Giustizia con provvedimento del 28 gennaio 2015.

⁴ *Loi* n. 84-148 del 18 marzo 1984 e successive modificazioni. Per una descrizione delle procedure e dell'evoluzione storica della relativa disciplina, v. Jorio (2004).

⁵ La Commissione fu costituita con D.M. 28 novembre 2001 «Commissione per l'elaborazione di principi e criteri direttivi di uno schema di disegno di legge delega al Governo, relativo all'emanazione della nuova legge fallimentare ed alla revisione delle norme concernenti gli istituti connessi».

⁶ Commissione Europea (2016). Il testo traspone normativamente quanto contenuto nella Raccomandazione della Commissione Europea n. 2014/135.

introdurre «sistemi di allerta», la cui fisionomia è, però, indefinita. I contorni labili di tale locuzione consentirebbero ai legislatori nazionali di ragionare su un adeguato «mix» di politiche, che adoperi strumenti ascrivibili sia al diritto societario che alla materia concorsuale. Si spazia, infatti, dalla valorizzazione delle regole di *governance* sino all'introduzione di nuove procedure stragiudiziali e/o all'affinamento di quelle esistenti⁷, direttrici presenti, come detto, anche nella legge delega italiana.

Il lavoro si propone di individuare le caratteristiche di un efficiente sistema di emersione e gestione della crisi. La ricerca prende avvio da una ricognizione dei benefici economici originati dall'agire tempestivo; ripercorre evoluzione ed efficacia della normativa italiana, per come delineatasi dell'ultimo decennio. Adoperando gli strumenti dell'analisi economica del diritto, si procede a una mappatura dei disincentivi all'azione, che interessano debitore e creditori. A partire da tali risultati, si individuano gli strumenti propri di strategie normative ottimali: *i.e.* capaci di individuare il corretto bilanciamento tra valorizzazione dell'autonomia decisionale dell'imprenditore, da un canto, e protezione dei valori aziendali, dall'altro. Muovendo in tale direzione, si discutono anche le scelte contenute nella legge delega per la riforma della materia concorsuale. In punto di metodo, il lavoro opera una partizione tra fase di «diagnosi/emersione» e di «governo» della crisi, mantenendo distinta la prospettiva del debitore da quella dei creditori.

2. I benefici economici dell'agire tempestivo

Ove posta in essere, un'azione tempestiva genera plurimi benefici, apprezzabili: *i)* dall'impresa che sperimenta la crisi; *ii)* dai suoi interlocutori negoziali (cd. *stakeholders*); *iii)* dal sistema economico.

Nel primo profilo, va annoverato l'incremento delle probabilità di ripristino dell'equilibrio economico-finanziario (in caso di ristrutturazione) o la limitazione delle perdite di capitale sopportate dall'imprenditore (qualora si opti per la liquidazione). Inoltre, la presenza di strumenti normativi snelli e flessibili riduce gli oneri economici sopportati dagli operatori, costretti altrimenti a inserirsi in più costosi procedimenti giudiziari⁸.

Entro la seconda categoria rilevano, in particolare, i prestatori dell'ente, che possono beneficiare di migliori tassi di recupero. Tuttavia, gli *stakeholders* sopra richiamati possono includere anche i dipendenti dell'impresa. Non sfuggono le correlazioni sussistenti tra risanamento di un operatore *viable but distressed* e salvaguardia dei livelli occupazionali⁹. Più in generale, il processo di *job destruction*, per quanto necessario e utile, comporta sensibili costi collaterali (vi è evidenza di *long lasting wage losses* per chi perda un lavoro; la transizione verso un nuovo impiego è, comunque, onerosa e richiede tempo). Sono interessati a evitare liquidazioni inefficienti anche i fornitori del debitore, che potrebbero risentire di una sua prematura espulsione dal mercato¹⁰. È un profilo che acquisisce particolare intensità nel

⁷ V. art. 3, Commissione Europea (2016): «Gli Stati membri provvedono affinché i debitori e gli imprenditori abbiano accesso a strumenti di allerta in grado di individuare un andamento degenerativo dell'impresa e segnalare al debitore o all'imprenditore la necessità di agire con urgenza».

⁸ OCSE (2017).

⁹ Con ciò non si sostiene che la salvaguardia dei livelli occupazionali debba costituire uno specifico fine del diritto fallimentare, poiché ciò favorirebbe ristrutturazioni indesiderabili, impedendo una efficiente riallocazione dei fattori produttivi; così, *ex multis*, Jackson *et al.* (2013). La tutela dell'occupazione può divenire autonomo obiettivo, qualora l'impresa presenti rilevanza sistemica, sì che una sua espulsione dal mercato possa innescare elevati costi sociali. Sul punto v., nell'ordinamento italiano, le procedure di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi (cd. legge Prodi-*bis*, d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270 e cd. legge Marzano, l. 18 febbraio 2004, n. 39).

¹⁰ Galletti (2006).

nostro sistema produttivo, connotato da aziende di medio-piccola dimensione e strettamente interconnesse, specie se attive nei medesimi distretti produttivi o collegate attraverso contratti di rete¹¹. In questo contesto, una fuoriuscita non desiderabile può rappresentare l'antecedente di un pericoloso «effetto domino».

Infine, i benefici dell'agire tempestivo investono il contesto economico nel suo complesso. In prima battuta, possono essere apprezzati considerando a livello aggregato alcuni dei profili sopra richiamati. Un miglioramento dei tassi di recupero si riflette in un allentamento delle condizioni di accesso al credito (in termini sia di costo che di quantità) per i prenditori attuali e prospettici, contribuendo a sostenere l'effettuazione di investimenti da parte delle imprese. Ancora, una buona gestione della crisi mitiga il rischio che, in fasi negative del ciclo, i prestiti erogati dal settore finanziario si trasformino in partite *non-performing*¹².

Va, poi, richiamata la positiva correlazione sussistente tra interventi tempestivi e tasso di natalità delle imprese: in assenza dei primi, il destino dell'imprenditore rischia di coincidere con il fallimento e lo stigma che ne deriva contribuisce a frenare l'avvio di nuove attività¹³. Un epilogo in netto contrasto con la natura dell'attività produttiva e con la tradizionale concezione dell'imprenditore inteso come *bearer of risk*¹⁴.

Ampliando lo sguardo, vanno apprezzati i rapporti tra celere emersione/gestione della crisi e propensione a innovare. Come noto, l'innovazione costituisce un processo discontinuo, che rende soggetto a incertezza l'operato dell'impresa¹⁵. Tutti gli istituti che permettono di affrontare in maniera celere e non costosa fasi di aggiustamento verso mutamenti della domanda e del mercato, incidono indirettamente sulla capacità di innovare degli operatori e, *de relato*, del contesto economico.

L'azione tempestiva limita, inoltre, il rischio di compromissione delle cd. «risorse invisibili»¹⁶. Con tale locuzione si intendono quei beni immateriali che, pur incorporando un valore economico (talvolta sensibile), difettano delle caratteristiche necessarie per l'iscrizione in bilancio. Si pensi alle conoscenze delle risorse umane o a processi organizzativi, che creano ricchezza solo nell'ambito dell'unità produttiva nella quale sono calati. In una economia della conoscenza, le risorse invisibili acquistano sempre più importanza, ma risultano estremamente complesse da valutare e quantificare. Fronteggiare per tempo la crisi permette di proteggerle, evitando che si giunga allo smembramento di complessi aziendali ancora vitali.

Infine, vanno evidenziati i benefici in termini di integrazione dei mercati di capitali. Strumenti che agevolano un intervento tempestivo – sempre più spesso oggetto di specifica rilevazione da parte di indicatori sull'efficienza della disciplina concorsuale¹⁷ – sono considerati propri delle più moderne economie avanzate: la loro assenza può prevenire l'effettuazione di investimenti da parte di operatori esteri¹⁸.

In ultima analisi, una celere diagnosi della crisi si traduce in una migliore allocazione dei fattori produttivi verso le imprese reputate più efficienti: esse possono continuare a coincidere con le imprese in crisi, qualora siano *viable but distressed* e abbiano posto in essere le operazioni necessarie, o con differenti operatori, nel caso di difficoltà irreversibili (cd. efficienza allocativa). Norme che muovono in questa direzione concorrono a sostenere la

¹¹ Sul fenomeno dei distretti industriali nel contesto produttivo italiano, v. Signorini (2000).

¹² Commissione Europea (2015), Commissione europea (2016) e Consiglio Europeo (2017). Conseguendo tale risultato, è ridimensionata anche l'eventualità che ricorrano operazioni di cd. *zombie lending*; sul fenomeno v., di recente, Schivardi *et al.* (2017).

¹³ Commissione Europea (2014).

¹⁴ Cantillon (1755).

¹⁵ Gabler *et al.* (2011).

¹⁶ Paletta (2013).

¹⁷ OCSE (2017).

¹⁸ Kraakman *et al.* (2006) e, di recente, Commissione Europea (2016).

produttività aggregata del sistema; sul punto, è stato efficacemente osservato che: «having early warning mechanisms emerge consistently as the most important dimensions of insolvency regimes with respect to the effects of reforms on productivity»¹⁹.

3. Evoluzione ed efficacia della normativa italiana. Prospettive future

Le riforme poste in essere in Italia nell'ultimo decennio sono state ispirate a una progressiva anticipazione del momento nel quale l'imprenditore in difficoltà è chiamato o incentivato ad agire. Nel sistema del 1942, l'architrave dell'impianto normativo era costituito dall'insolvenza: un dissesto insanabile, da gestire nell'ambito del fallimento. L'attivazione della procedura conduceva, usualmente, alla disgregazione del complesso aziendale: all'«eliminazione» dell'imprenditore dal mercato, doveva seguire analoga sorte della struttura produttiva²⁰. Facevano eccezione le procedure di concordato preventivo e amministrazione controllata, che, tuttavia, rivestivano un carattere di eccezionalità²¹.

A partire dal 2005 si è realizzato un cambiamento di prospettiva. In sintonia con quanto previsto in ordinamenti considerati *benchmark* in termini di efficienza della disciplina concorsuale (US *in primis*), l'obiettivo è divenuto quello di preservare, là dove possibile, la continuità aziendale e dare maggior corpo al concetto di efficienza allocativa, sopra richiamato (n. 2)²². Sono stati introdotti strumenti tesi a incentivare l'agire tempestivo, come i piani attestati di risanamento e gli accordi di ristrutturazione. È stato profondamente rivisitato il concordato preventivo, per adoperarlo già in uno stato di crisi: un frangente cronologicamente antecedente a quello dell'insolvenza, alla quale prima era subordinato. Negli anni successivi, si è proceduto a un ulteriore affinamento dell'istituto e sono stati enucleati strumenti per la composizione delle crisi da sovraindebitamento, a beneficio dell'imprenditore non fallibile²³.

Interventi di tale natura si legano strettamente al tema della «sopravvivenza» dell'ente: le probabilità di recupero dell'equilibrio economico-finanziario sono, infatti, direttamente proporzionali alla tempestività delle misure adottate. Tuttavia, a oltre dieci anni dai primi interventi, gli effetti della riforma non paiono pianamente soddisfacenti. Le evidenze disponibili segnalano come le procedure di ristrutturazione presentino carattere risolutivo in una modesta percentuale di casi²⁴. Colpiscono le informazioni inerenti il concordato

¹⁹ Così OCSE (2017), ma v. anche OCSE (2016).

²⁰ Nel periodo precedente la riforma, l'assenza di strumenti capaci di favorire una emersione anticipata della crisi aveva condotto a un uso indiscriminato delle azioni revocatorie; Zoppini (2014).

²¹ A prescindere dal veicolo adoperato, l'obiettivo coincideva con la soddisfazione delle pretese creditorie. Negli anni settanta, si è affacciato nel dibattito di politica del diritto un ulteriore obiettivo: la salvaguardia dei livelli occupazionali. Esso è stato perseguito, dapprima, con una applicazione estensiva dell'amministrazione controllata «anche nelle situazioni di sostanziale insolvenza che avrebbero richiesto la dichiarazione di fallimento» (v. Boccuzzi *et al.* (1993)) e, successivamente, con l'introduzione procedure *ad hoc*: l'amministrazione straordinaria delle grandi (e delle grandissime) imprese in crisi.

²² Su come sia stato promosso l'obiettivo della ristrutturazione di complessi vitali attraverso le cd. tre stagioni del diritto concorsuale statunitense v. Roe (2017).

²³ È stato anticipato il momento in cui può essere presentata domanda di concordato; cfr. D.L. 22 giugno 2012, n. 83, conv. con l. 7 agosto 2012, n. 134. Sul sovraindebitamento cfr. l. 27 gennaio 2012, n. 3.

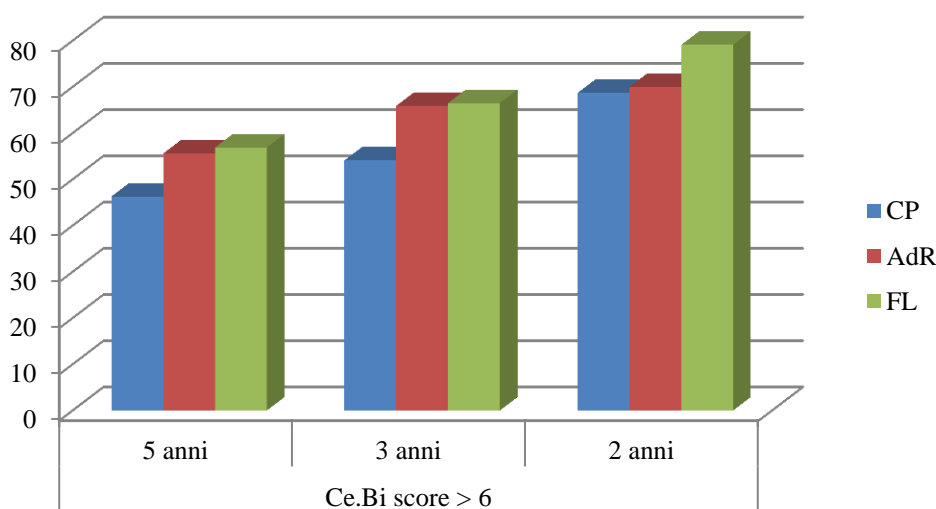
²⁴ Una indagine condotta nel 2015 dalla Banca d'Italia presso i maggiori gruppi bancari evidenzia come a quattro anni dall'avvio di procedure di recupero non liquidatorie solo «per le posizioni che rappresentano il 15 per cento del credito si verifica il recupero dell'equilibrio finanziario o l'estinzione dell'impresa incorporata in un'altra»; Carpinelli *et al.* (2016). Le informazioni si prestano a una duplice lettura. Da un canto, possono indicare come le ristrutturazioni regolate dalla legge fallimentare coinvolgano processi di riorganizzazione particolarmente complessi, che richiedono tempi lunghi per essere completate. Dall'altro, potrebbero segnalare una tendenza delle parti a comprare tempo – una sorta di *procrastination* o *continuation bias* – per ritardare la manifestazione dell'insolvenza. Sul tema, v. anche Sansone (2004).

preventivo: adoperato in larga parte con finalità liquidatoria (spesso come alternativa, meno costosa e più celere, al fallimento)²⁵. I risultati appaiono ancor più significativi se analizzati in chiave comparata, prendendo a riferimento gli Stati Uniti, ove un significativo numero di imprese che avviano un Chapter 11 recupera pieno equilibrio economico-finanziario²⁶ e rari sono gli episodi di recidiva (cc.dd. Chapter 22 o Chapter 33)²⁷.

Di per sé, l'elevato numero di liquidazioni non si presta a una lettura univoca: esso potrebbe indicare l'esistenza di alto ammontare di imprese improduttive – *fisiologicamente* destinate all'espulsione – oppure segnalare una strutturale tardività negli interventi di rilevazione e gestione della crisi. Occorre, allora, muovere l'analisi verso un ulteriore livello, individuando specifici indicatori di «tempestività dell'emersione».

Recenti informazioni in materia di concordati preventivi, accordi di ristrutturazione e fallimenti, tutti avviati nel quadriennio 2010 – 2014, evidenziano come i primi segnali di difficoltà fossero percepibili, per larga parte delle imprese, già nei 5 anni precedenti l'ingresso in procedura (Fig. 1). In tale frangente, il 46,3 per cento dei debitori coinvolti in un concordato preventivo presentava un Ce.Bi score maggiore di 6, sintomatico di elevata rischiosità; la cifra saliva al 55,6 per cento e al 56,9 per cento, considerando, rispettivamente, accordi di ristrutturazione e fallimenti. I valori, come atteso, si innalzano progressivamente con l'avvicinarsi alla data di instaurazione della procedura (segnatamente a -3 e -2 anni)²⁸.

Fig. 1 – classificazione imprese a 5, 3 e 2 anni dall'avvio della procedura



Fonte: Infocamere e Cerved per CP e FL; Danovi *et al.* (2018) e Cerved per AdR.

I dati segnalano la sussistenza di quello che potremmo definire un «timing problem». La necessità di elaborare strumenti che favoriscano una azione tempestiva è stata, inoltre, evidenziata da recenti evoluzioni normative di rango domestico e comunitario.

²⁵ Cfr. Danovi *et al.* (2018).

²⁶ Oltre il 50 per cento secondo Ivashina *et al.* (2015).

²⁷ Sono assai modesti (tra il 15 e il 18 per cento) i casi in cui il medesimo debitore instaura una procedura di Chapter 11 per una seconda o terza volta; Altman (2014).

²⁸ Recenti studi adoperano differenti indicatori, considerando come *distressed* imprese le cui esposizioni verso il sistema creditizio permangano non integralmente *in bonis* sino all'apertura di una procedura di gestione della crisi; Danovi *et al.* (2018).

Il primo riferimento è alla legge delega di riforma della disciplina della crisi e dell'insolvenza²⁹, che rafforza la *governance* delle imprese e delinea nuove procedure di allerta e composizione assistita della crisi³⁰. Queste ultime danno vita a tre differenti procedimenti stragiudiziali, che mirano a portare il debitore a un tavolo di gestione della crisi alle prime avvisaglie di difficoltà, talvolta attraverso un avvio forzato, innescato da esponenti aziendali e creditori qualificati. Ciascun percorso poggia sul coinvolgimento di appositi Organismi, costituiti presso le Camere di commercio, con il compito di agevolare l'individuazione di soluzioni private della crisi³¹.

Il secondo riferimento è alla già citata Proposta di Direttiva in materia di ristrutturazione preventiva³². Il testo codifica orientamenti propugnati dalla Commissione da oltre un decennio, sin dal progetto «Best: ristrutturazioni, fallimenti e nuovo inizio», del 2003, nel quale si faceva riferimento all'importanza di «meccanismi di allarme precoce»³³. Nel dettaglio, la Proposta contiene due *set* di previsioni, di taglio molto generale. Il primo, attinente all'emersione, mira a permettere agli imprenditori di accedere a strumenti di allerta in grado di intercettare l'andamento degenerativo dell'impresa. Il secondo, riferito alla gestione, statuisce che qualora sussista una probabilità di insolvenza, il debitore abbia accesso a un efficace quadro di ristrutturazione preventiva.

4. Gli ostacoli alla celere emersione

Per individuare le caratteristiche di una efficace regime normativo, l'ipotesi di lavoro richiede di isolare la fase di emersione della crisi e mappare gli elementi che si frappongono a una sua manifestazione. Riguardo a questi ultimi, si opererà una distinzione tra fattori: A) che ostacolano una presa di coscienza del debitore; B) che frenano un debitore già consapevole dello stato di difficoltà ad agire, così che il segnale sia captato anche all'esterno.

A) Procedendo con l'ordine indicato, si illustrano dapprima gli elementi che incidono sul processo cognitivo del debitore.

In primo luogo, va osservato come la raccolta e l'elaborazione di informazioni sullo stato di salute dell'azienda siano operazioni complesse, che l'imprenditore – pur in presenza di obblighi di «autovalutazione» imposti dalla legge – non sempre conduce esaustivamente, specie se di piccola-media dimensione. Elevato è il numero di dati da processare e di variabili da considerare. Il profilo è amplificato, qualora siano in gioco valutazioni di natura prospettica, non perfettamente fotografabili dalle risultanze contabili³⁴.

In secondo luogo, l'analisi dell'imprenditore può essere inficiata da errori cognitivi. Egli può ritenere che gli scenari economici nei quali si muove l'impresa miglioreranno a

²⁹ L. 19 ottobre 2017, n. 155.

³⁰ Tra i più recenti commenti alle norme, v. Jorio *et al.* (2017). Vi fu l'occasione, già nel 2003, di introdurre meccanismi di allerta, ma la presenza di approcci differenti all'emersione tempestiva impedì all'istituto di vedere la luce; cfr. nt. 5.

³¹ Agli Organismi è affidato il compito di assistere il debitore per individuare a una soluzione concordata della crisi. Inoltre, un collegio di tre esperti, (uno nominato dal Tribunale, uno dalla Camera di Commercio e uno dalle associazioni di categoria) è chiamato a verificare se, nei termini di legge, le parti abbiano raggiunto una soluzione. La formazione mista del collegio vorrebbe riprendere il modello delle *procédures d'alerte*, nelle quali la fase di conciliazione è affidata a un Tribunale di commercio, non costituito da giudici togati, ma da rappresentanti delle diverse categorie produttive.

³² Commissione Europea (2016).

³³ Commissione Europea (2003).

³⁴ Si pensi agli effetti prodotti nel medio-lungo termine da una riduzione degli sforzi profusi dalla funzione marketing o IP, per la promozione/protezione dei segni distintivi.

sufficienza nel futuro (*optimism bias*); oppure può reputare le proprie capacità manageriali idonee a preservare l'azienda da episodi di tensione finanziaria (*overconfidence bias*). Quest'ultima distorsione risulta strettamente correlata all'origine dell'impresa e alla sua *governance*: potendo essere amplificata da una genesi familiare dell'ente o dalla presenza di un *management* coincidente con i soci di riferimento³⁵. Inoltre, l'*overconfidence bias* può rafforzare l'incentivo del debitore organizzato in forma societaria ad assumere rischi elevati, nel tentativo di risanarne le sorti. Infatti, se le difficoltà dovessero rendersi irreversibili, l'imprenditore, in qualità di *residual claimant*, verrà soddisfatto in via subordinata rispetto ai creditori, che rappresentano dei *fixed claimants*. Proprio da questo disallineamento di incentivi origina il fenomeno del cd. *gambling for resurrection* e l'azzardo morale ad esso sotteso³⁶.

B) Vi è, poi, un gruppo di fattori che frenano un debitore già consapevole della crisi a segnalare le difficoltà all'esterno (una sorta di *procrastination bias*) ostacolandone la percezione da parte dei creditori.

Ciò può dipendere da questioni di ordine socio-culturale. L'avvio di una procedura è tuttora visto come «evento dequalificante»³⁷ o «disfatta imprenditoriale»³⁸, portato di un severo retaggio culturale³⁹. Oltre allo stigma connesso all'emersione della crisi, vi è quello, più forte, associato al fallimento: il timore di incorrervi, può indurre a ritardare l'esternazione delle difficoltà⁴⁰. Tra gli ulteriori disincentivi, va annoverato il timore del debitore di perdere la gestione dell'azienda. Si tratta di un fattore la cui intensità aumenta al ricorrere di determinate circostanze: nuovamente, qualora l'attività abbia genesi familiare o il *management* coincida in larga parte con i soci di riferimento.

Sussistono, inoltre, motivazioni di natura economica: ammettere la sussistenza di difficoltà si traduce in una perdita di reputazione e nella, conseguente, compromissione dell'avviamento e dei beni intangibili dell'impresa a esso correlati, come il marchio. In una sorta di effetto domino, ciò può dare vita alla fuga dei creditori (cd. *rush to the exit*). Il profilarsi della crisi

³⁵ Entrambi i punti sono rilevanti nel contesto italiano, connotato da imprese sottocapitalizzate che fanno costante affidamento sul credito bancario; cfr. Gobbi (2007) e Cesarini *et al.* (2016). Numerose sono anche le imprese il cui organo gestorio coincide, pressoché nella totalità, con esponenti della proprietà; Bugamelli *et al.* (2018).

³⁶ Tra i principali contributi sul tema, v., *ex multis*, Jensen *et al.* (1976); Bainbridge (2002). Per contro, in situazioni di continuità aziendale, gli incentivi dell'imprenditore e quelli dei creditori risultano perfettamente allineati: il primo sa che potrà contare su una remunerazione solo qualora i secondi siano stati soddisfatti.

³⁷ Vicari (2008).

³⁸ Quagli (2016).

³⁹ Sia l'analisi semantica che quella etimologica segnalano come, in molte lingue indoeuropee, la parola debito sia associata a quella di peccato: si veda il tedesco *schuld*, al quale appartiene il duplice significato di debito e peccato o colpa; cfr. Nuzzo (2017). È indicativa anche l'espressione anglosassone *forgive a debt*, nella quale la remissione del debito è associata al concetto di perdono.

⁴⁰ Cfr., *ex multis*, Commissione europea (2011b): «it is problematic to overcome the initial reluctance from entrepreneurs to participate [to out-of-court settlements or reorganization procedures] because of the stigma associated with a failure». Consapevole di questo rischio, la Commissione è intervenuta in plurime occasioni, invitando gli Stati membri a porre fine alla stigmatizzazione del fallimento V. Commissione Europea (2012a); Commissione Europea (2016). Per ciò che concerne il contesto italiano, la connotazione negativa che accompagna il fallimento costituisce il portato di un retaggio culturale che riteneva il fallito macchiato da colpa – consistente nell'incapacità di gestire proficuamente l'impresa – se non peggio dolo, secondo l'antico brocardo *decoctor ergo fraudator*; v., *ex multis*, Portale (2017). Sino alla metà del secolo scorso la dottrina sosteneva che il fallito è un «male infettivo da circoscrivere (...) e distruggere secondo un interesse supremo e statuale alla tutela dell'economia e del credito»; così, D'Avack (1940), (la citazione è riportata da Nocera (2013)). Parimenti indicative sono le considerazioni formulate all'inizio del secolo scorso dall'allora Avvocato Generale della Banca d'Italia, il quale osservava che il commerciante che incappa nel fallimento, anche se onesto e sfortunato, «si trova rovinato nella reputazione»; Bonelli (1926).

aumenta l'incentivo di questi ultimi ad avviare azioni esecutive per recuperare i crediti divenuti esigibili, col rischio di giungere a un (inefficiente) smembramento dell'impresa (n. 5)⁴¹. Si tratta di un fenomeno dall'intensità variabile e strettamente correlato alla struttura finanziaria dell'impresa: un alto rapporto di mezzi terzi su mezzi propri non può che acuirlo. Parimenti, un elevato tasso di copertura dei debiti potrebbe aumentare la propensione ad agire dei creditori⁴².

La fuga di questi ultimi può esercitare una pressione disgregante attraverso ulteriori canali: ad esempio, portando alla cessazione delle linee di credito – anche sotto forma di dilazioni di pagamento da parte di fornitori – e alla preclusione di nuova liquidità. Inoltre, si osservi come l'uscita di alcuni creditori possa, di per sé sola, indurre un aumento delle probabilità di insolvenza del debitore, operando alla stregua di una profezia auto-avverante⁴³.

5. I disincentivi alla efficiente gestione

Anche qualora l'esistenza della crisi venga tempestivamente comunicata all'esterno, taluni fattori possono minarne una soddisfacente gestione. Appurare la sussistenza di difficoltà non equivale a conoscerne la portata. Elevate sono le asimmetrie informative che investono le parti riguardo al reale valore dell'impresa e all'entità della tensione. Mentre i creditori dispongono di informazioni parziali – limitate al singolo rapporto – sullo stato di salute del prestatore, quest'ultimo beneficia di una visuale più ampia⁴⁴. Il divario informativo si traduce in costi di transazione. In assenza di meccanismi che consentano di asseverare lo stato delle cose, i prestatori potrebbero disporre di scarsi incentivi a interloquire con il debitore, per superare le difficoltà.

In caso di imprese multi-affidate, anche i costi di coordinamento tra i vari creditori potrebbero assumere una entità non trascurabile. Infatti, il piano di gestione della crisi non è solo il frutto di una negoziazione tra debitore e creditori, ma anche di una «trattativa» tra creditore e creditore, giacché ciascuno di essi è dotato di incentivi e interessi differenti⁴⁵.

Tutto ciò potrebbe ostacolare l'individuazione di soluzioni concordate, inducendo i prestatori ad avviare un procedimento esecutivo: un esito non sempre desiderabile, poiché lo smembramento dell'azienda può portare a tassi di recupero complessivi, inferiori a quelli che si avrebbero qualora la crisi venisse gestita collettivamente. Se, da un canto, l'avvio del percorso giudiziario garantisce la tutela dei soggetti procedenti (tipicamente muniti di garanzia reale), dall'altro, può pregiudicare l'interesse dei prestatori considerati come classe.

⁴¹ Tra i primi contributi scientifici che enucleano il fenomeno, inizialmente denominato *rush to liquidation*, Baird *et al.* (1984); Jackson (1986). Lo riprende Aghion (1998).

⁴² Va, peraltro, operato un distinguo a seconda del mezzo di protezione coinvolto: l'incentivo può risultare compresso qualora si tratti di garanzie reali e i tempi di realizzo risultino particolarmente lunghi. Discorso differente vale per le garanzie personali, usualmente più celeri da escutere (Mayordomo *et al.* (2017)). Nell'ordinamento italiano, la pronta escutibilità è assicurata in particolar modo dal contratto autonomo di garanzia, che, come noto, limita assai il novero di eccezioni sollevabili dal garante.

⁴³ Il punto è stato sollevato di recente, con riguardo alle crisi bancarie e all'applicazione della direttiva 2014/59/UE (*Banking Recovery and Resolution Directive* – cd. BRRD): Goodhart *et al.* (2014).

⁴⁴ Gale *et al.* (1985); gli aa. osservano, inoltre, come nessuna delle parti sia in grado di prevedere un terzo elemento cruciale nell'evoluzione della crisi: l'andamento del contesto esterno nel quale l'impresa opera.

⁴⁵ Sussistono interessi variegati in ragione delle diverse caratteristiche di ciascun prestatore: garantito vs. chirografario; sovra-garantito vs. sotto-garantito; legato all'impresa da ripetute relazioni di credito vs. titolare di una isolata pretesa.

Ciò accade, ad esempio, qualora la perdita degli *assets* escussi precluda la continuazione dell'attività⁴⁶.

6. Un efficiente sistema normativo: le strategie di intervento

Il contratto sussistente tra debitore e creditori fornisce presidi solo in parte idonei a fronteggiare i disincentivi illustrati in precedenza (n. 5). Troppo complessa è l'elaborazione di un accordo capace di neutralizzare ciascuno di essi, fissando in anticipo il comportamento da tenere in caso di crisi. Ad esempio, risulta estremamente arduo prevedere l'evoluzione della struttura finanziaria dell'impresa – es. l'insorgenza di ulteriori crediti –rendendo così difficile, se non impossibile, risolvere *ex ante* i problemi di coordinamento tra i vari prestatori⁴⁷.

In queste ragioni risiede la necessità di un intervento normativo, che garantisca un adeguato bilanciamento tra costi e benefici dell'agire anticipato, evitando di imporre obblighi in capo a operatori ancora sani. Anzitutto, è opportuno individuare il «perimetro di gioco», ossia il segmento temporale nel quale le parti sono chiamate ad agire. A questo scopo è utile elaborare una efficace (: elastica e non rigida) definizione di crisi. Occorre, poi, forgiare strumenti tesi a presidiare l'inerzia del debitore: sia che essa sia frutto di una carente autovalutazione sia che origini dalla precisa scelta di non rivelare la sussistenza di difficoltà. Da un punto di vista generale, la strategia di *policy* può poggiare su plurimi strumenti: *i*) appartenenti al diritto societario (regole di *governance*); *ii*) ascrivibili alla materia concorsuale (procedure di gestione della crisi). Questi ultimi, in linea teorica, possono essere attivati da un ampio novero di soggetti, che spaziano dall'imprenditore – o dagli esponenti aziendali, come amministratori e sindaci, nelle organizzazioni più sofisticate – sino ai creditori dell'impresa. Da ultimo, è cruciale che le disposizioni garantiscano una attiva partecipazione dei creditori alla gestione delle difficoltà.

Di ciò si discuterà nei paragrafi successivi, dando conto del quadro normativo domestico, segnato da evoluzioni importanti, ma non ancora pienamente attuate.

7. La definizione di stato di crisi

Identificare un modulo temporale nel quale possono essere captati i primi segnali di crisi, è utile per individuare il momento a partire dal quale il debitore è tenuto ad agire. Detto altrimenti, l'individuazione di un *triggering-point* (ancorché connotato da una fisiologica flessibilità) costituisce l'antecedente logico-necessario per l'efficace applicazione del sistema di presidi di interesse in questa sede; in particolare, quelli relativi alla *governance* e all'avvio di una procedura di gestione della crisi. Si tratta di un *set* di norme centrali sotto un duplice punto di vista, ossia per assicurare: *a*) una tempestiva rilevazione di minacce alla continuità aziendale; *b*) una gestione dell'impresa in difficoltà scevra dall'assunzione di rischi eccessivi,

⁴⁶ Baird *et al.* (1984); Jackson (1986); Aghion (1998). Per l'ordinamento italiano v. *ex multis* Fimmanò (2010). In determinate circostanze, il creditore può insistere per la liquidazione dell'azienda – anche qualora essa sia *viable but distressed* – poiché questa opzione gli garantisce un completo rimborso del prestito, là dove la prosecuzione dell'attività produttiva potrebbe fornirgli, nello scenario migliore, lo stesso risultato o, in quello peggiore, una soddisfazione inferiore. Ciò accade perché, optando per il mantenimento dell'operatività, il valore atteso di recupero del credito potrebbe diminuire, mentre un eventuale miglioramento della situazione economico-finanziaria andrebbe a integrale beneficio dell'imprenditore. Cfr. Ayotte *et al.* (2013).

⁴⁷ Sull'incompletezza del contratto di credito e sulla sua, conseguente, inadeguatezza a guidare il comportamento delle parti in presenza di una crisi v. Bolton *et al.* (2002): si propone un modello nel quale la presenza di *shock* esogeni giustifica un intervento legislativo, che accordi una moratoria a tutti i prenditori in difficoltà. Nella dottrina italiana v. Fimmanò (2010).

dei quali finirebbero per farsi carico i creditori e non l'imprenditore. Inoltre, l'opportunità di adottare una definizione di crisi emerge sia nei contributi della dottrina domestica che nell'ambito dei principi internazionali di buona regolamentazione della materia societaria e concorsuale⁴⁸. In questa direzione si muove anche l'ordinamento francese che fornisce una definizione «elastica» di crisi, là dove riconnette l'avvio della *procédure d'alerte* all'esistenza di fatti che possano minacciare la continuità aziendale⁴⁹.

Per lungo tempo, l'ordinamento italiano non ha enucleato il perimetro della crisi. Sino all'adozione della l. 155/2017, la legge fallimentare ha inteso positivizzare unicamente il concetto di insolvenza⁵⁰, limitandosi a disporre che alle imprese «in crisi» fosse concesso attivare determinate procedure, come il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione. La riforma affronta tale profilo, delegando il Governo a «introdurre una definizione dello stato di crisi, intesa come probabilità di futura insolvenza, anche tenendo conto delle elaborazioni della scienza aziendalistica». Si tratta di un approccio in sintonia con quanto presente in alcuni ordinamenti europei e nella già citata Proposta di Direttiva, nella quale vi è un esplicito (e sintetico) collegamento tra crisi e incremento della probabilità di insolvenza⁵¹. Se l'assunto di fondo è semplice – una minaccia per la continuità aziendale può giungere da tensioni non solo attuali ma anche prospettiche – meno agevole è individuare in che cosa consista il predetto aumento probabilistico⁵². A tale difficoltà si sommano i rischi ingenerati da una non corretta declinazione del fenomeno: una definizione troppo ampia o troppo ristretta comporta una imposizione di oneri comportamentali a carico di imprese ancora sane o, viceversa, che risultano già da qualche tempo in crisi.

Riflettendo sul tema, sono di ausilio i contributi degli esperti della materia aziendale. Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (CNDCEC), in un recente documento, ha proposto una definizione di crisi come «incapacità corrente dell'azienda di generare flussi di cassa, presenti e prospettici, sufficienti a garantire l'adempimento delle obbligazioni già assunte e di quelle pianificate»⁵³. L'enfasi è posta sulla formulazione di un giudizio dinamico sulla solvibilità dell'impresa, che include l'attualizzazione di flussi di cassa futuri e la valutazione degli impegni di spesa non ancora assunti, ma prevedibili. Quanto alla cornice temporale, essa sembra coincidere (almeno) con la durata dell'esercizio successivo: solo questo segmento permette di valutare appieno gli effetti della gestione caratteristica. Si tratta, peraltro, di un giudizio sulla continuità aziendale affine a quello proposto nel principio di revisione internazionale IFRS9, al quale le banche cd. *significant* sono tenute a conformarsi nell'analizzare la qualità delle proprie esposizioni verso

⁴⁸ V. OCSE (2013) ove, trattando di stato di crisi e relativi obblighi di condotta degli esponenti aziendali, si osserva che: «determining exactly when the obligations arise is a critical issue for directors seeking to make decisions in a timely manner consistent with those obligations. Moreover, without a clear reference point, it would be difficult for directors to predict with confidence the point in time in the period before insolvency proceedings commence to which a court would have reference in considering an action for breach of those obligations». Cfr., *ex multis*, Luciano (2016); Panzani (2006).

⁴⁹ Cfr. *infra* nt. 51.

⁵⁰ L'art. 5, comma 2, l.f. precisa che lo stato di insolvenza si manifesta con inadempimenti o altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. Si fa, dunque, ricorso a un approccio cd. «esterno»; sul tema, Quagli (2016).

⁵¹ Cfr. art. 1, comma 1, lett. a) e art. 4, comma 1 della Proposta di Direttiva in materia di quadri di ristrutturazione preventiva. Affine è il (già richiamato) concetto di crisi presente nell'ordinamento francese, ove si fa riferimento alla sussistenza di elementi capaci di minacciare la continuità aziendale. Cfr. art. L234-1 del *Code de Commerce*, ove si precisa che il presupposto per l'avvio della procedura d'allerta consiste in «faits de nature à compromettre la continuité de l'exploitation [de l'exercice de sa mission]».

⁵² Il tema è cruciale e, recentemente, anche la Banca centrale europea ha invitato le istituzioni comunitarie a offrire una più puntuale declinazione di tale concetto: BCE (2017).

⁵³ Così, CNDCEC (2015a).

la clientela⁵⁴. L'approccio del CNDCEC, detto «interno-previsionale», potrebbe spingere le imprese a far costante ricorso alla pianificazione strategica e finanziaria, inducendole a ragionare in prospettiva⁵⁵. È la redazione di piani finanziari che permette di conoscere in anticipo quando – in assenza di una correzione di rotta – si verificherà l'insolvenza. Ne conseguirebbero rilevanti ricadute sotto il profilo operativo e giuridico: ad esempio, tale conoscenza potrebbe essere fatta coincidere con l'emersione dello stato di difficoltà e con la nascita dei relativi obblighi comportamentali, per l'imprenditore (o gli esponenti aziendali).

Il documento prosegue, precisando come il predetto *cash-flow test* debba essere affiancato da informazioni di natura qualitativa: es. quelle relative alla perdita di manager chiave o alla cessazione di politiche pubbliche di sostegno, previamente in vigore; elementi puntualmente contemplati anche nell'ambito dei principi nazionali di revisione contabile⁵⁶. Si tratta di fattori che non emergono dalle risultanze contabili, ma che possono incidere sulle sorti dell'impresa⁵⁷.

L'approccio del CNDCEC fornisce utili spunti per dare corpo, in maniera equilibrata, al principio di delega relativo alla definizione della crisi. Tuttavia, va rilevato come accanto a tale principio si affianchi la scelta – operata rispetto a due delle nuove procedure di allerta e composizione assistita – di riconnettere l'esistenza di uno stato di difficoltà al mero superamento di alcuni parametri quantitativi⁵⁸. Si tratta, nei fatti, di una tipizzazione di alcune situazioni di crisi, la cui esistenza si ritiene provata al ricorrere di una situazione fattuale, catturata dai predetti indicatori (v., diffusamente, n. 8.2 e 8.3). In sede di attuazione, tale scelta potrebbe riverberarsi anche sulla definizione di crisi, inducendo il legislatore a disegnare un sistema di emersione eccessivamente rigido. È cruciale che di questi profili si tenga conto nel dar corpo alla riforma: ad esempio, in sede attuativa o ragionando su possibili modifiche della stessa legge delega.

⁵⁴ Cfr. Banca d'Italia (2017).

⁵⁵ Attualmente è unicamente previsto che il consiglio di amministrazione delle s.p.a. esamini, *qualora siano elaborati*, i piani strategici, industriali e finanziari della società (art. 2381, comma 3, c.c.). A fronte del dato testuale, che non pone l'obbligo di programmazione, si osserva in dottrina che «non sembra azzardato affermare che (...) anche per i piani la loro redazione divenga di fatto obbligatoria se ciò sia “*adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa*” (arg. ex art. 2381, comma 5°)»; così Galletti (2006). La dottrina aziendalistica rileva, però, un netto stacco tra obblighi giuridici e realtà, facendo presente che «la pianificazione finanziaria non è ancora una prassi manageriale diffusa capillarmente. Molte imprese, anche non necessariamente di minore dimensione, sviluppano budget solo economici e con orizzonte temporale raramente superiore al termine dell'esercizio successivo

⁵⁶ Cfr. CNDCEC (2015a), Principio di revisione (ISA Italia) 570, continuità aziendale (2005) e CNDC (2005), ove si sottolinea che gli elementi extracontabili acquisiscono una importanza centrale per le PMI, ove spesso sono più rilevanti dei beni materiali.

⁵⁷ L'elevata capacità predittiva delle informazioni qualitative è evidenziata anche dalle recenti evoluzioni del mercato finanziario e, in particolare, dalla rapida espansione del comparto *fintech*. Si pensi a operatori attivi nel settore della logistica, come Amazon e Alibabà, che hanno costituito strutture *ad hoc* preposte all'erogazione di credito a favore di imprese attive sulle rispettive piattaforme. La strategia di *business* poggia proprio sullo sfruttamento di un sapere extra-contabile, che fornisce indicazioni sullo stato di salute del debitore, forse più aggiornate rispetto alle tradizionali risultanze economico-finanziarie. Il riferimento è, tra gli altri, a informazioni inerenti tipologia e grado di soddisfazione della clientela; puntualità nelle consegne; qualità del prodotto.

⁵⁸ Si tratta del rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi, dell'indice di rotazione dei crediti, dell'indice di rotazione del magazzino e dell'indice di liquidità (art. 4, comma 1, lett. h), l. 155/2017). Vi sono notazioni critiche della dottrina aziendalistica sulla capacità predittiva di tali indicatori; cfr. Ranalli (2017) per il quale, in luogo del semplice rapporto mezzi propri/mezzi di terzi, potrebbe essere più proficuo porre a confronto la Posizione Netta Finanziaria e l'EBITDA, con l'obiettivo di verificare se vi siano adeguati flussi finanziari per sostenere gli oneri da indebitamento. Si consideri, poi, la difficoltà a individuare valori soglia di «allerta» adatti a tutte le imprese, poiché *one size does not fit all*.

7.1 Lo stato di crisi nella prospettiva aziendale: alcune implicazioni di *policy*

La difficoltà nell'individuare il perimetro della crisi risiede nell'estrema eterogeneità dei fattori che lo alimentano⁵⁹. Di essi è utile fornire qualche cenno, propedeutico allo svolgimento di alcune considerazioni di *policy*.

In primo luogo, il declino può affondare le proprie radici in un decadimento riconducibile all'inefficienza dell'impresa: ossia al suo operare con un rapporto ricavi/costi inferiore a quello dei *competitors*. La *performance* insoddisfacente può investire varie funzioni: si è soliti pensare a quella di produzione, ma anche altre aree chiave – come quella amministrativa – possono esserne interessate⁶⁰. Inoltre, il deterioramento può risiedere in eccessi di capacità produttiva non accompagnati da una rapida riduzione dei costi fissi. L'assestamento può dipendere da una duratura contrazione della domanda, originata da una saturazione dell'intero settore, o da perdite di quote di mercato del singolo imprenditore. Sussistono, poi, difficoltà originate dall'incapacità dell'impresa di governare il cambiamento: carenze nella pianificazione strategica sono fatali nel medio/lungo termine. Da ultimo, vi sono crisi originate da squilibri finanziari, che possono risiedere, tra l'altro, in un alto indebitamento o in una sproporzione tra debiti a breve e mezzi liquidi. Rientrano in questa categoria anche le cd. «crisi di crescita», nelle quali l'incremento repentino e significativo della produzione non è accompagnato da una adeguata capacità di autofinanziamento⁶¹. È utile rilevare come le varie cause vivano spesso in un rapporto osmotico, risultando concatenate. Ciò vale in particolar modo per il disequilibrio finanziario che, oltre a costituire autonoma fonte di declino, può anche dipendere da una crisi originata altrove⁶².

Muovendo verso un piano di analisi più generale, tutti i predetti fattori possono essere ricondotti entro tre aree, legate alle caratteristiche: *i*) della concorrenza e dell'ambiente esterno; *ii*) del management; *iii*) dell'organizzazione interna⁶³.

L'inquadramento aziendale è propedeutico all'individuazione di alcune coordinate, entro le quali sviluppare la strategia di *policy*, che può, fisiologicamente, appuntarsi solo sui profili *sub ii*) e *iii*). Agire sul primo richiede di enucleare regole di condotta alle quali l'imprenditore (o l'organo gestorio) deve attenersi, nel guidare l'azienda che sperimenta difficoltà. Per affrontare il secondo è necessario imporre la costituzione di assetti organizzativi preposti a rilevare per tempo l'andamento degenerativo della gestione. Per ciò che concerne il contesto italiano, alcune recenti evidenze segnalano l'opportunità di adottare regole di *governance ad hoc* per la crisi, che si affianchino a quelle attualmente sussistenti, pensate per gestire l'impresa in condizioni di continuità. In particolare, rispetto a un campione di accordi di ristrutturazione avviati nel periodo 2005 – 2016 i dati mostrano come nel 64,25 per cento dei

⁵⁹ Pur consapevoli delle differenti connotazioni, nel presente lavoro i concetti di «crisi» e «declino» vengono adoperati come sinonimi.

⁶⁰ Ad esempio, carenze nel sistema informativo, che non permettano di rilevare con tempestività dati cruciali, come quelli relativi ai crediti verso la clientela.

⁶¹ Fa riferimento alla categoria delle crisi di crescita Brugger (1988).

⁶² Lo squilibrio finanziario può porsi come concausa dello squilibrio economico, là dove «la quotidiana ed assillante ricerca dei mezzi monetari per fronteggiare le richieste di pagamento [...] genera disattenzione per gli aspetti strategici e innovativi, disattivando i processi di pianificazione in corso, e contraendo progressivamente la capacità dell'impresa di produrre redditi»; così Galletti (2006). Inoltre, le riflessioni svolte nel paragrafo rafforzano l'assunto secondo il quale indicatori di natura puramente contabile non sempre permettono di cogliere per tempo la sussistenza di difficoltà (n. 7).

⁶³ La partizione risale a Slatyer (1984). Non è raro imbattersi in studi che utilizzano categorie differenti, operando una distinzione tra fattori: *i*) macro-economici di Paese; *ii*) settoriali; *iii*) specifici delle imprese; la classificazione è adottata da Guatri (1995).

casi, le cause della crisi risiedono all'interno dell'impresa⁶⁴. Vi è, dunque, una carenza imputabile al debitore (e non unicamente ascrivibile a fattori estranei al suo controllo), che può essere meglio presidiata da un affinamento della disciplina (n. 8.1).

8. L'agire tempestivo

Una volta discusso il contesto che integra lo stato di crisi, è necessario muovere verso il piano degli strumenti normativi capaci di contrastare l'inerzia del debitore (n. 4)⁶⁵. Di essi si tratterà mantenendo le usuali partizioni tra segmenti fattuali (emersione v. gestione) e soggetti coinvolti (debitore v. creditori).

8.1 Gli incentivi all'emersione nella prospettiva del debitore

I fattori che ostacolano una presa di coscienza del debitore sono numerosi ed eterogenei. Per chiarezza espositiva, si discutono in maniera schematica i presidi più efficaci per fronteggiare ciascuno di essi.

A) Le regole di *governance*

Mappando i disincentivi che investono l'imprenditore, si è fatto riferimento alle difficoltà che egli sperimenta nel monitorarsi, in chiave attuale e prospettica. Un primo, rilevante, presidio è fornito dalla disciplina sull'informativa di bilancio, che guida l'operatore verso un automonitoraggio dello stato di salute. Nel sistema italiano, tali norme costituiscono anche il presupposto di precisi obblighi di condotta: qualora la *zone of insolvency* sia intercettata dalla documentazione contabile, gli esponenti aziendali sono tenuti ad agire tempestivamente. Si pensi ai comportamenti cui essi sono chiamati, qualora le perdite abbiano eroso il capitale di rischio in misura superiore a un terzo e/o abbiano intaccato l'ammontare minimo richiesto dalla legge. Pur benefiche, le disposizioni rischiano di risultare poco efficaci in punto di diagnostica: le informazioni di bilancio, adottando un approccio *backward looking*, si pongono spesso a uno stadio avanzato rispetto al momento in cui la crisi è sorta⁶⁶. Si osservi, inoltre, che la società potrebbe sperimentare uno stato di crisi senza che siano registrate perdite, ma solo una costante riduzione degli utili (n. 7.1).

Per questo, è necessario ragionare su strumenti azionabili in una fase precedente, come regole di *governance* che impongano all'imprenditore un esplicito dovere di prevedere la crisi e di agire per recuperare la continuità aziendale. L'ordinamento italiano contiene previsioni dalle quali può essere indirettamente ricavato un obbligo, per gli amministratori, di intercettare in anticipo le difficoltà⁶⁷. Si tratta di disposizioni di taglio generale – pensate

⁶⁴ Il campione considerato consiste in 456 procedure, censite nell'ambito della ricerca *Contractualised distress resolution in the shadow of the law: Effective judicial review and oversight of insolvency and pre-insolvency proceedings* (Co.Di.Re.) nel periodo 2005-2016. Per 293 di esse, vi è una fragilità organizzativa dell'azienda come fattore (unico o combinato con cause macro / di settore) all'origine della crisi.

⁶⁵ V. Commissione Europea (2011b): «In as much as it is difficult, from a policy point of view, to create incentives for the entrepreneur to seek financial restructuring as early as possible, it should be possible to avoid disincentives to act».

⁶⁶ La letteratura sul punto è vastissima: v., *ex multis*, Baccetti (2016); Strampelli (2012). Si osservi, inoltre, che la società potrebbe essere obbligata ad applicare la regola cd. ricapitalizza o liquida, pur essendo ancora solvente.

⁶⁷ Come noto, già oggi sussistono obblighi per gli esponenti aziendali di prevedere lo stato di difficoltà. Per ciò che riguarda le s.p.a., essi possono essere ricondotti a diverse disposizioni, ad es. all'art. 2381, comma 5, c.c. a mente del quale gli amministratori delegati riferiscono al cda e al collegio sindacale sul generale andamento della gestione e sulla sua *prevedibile evoluzione*. Ancorché il richiamo alla «prevedibile evoluzione della

essenzialmente per gestire situazioni di continuità – alle quali è auspicabile sia affiancato un dovere di agire in presenza di difficoltà.

Rispetto a questo profilo, importanti miglioramenti sono conseguiti dalla l. 155/2017, là dove impone all'imprenditore (e agli organi sociali) di costituire assetti organizzativi adeguati alla rilevazione della crisi e alla perdita della continuità aziendale (n. 7.1)⁶⁸. Invero, l'associazione tra meccanismi di prevenzione e potenziamento delle regole di *governance* è di lungo corso, essendo stata valorizzata in varie proposte normative elaborate dal 2004 in avanti⁶⁹. Come complemento alla nuova articolazione interna, la l. delega impone un generale obbligo, in capo al debitore, di attivarsi celermente per il superamento delle difficoltà riscontrate, adoperando uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il recupero della continuità aziendale (es. tramite un accordo di ristrutturazione o avviando una procedura di allerta e composizione assistita della crisi)⁷⁰. Se l'impianto appare – in linea generale – condivisibile, risulta critica la scelta della legge di associare l'obbligo di attivarsi dell'imprenditore al solo utilizzo di procedure di gestione della crisi, là dove molteplici interventi di natura puramente organizzativa potrebbero conseguire il medesimo fine (es. riduzione dei costi, dismissione di rami d'azienda, aumento del capitale sociale). Più opportuna sarebbe stata l'enucleazione del solo dovere di azione, rimandando all'autonomia imprenditoriale l'individuazione delle misure.

gestione», manchi nella formulazione dell'art. 2381, comma 3, c.c. si ritiene che esso debba formare oggetto di valutazione anche da parte del consiglio di amministrazione. Ancora, l'art. 2428, comma 3, n. 6) c.c. precisa che l'evoluzione prevedibile della gestione forma oggetto della relazione sulla gestione, a corredo del bilancio di esercizio. In generale, un obbligo di intercettare la crisi, può essere rinvenuto in ogni norma che includa un riferimento alla continuità aziendale, come, ad es., l'art. 2423-bis, comma 1, n. 1), c.c., là dove precisa che nella redazione del bilancio la valutazione delle voci deve essere effettuata nella prospettiva della continuazione dell'attività. Un ulteriore dovere di previsione può essere individuato nell'art. 2380-bis c.c., come estrinsecazione del più generale obbligo di compiere tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale.

Parimenti rilevanti sono i poteri dei sindaci, chiamati a vigilare, tra l'altro, sull'osservanza delle regole ora richiamate (art. 2403, comma 1, c.c.). Le più recenti Norme di comportamento diffuse dal CNDCEC (2015b) precisano (Norma 11.1. Prevenzione ed emersione della crisi) che «il collegio sindacale, nello svolgimento della funzione riconosciutagli dalla legge, vigila che il sistema di controllo e gli assetti organizzativi adottati dalla società risultino *adeguati a rilevare tempestivamente segnali che facciano emergere dubbi significativi sulla capacità dell'impresa di continuare ad operare come una entità in funzionamento* [corsivo aggiunto]». La letteratura in materia di obblighi degli esponenti di imprese in crisi è sterminata. Cfr., *ex multis*, Luciano (2016); Brizzi (2015); Sacchi (2014); Vicari (2013); Miola (2011); Mazzoni (2010).

⁶⁸ V. art. 14, comma 1, lett. b), l. 155/2017.

⁶⁹ Cfr. Camera dei Deputati, Proposta di Legge A.C. 5171 recante Delega al Governo per la riforma delle procedure della crisi di impresa, presentata nel 2004 dai Democratici di Sinistra e Schema del Disegno di Legge di riforma delle procedure concorsuali redatto dalla Commissione istituita con d.m. 27 febbraio 2004 dal Ministro della Giustizia di concerto con il Ministro dell'Economia e delle finanze, presentato agli uffici legislativi dei Ministeri deleganti (cd. Trevisanato-bis). Su quest'ultimo testo, v. Boccuzzi (2005). Nella stessa direttrice si sono mosse anche le recenti riforme del sistema bancario, che hanno portato all'adozione di specifiche misure di organizzazione interna tese a prevenire la crisi. Ci si riferisce, in particolare, all'obbligo di redazione, in via preventiva, dei piani di risanamento contenuto *sub* art. 5, Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, cd. *Bank Recovery and Resolution Directive*.

⁷⁰ Cfr. art. 14, comma 1, lett. b), l. 155/2017. Inoltre, qualora l'imprenditore ricorra autonomamente a una procedura di allerta e composizione assistita, la riforma prevede alcuni meccanismi premiali, in termini di attenuazione della responsabilità patrimoniale e personale qualora l'azione abbia luogo entro sei mesi dal verificarsi della crisi, per come catturata da alcuni indicatori contabili. Critico sull'attenuazione della responsabilità patrimoniale Spolidoro (2018): l'a. sostiene che – qualora essa sia intesa con riferimento a fatti pregressi – un non pieno ristoro dei danni provocati a terzi porterebbe questi ultimi a «sovvenzionare» le misure premiali previste per l'imprenditore. Sull'eccessiva brevità del termine che permette di qualificare come tempestiva l'azione, v. Ranalli (2017).

Inoltre, per irrobustire il nuovo assetto di *governance*, la l. 155/2017 rafforza la dialettica endosocietaria, imponendo all'organo di controllo, al revisore contabile e alle società di revisione, l'obbligo di avvisare l'organo gestorio di fondati indizi della crisi (da individuare adoperando alcuni parametri contabili). Inoltre, in caso di omessa o insoddisfacente risposta, ai primi soggetti è richiesto di attivare una procedura di allerta e composizione assistita della crisi (su questo profilo, cfr. n. 8.3). Il rispetto di tali canoni comportamentali esime i sindaci da responsabilità solidale con gli amministratori, per le conseguenze pregiudizievoli dell'inerzia. Le previsioni – accompagnate da un ampliamento delle circostanze nelle quali è obbligatoria la costituzione dell'organo di controllo nelle s.r.l.⁷¹ – pongono le basi per favorire una maggiore interlocuzione interna⁷². Per contro, la scelta di imporre l'avvio della procedura al superamento di parametri economico-finanziari appare eccessivamente rigida e foriera di rischi (v., meglio, n. 7 e n. 8.3).

Complessivamente le disposizioni consentono di superare l'attuale codice binario per la gestione dell'impresa, che si snoda nel paradigma «continuità» (disciplinata dal diritto societario) *versus* «discontinuità» (regolata dalla disciplina concorsuale), per muovere verso un canone di «continuità - crisi - discontinuità»⁷³. Viene enucleato il segmento centrale: dando vita a un vero e proprio diritto societario della crisi e codificando obblighi di *governance* per gestire quelle zone grigie – cd. *vicinity of insolvency* o *twilight zone* – nelle quali l'impresa si trova a cavallo tra uno stato fisiologico e uno patologico⁷⁴.

B) Un *focus* sulla *governance*: i doveri fiduciari degli amministratori verso i creditori

Rispetto alle considerazioni sopra sviluppate, merita una analisi *ad hoc* il tema dei doveri fiduciari degli amministratori di imprese in crisi verso la società e i creditori. Come osservato, la rilevazione delle difficoltà può essere ostacolata da errori cognitivi – *overconfidence* e *optimism bias* – che inficiano la capacità di giudizio del debitore. Si tratta di distorsioni non completamente eliminabili (talvolta anche per ragioni puramente neurobiologiche, come evidenziato dalle scienze cognitive⁷⁵). Infatti, risulta connaturato all'esercizio dell'attività produttiva una sorta di «diritto a sbagliare» dell'imprenditore, purché le scelte rivelatesi errate siano state assunte nel rispetto di alcuni principi. Un avallo a questa impostazione è dato dall'operatività della *business judgement rule*, che prevede l'insindacabilità nel merito delle

⁷¹ La riforma contiene uno specifico *set* di previsioni riguardanti l'operatività delle s.r.l. (la forma societaria più diffusa: oltre 1.500.000 a fronte di circa 30.000 s.p.a.) teso, tra l'altro, ad irrobustire il ruolo del collegio sindacale (anche monocratico). Oltre a una più efficace rilevazione della crisi, ciò promuove il trasparente operato delle imprese – specie di medio-piccola dimensione – con effetti benefici in punto di accesso al credito e al mercato dei capitali. L'obbligo di istituire l'organo di controllo nelle s.r.l. è stato fortemente ridotto nel 2014: il D.L. 91/2014, conv. con l. 116/2014, ha eliminato la previsione che ne imponeva la costituzione in presenza di un capitale sociale pari o superiore a quello della s.p.a. (contestualmente ridotto da 120.000 € a 50.000 €). Per contro, la l. 155/2017, *sub* art. 14, comma 1, lett. g), amplia le circostanze nelle quali è obbligatoria la nomina dell'organo di controllo, riconnettendole ad alcuni criteri dimensionali (attivo patrimoniale; ricavi; numero di dipendenti). La riforma prevede un ulteriore rafforzamento, estendendo alle s.r.l. l'applicazione dell'art. 2409 c.c., in materia di denuncia al tribunale per gravi irregolarità degli amministratori. Quest'ultima norma fornisce una protezione più ampia per i soci, rispetto a quanto previsto dall'art. 2476 c.c. in materia di responsabilità degli amministratori e controllo dei soci (ad es. il danno dal quale dipende la possibilità di richiedere il *removal* può essere solo potenziale e non necessariamente attuale).

⁷² Si ha, comunque, presente il rischio che l'organo di controllo effettui la segnalazione, pur non ritenendo sussistente lo stato di crisi, per non incorrere in alcuna forma di responsabilità.

⁷³ Zoppini (2014).

⁷⁴ Sul tema del «diritto societario della crisi» v. Portale (2014).

⁷⁵ Cfr. Brodi *et al.* (2014).

scelte gestorie⁷⁶. Il giudice è chiamato unicamente a verificare che l'imprenditore abbia agito con la necessaria diligenza: con informazioni adeguate, al di fuori di conflitti di interesse e formulando decisioni non palesemente irrazionali⁷⁷.

Una parziale limitazione alla *business judgement rule* potrebbe giungere dall'elaborazione di specifiche regole di *governance* e, in particolare, dall'esplicitazione di alcuni doveri fiduciari degli amministratori, anche a favore dei creditori, qualora l'ente versi nella *zone of insolvency*. In un contesto di tensione economico-finanziaria, i proprietari dell'impresa (e il management da loro selezionato) potrebbero essere incentivati – anche in ragione di *overconfidence* e *optimism bias* – ad adottare comportamenti opportunistici, assumendo rischi eccessivi, posto che, in caso di responsabilità limitata, non ne sopporterebbero necessariamente il costo⁷⁸.

Sul tema – vastissimo, che in questa sede può essere appena accennato – un recente spunto di riflessione è dato dalla citata Proposta di Direttiva, che formalizza un dovere in capo ai «dirigenti» dell'impresa di tenere debitamente conto degli interessi dei creditori e delle altre parti interessate, qualora sussista una probabilità di insolvenza⁷⁹. Di analogo tenore sono le indicazioni fornite dall'Uncitral, che nelle proprie linee guida individua precisi obblighi comportamentali dell'organo gestorio «[in order] to protect the legitimate interests of creditors and other stakeholders», qualora l'impresa navighi verso l'insolvenza⁸⁰. L'enucleazione di tali doveri andrebbe ben calibrata. L'obiettivo dovrebbe consistere nel fornire una sorta di «scudo» al management, affinché possa discostarsi dall'attuazione di strategie *risk-taking* (inquadabili nel fenomeno del cd. *gamble for resurrection*) caldegiate dalla proprietà, anche per via delle predette distorsioni cognitive. Nell'affrontare la questione è di conforto l'analisi comparata e, nello specifico, l'evoluzione della giurisprudenza del Delaware, che segna il parametro di riferimento per il diritto commerciale statunitense⁸¹. Essa,

⁷⁶ Il giudice non può censurare le scelte del management sulla base di valutazioni di convenienza formulate *ex post* e frutto di un apprezzamento soggettivo.

⁷⁷ La regola risponde a un principio basilare: l'ordinamento non può imporre agli amministratori un obbligo di gestire con successo l'impresa e senza commettere errori. Sul tema, v. *ex multis* Bonelli (1991). All'organo gestorio è comunque richiesto di agire con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze (art. 2392 c.c.); si tratta, come noto, di uno standard superiore rispetto a quello delineato dai principi generali in materia di obbligazioni contrattuali (nel caso di specie, del contratto di mandato). Sul tema, di recente, Peruzzo (2016) e Cass. civ., Sez. I, 21 giugno 2017, n. 15470. Sulla applicabilità della *business judgement rule* a ogni stadio di vita dell'ente (solvenza, crisi, insolvenza), v. Vicari (2013), ove più ampia dottrina.

⁷⁸ Permette di presidiare comportamenti opportunistici del management, ancorché con approccio *ex post*, l'art. 2476 c.c., in punto di responsabilità degli amministratori. Nell'ordinamento italiano, la regola cd. ricapitalizza o liquida *ex art.* 2447 c.c. risponde, tra l'altro, all'obiettivo di evitare una impropria traslazione del rischio a danno dei creditori o dei terzi che entrino in contatto con l'impresa; cfr. Mazzoni (2007).

⁷⁹ Cfr. Commissione Europea (2016). In tema di doveri fiduciari degli esponenti di imprese in crisi, v. Zoppini (2014).

⁸⁰ Cfr. Uncitral (2013). Rilevano, in particolare, le raccomandazioni nn. 255 e 256.

⁸¹ È utile riportare l'evoluzione giurisprudenziale sul tema. La questione dei doveri fiduciari verso i creditori assume particolare rilevanza nel 1991 con il caso *Credit Lyonnais Bank Nederland, NV v. Pathe Communication Corp.* e, in particolare, la celebre nota 55: «At least where a corporation is operating in the vicinity of insolvency, a board of directors is not merely the agent of the residual risk bearers [the shareholders], but owes its duty to the corporate enterprise». La pronuncia precisa che in prossimità dell'insolvenza non vige più il principio della *shareholder maximization* ma quello più ampio (giacché include anche gli interessi dei creditori) della *enterprise maximization*. Da ciò è scaturita una cospicua serie di azioni di responsabilità instaurate da prestatori di imprese in difficoltà, che ha profondamente inciso sulla natura delle decisioni assunte dagli amministratori nella gestione della crisi. Con successive pronunce e, in particolare, con la vicenda del 2007 *North American Catholic Educational Programming Foundation Inc. v. Ghewalla*, la corte del Delaware ha fortemente ridimensionato l'approccio precedente. È stato precisato come il *dictum* di *Credit Lyonnais* prendesse

infatti, ravvisa nei predetti doveri fiduciari, uno strumento che l'organo gestorio può invocare per proteggersi da pressioni provenienti dai soci, che comporterebbero l'assunzione di rischi eccessivi.

Procedendo nell'analisi comparata, si riscontrano ulteriori conferme dell'opportunità di un approccio che obblighi gli amministratori di imprese in crisi a tenere in adeguata considerazione l'interesse dei creditori. Ci si riferisce all'istituto del *wrongful trading* presente nell'ordinamento britannico. In particolare, la *sec. 214 dell'Insolvency Act* sancisce la responsabilità dei componenti dell'organo gestorio al ricorrere di due condizioni: *i*) la società sia stata dichiarata fallita; e *ii*) gli amministratori non abbiano assunto ogni misura necessaria per limitare la perdita potenziale dei creditori, nonostante essi sapessero (o avessero dovuto sapere), che non vi era una ragionevole prospettiva per l'impresa di evitare la liquidazione. Nonostante l'istituto in esame adotti un approccio *ex post*, esso è preordinato a evitare una impropria traslazione, *ex ante*, del rischio d'impresa sui creditori.

Pertanto, i doveri fiduciari – non contemplati dalla l. Rordorf – rappresentano un istituto che è auspicabile sia recepito dal legislatore domestico con le caratteristiche sopra indicate, per favorire una rilevazione della crisi non affetta da distorsioni cognitive e/o comportamenti puramente strategici dell'imprenditore⁸².

C) Rimozione dello stigma: mutamenti semantici e *discharge* del debitore

Un aiuto all'emersione può giungere dalla rimozione dello stigma, che circonda l'ammissione delle difficoltà. Norme efficienti promuovono una cultura imprenditoriale nella quale «crisi» non è intesa quale sinonimo di «incapacità», ma come rischio fisiologico dell'attività produttiva. Nel contesto domestico, un importante passo in questa direzione è stato conseguito con il superamento, nel 2005, della concezione afflittivo/sanzionatoria del fallimento⁸³. Lo sforzo sta proseguendo con la l. Rordorf, che espunge l'uso della parola «fallimento» per adoperare espressioni più neutre, come «liquidazione», prive di connotazioni di valore⁸⁴.

Inoltre, lo stigma può essere rimosso attraverso una riabilitazione operativa dell'imprenditore insolvente, accordandogli (qualora sia meritevole) il beneficio dell'esdebitazione. Rendere preminente la re-immissione del debitore nel circuito economico-produttivo, rispetto al pagamento dei debiti pregressi, consoliderebbe il cambiamento di approccio. Per questo, appaiono condivisibili le misure contenute nella l. 155/2017, che, in

a riferimento l'interesse complessivo della società (in luogo di quello degli *stockholders*) unicamente per fornire agli amministratori di imprese in crisi uno scudo contro strategie *risk taking* proposte dai soci.

⁸² Le osservazioni acquisiscono particolare rilevanza nel contesto italiano, nel quale la genesi familiare dell'impresa trasmoda spesso in una integrale coincidenza tra proprietà e componenti dell'organo gestorio, favorendo la predetta traslazione del rischio in capo ai creditori. Rispetto all'elevata presenza di imprese il cui consiglio di amministrazione è interamente composto da esponenti della proprietà, v. Bugamelli *et al.* (2018). Più in generale, sulla eccessiva incidenza del familismo nella scelta del management delle aziende italiane v. Pellegrino *et al.* (2017) e Global Competitiveness Talent Index (2016).

⁸³ Sino alla riforma del 2005 il fallito subiva importanti limitazioni dei diritti civili.

⁸⁴ Come suggerito da istituzioni internazionali, potrebbe essere opportuno distinguere tra insolvenza fraudolenta (o colposa) e insolvenza incolpevole; cfr. Commissione Europea (2003). Nell'ordinamento interno tale partizione non viene operata. V., da ultimo, Cass. civ., sez. VI, 14 gennaio 2017, n. 441, ove si precisa che ai fini della dichiarazione di fallimento, l'accertamento dello stato di insolvenza prescinde dalle cause che lo hanno determinato, anche se non imputabili all'imprenditore.

sintonia con il contenuto della Proposta di Direttiva, rendono più agevole l'ottenimento della *discharge* per le persone fisiche e la estendono anche alle persone giuridiche⁸⁵.

D) Mantenimento del controllo e possibilità di intraprendere nuove operazioni

Tra gli ostacoli all'emersione della crisi è stato annoverato il timore del debitore di perdere la gestione dell'azienda⁸⁶. Per affrontarlo, occorre consentire all'imprenditore di mantenere il controllo del complesso produttivo (cd. *debtor in possession* – DIP). Tale facoltà può essere declinata in varie dimensioni. La prima, estremamente intuitiva, consiste nell'evitare lo spossessamento, nel caso in cui il debitore ricorra a una procedura di gestione della crisi. È un profilo conosciuto nel nostro ordinamento, che talvolta opera, persino, nel corso della procedura di fallimento⁸⁷.

Inoltre, l'istituto della *debtor in possession* può rilevare rispetto all'ampiezza dei poteri gestori accordati all'imprenditore in crisi. Nel sistema italiano, la presenza di predite significative, che abbiano intaccato il capitale sociale minimo richiesto dalla legge, impone agli amministratori di gestire la società a soli fini conservativi del patrimonio (2486 c.c.)⁸⁸. Tuttavia, tale obbligo viene sterilizzato in presenza di alcune circostanze; ad esempio, per l'imprenditore: *i*) che svolga un determinato tipo di attività; o *ii*) che abbia avviato una procedura di gestione della crisi. Nel primo ambito rientrano le norme relative a *start-up* e PMI innovative, che sospendono l'operatività dell'art. 2486 c.c., concedendo agli amministratori un esercizio ulteriore – a partire dalla maturazione delle perdite – affinché la società continui a operare e, possibilmente, recuperi la continuità aziendale⁸⁹. Entro il secondo vanno ascritte le disposizioni che neutralizzano l'obbligo di cui all'art. 2486 c.c., per l'imprenditore che abbia depositato una domanda di concordato preventivo o di omologa di un accordo di ristrutturazione.

La l. 155/2017 sembra rafforzare l'istituto della DIP, ampliando proprio quest'ultimo aspetto. In particolare, la formulazione della delega permette anticipare il momento a partire dal quale l'obbligo di gestire a soli fini conservativi è sospeso⁹⁰. In sede di attuazione, potrebbe essere disposto che la predetta sospensione operi anche in relazione al periodo *precedente* il deposito della domanda di concordato o l'omologa dell'accordo di ristrutturazione⁹¹; oppure con l'avvio di una delle nuove procedure di allerta e composizione

⁸⁵ Un primo passo in questa direzione è stato compiuto nel 2005, con l'introduzione dell'esdebitazione per i soci illimitatamente responsabili di società fallita, al ricorrere di determinate circostanze (art. 142 l.f.); lo sforzo è proseguito con la *discharge* accordata al debitore «onesto ma sfortunato» nell'ambito delle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento ex art. 14-*terdecies*, l. 3/2012. Mira a conseguire importanti avanzamenti la l. 155/17, che dispone, tra l'altro, una esdebitazione di diritto, conseguente alla chiusura della procedura di liquidazione giudiziale, per le insolvenze di minor portata; è, però, fatta salva la possibilità dei creditori di proporre opposizione innanzi al Tribunale.

⁸⁶ Il punto è da tempo evidenziato in letteratura; per l'Italia cfr. Boccuzzi *et al.* (1993) e Bianco *et al.* (2001).

⁸⁷ Cfr. art. 104 l.f. in materia di esercizio dell'impresa da parte del fallito.

⁸⁸ Sul tema, v., *ex multis*, Niccolini (2005).

⁸⁹ Cfr., rispettivamente, art. 26, comma 1, d.l. n. 179 del 2012 e art. 4, comma 9, d.l. n. 3 del 2015.

⁹⁰ Cfr. art. 14, l. 155/2017, che delega il Governo a riformare il codice civile prevedendo la possibilità di sospendere l'operatività dell'art. 2486 c.c., in forza delle misure protettive previste *nell'ambito* [corsivo aggiunto] delle procedure di allerta e di composizione assistita della crisi, degli accordi di ristrutturazione dei debiti e di regolazione concordata preventiva della crisi.

⁹¹ Nel sistema odierno – in attesa che siano adottati i decreti delegati – la sospensione del dovere di astenersi dal compiere atti non meramente conservativi è associata al deposito della domanda di concordato preventivo o al deposito della domanda di omologa dell'accordo di ristrutturazione (ovvero alla proposta di accordo) e non investe il periodo precedente, nel quale potrebbe anche maturarsi una responsabilità in capo agli amministratori, che agiscano per cercare di risanare le sorti dell'impresa; Rordorf (2013).

assistita della crisi. Si osservi come il riconoscimento della facoltà di compiere atti non meramente conservativi si leghi strettamente alla possibilità, per il debitore, di domandare liquidità prodromica alla ristrutturazione, anche in presenza di crisi conclamata: operazione che, ad oggi, può esporre il prestatore a responsabilità civile⁹².

La scelta di ampliare i poteri gestori dell'imprenditore presenta punti di contatto con alcuni principi dell'ordinamento americano – elaborati dalle corti del Delaware – dove da tempo è stata ritenuta insussistente la responsabilità degli amministratori per cd. *deepening insolvency*. La *ratio* è che comportamenti potenzialmente rischiosi (e tale è la continuazione dell'operatività, poiché può comportare un incremento del debito d'impresa) non sono automaticamente da valutare in maniera negativa, là dove potrebbero incrementare le *chance* di ristrutturazione⁹³.

E) Sospensione delle azioni esecutive

Venendo al fenomeno della fuga dei creditori, la letteratura gius-economica individua un utile presidio nel cd. *automatic stay*: una misura che paralizza l'instaurazione di azioni esecutive, qualora sia avviata una procedura di gestione della crisi. Si tratta di un elemento strettamente legato all'istituto della *debtor in possession*, poiché, in sua assenza, risulterebbe difficile assicurare all'imprenditore (l'esistenza e) la gestione dell'azienda.

Va anzitutto rilevato come lo strumento – elaborato per favorire l'emersione delle difficoltà – risulti benefico anche sotto il profilo della fase di gestione-negoziazione. Ciò è vero, soprattutto, in presenza di un alto tasso di copertura dei prestiti, che incentiva i creditori *fully o over-secured* a escutere direttamente la garanzia, poiché ogni potenziale miglioramento della situazione aziendale non muterebbe la loro posizione (n. 4).

In linea generale, il blocco comporta una significativa deroga alle disposizioni in materia di inadempimento, producendo un costo elevato per il prestatore (garantito o meno): sospendendo l'azione esecutiva, lo *stay*, di per sé, genera una sorta di prestito forzato, associato a un tasso di interesse nullo⁹⁴. Per questa ragione è importante che fisionomia e perimetro della sospensione siano ben calibrati, tenendo in considerazione anche gli oneri sopportati dai prestatori. Una accurata valutazione di questi ultimi è presente nell'ordinamento americano, tra i primi ad aver forgiato l'istituto (disegnato, peraltro, con un perimetro particolarmente ampio)⁹⁵. In tale contesto, è esplicitamente considerato l'interesse del creditore *secured*, che può soffrire un pregiudizio là dove il valore della garanzia

⁹² In assenza della sterilizzazione dell'obbligo, per gli amministratori, di compiere atti meramente conservativi, anche la banca che eroga credito all'impresa in perdita potrebbe incorrere in responsabilità civile, per aver contribuito all'aggravamento del dissesto. Spesso, la chiamata in responsabilità viene costruita come concorso nella *mala gestio* degli amministratori (che hanno appunto violato quanto disposto *sub* 2486 c.c.).

⁹³ Va da sé, che tale libertà d'azione incontra un limite: qualora l'operato non sia conforme alla diligenza richiesta dall'incarico o sia contrario a buona fede, il management incorrerà in responsabilità civile e/o penale. Si pensi, inoltre, a una ipotesi di responsabilità degli amministratori per aver abusato degli strumenti offerti dall'ordinamento, invocando soluzioni concordate della crisi là dove ne difettavano manifestamente i presupposti; cfr. Rordorf (2013). Di recente, v. Trib. Roma, 28 dicembre 2017, in materia di responsabilità dei nuovi amministratori (anche privi di deleghe) incaricati di attuare un piano di risanamento, che, tuttavia, siano consapevoli della natura irreversibile del dissesto e non abbiano richiesto la dichiarazione di insolvenza.

⁹⁴ Ayotte *et al.* (2013). Sta agli ordinamenti, prevedere l'eventuale corresponsione di interessi (e la relativa misura) ai creditori.

⁹⁵ Ad esempio, è paralizzato l'avvio di qualunque azione (anche di risarcimento danni) inerente diritti sorti nel periodo precedente la proposizione della domanda di Chapter 11 (cd. *pre-petition claims*); cfr. *U.S. Bankruptcy Code, Section 362(a)(1)* ove la sospensione concerne «judicial, administrative, or other action or proceeding against the debtor».

diminuisca nel corso dello *stay*; ad es. perché il mercato di riferimento abbia imboccato un andamento decrescente o perché il bene, permanendo nella disponibilità del debitore, continui a essere utilizzato. In tali casi, la normativa statunitense richiede che sia fornita adeguata protezione al prestatore: poniamo, attraverso pagamenti periodici o con lo stanziamento di *collateral* aggiuntivo, che ripristini l'originario margine di garanzia⁹⁶. Qualora ciò non si realizzi, il giudice ha potere di non applicare la sospensione⁹⁷. Altre indicazioni di buona regolamentazione sono fornite dalla dottrina gius-economica⁹⁸. Si sostiene che la protezione non debba esser percepita dal debitore come beneficio scontato; connotandosi, anzi, per una durata limitata allo stretto necessario. Quest'ultimo principio è contenuto entro l'art. 6 della già citata Proposta di Direttiva e trova accoglimento solo in parte nel contesto domestico, ove il blocco opera per tutto lo svolgimento del concordato preventivo o dell'accordo di ristrutturazione. Un ulteriore profilo riguarda l'opportunità di estendere l'applicazione dell'istituto a favore di soggetti diversi dal debitore, nella misura in cui ciò consenta una migliore riorganizzazione dell'azienda. Si immagini il caso di un socio che abbia concesso a titolo di pegno o ipoteca un bene adoperato dall'impresa nel processo produttivo. Qualora il cespite costituisca un *asset* chiave per la realizzazione di beni o servizi, paralizzare l'azione esecutiva – ancorché rivolta verso un soggetto giuridicamente distinto dal debitore – potrebbe impedire una dispersione dei valori aziendali. In questa direzione si muove ad esempio l'ordinamento statunitense, ma non quello italiano⁹⁹.

In prospettiva, con l'attuazione dei principi contenuti nella l. 155/2017, è attesa una complessiva revisione dello *stay* (ad es. prevedendone la revocabilità qualora esso non arrechi beneficio al buon esito della procedura¹⁰⁰, in sintonia con la Proposta di Direttiva), nell'ambito di un più generale ripensamento delle misure protettive dell'imprenditore. La scelta opera un necessario riequilibrio, poiché, allo stato attuale, la sospensione appare eccessivamente sbilanciata a favore del debitore, là dove la peculiare natura dell'istituto richiede di tenere di adeguata considerazione anche gli interessi dei creditori¹⁰¹. Per questa ragione, è auspicabile l'introduzione di forme di compensazione economica a vantaggio del creditore garantito. Ulteriori margini di affinamento potrebbero ricavarsi estendendo il blocco delle azioni esecutive – in presenza di determinate circostanze – a favore di soggetti diversi dal debitore. Inoltre, gioverebbe alla linearità del sistema l'inclusione nell'operatività dello *stay* dei meccanismi di escussione stragiudiziale della garanzia (che attualmente non ne sono soggetti), qualora sia stata avviata una procedura di gestione della crisi¹⁰².

8.2 La diagnostica della crisi da parte dei creditori

Come osservato per il debitore, anche per i creditori il primo fattore-chiave nel governo del declino risiede nella disponibilità di informazioni. I costi di raccolta ed elaborazione dei dati

⁹⁶ Cfr. *US Bankruptcy Code*, § 361 (che porta una lista meramente esemplificativa delle ipotesi di adeguata protezione) e § 362(d)(1). Tuttavia, tale compensazione non opera qualora il creditore sia *oversecured* e il margine di garanzia sia sufficientemente ampio (cd. *equity cushion*) da non porre in pericolo la soddisfazione.

⁹⁷ Cfr. *US Bankruptcy Code*, § 362(d)(1) lo *stay* può essere neutralizzato per giusta causa (ad es. assenza di adeguata protezione) oppure (2) se il cespite non è necessario per una effettiva riorganizzazione.

⁹⁸ Cfr. Ayotte *et al.* (2013).

⁹⁹ Cfr., rispettivamente, *US Bankruptcy Code* § 105(a) e art. 168, comma 1, l. 16 marzo 1942, n. 267.

¹⁰⁰ Il principio (previsto *sub* art. 4, comma 1, lett. g), l. 155/2017, per le nuove procedure di allerta e composizione assistita), opererebbe anche per il concordato e per gli accordi di ristrutturazione *ex* art. 5, comma 1, lett. c) e art. 6, comma 1, lett. b), l. 155/2017.

¹⁰¹ Una penalizzazione dei creditori potrebbe affievolirne gli incentivi a partecipare attivamente alla fase di gestione.

¹⁰² Sul punto, sono in corso riflessioni a livello comunitario, nell'ambito della *Proposal for a Directive on credit servicers, credit purchasers and the recovery of collateral*; Commissione Europea (2018).

sono, però, marcatamente differenti per le due parti. Se per l'imprenditore conoscere è una questione di automonitoraggio, i prestatori possono captare unicamente i segnali provenienti dal proprio rapporto, ottenendo una fotografia parziale della reale entità della crisi¹⁰³. In questo risiede la necessità, avvertita in ogni sistema economico, di creare basi dati che catturino gli inadempimenti dei prenditori – quantomeno nei confronti del mercato finanziario – e imporre obblighi di *disclosure* in capo all'impresa. Nell'ordinamento italiano, come noto, i due principali strumenti sono rappresentati dalla Centrale dei Rischi e dall'obbligo, per l'imprenditore commerciale non piccolo, di pubblicare il bilancio di esercizio presso la camera di commercio¹⁰⁴.

Pur rilevanti per cogliere l'esistenza di difficoltà, le informazioni economico-finanziarie risultano connotate da alcuni limiti. Ad es. l'utilizzo di dati di bilancio si caratterizza per una visione *backward looking* – riferita alla gestione appena chiusa – con il rischio che le tensioni siano colte in ritardo rispetto alla loro insorgenza (n. 7)¹⁰⁵. Sussistono, poi, difficoltà nell'individuare valori soglia rispetto ai quali, eventualmente, porre in relazione i dati della singola impresa, per decretare la sussistenza della crisi. Tali limiti finiscono col contaminare anche l'efficacia dei cd. «modelli di previsione delle insolvenze» come lo *z-score* – molto in uso nella prassi giudiziaria – fondati proprio sull'uso di indici contabili e destinati ad essere posti in relazione con prefissate soglie-spia di rischiosità dell'ente¹⁰⁶.

Una importante arricchimento del quadro informativo può giungere dalla *disclosure*, da parte dell'impresa, di informazioni qualitative: cruciali nel monitorare in chiave prospettica la situazione aziendale (n. 7 e 7.1). Nell'ordinamento domestico, risponde a questa necessità la normativa che impone la diffusione di indicatori di risultato finanziari e *non finanziari* (comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale), nella relazione sulla gestione delle società per azioni (art. 2428 c.c.)¹⁰⁷. Qualunque elemento possa porre a rischio la continuità dell'impresa deve essere catturato e, per le società sottoposte a revisione contabile, forma oggetto di valutazione da parte del revisore¹⁰⁸.

¹⁰³ Sul punto, v. *ex multis*, Gale *et al.* (1985).

¹⁰⁴ L'approccio italiano riflette quello europeo, nel quale la diffusione di informazioni al mercato viene assicurata mediante imposizione di obblighi di *disclosure*. Per contro, nell'ordinamento statunitense la prospettiva è ribaltata: vi è una veicolazione volontaria di dati, da parte delle imprese, verso le agenzie di *rating*, affinché formulino un giudizio sulla loro solvibilità; cfr. Kraakman *et al.* (2006). Difficile, se non impossibile, individuare un modello preferibile: ciascuno è espressione del diverso contesto di provenienza. Ad esempio, le agenzie di *rating* possono operare in maniera efficace, là dove vi sia un mercato dei capitali ben strutturato, come quello esistente in US.

¹⁰⁵ Qualche indicazione prospettica può essere colta guardando, in serie storica, l'andamento degli indicatori di bilancio, per verificare se l'impresa abbia imboccato un *trend* crescente o decrescente.

¹⁰⁶ Il modello è presentato in Altman (1968). L'a. nel 2012 ha pubblicato una versione aggiornata dell'indice: il cd. *z-score plus* e, con riferimento al mercato italiano, ha sottolineato l'opportunità di elaborare uno *z-score ad hoc*, calibrato sulle peculiarità del nostro sistema economico; cfr. Altman *et al.* (2013). Lo studio, pur condotto con riguardo alle sole imprese in amministrazione straordinaria nel periodo 2000 – 2010, segnala a p. 36 che: «l'applicazione dello Z' Score e dello Z'' Score al contesto italiano può rivelarsi complicata non per la bontà del modello ma per le tipicità che caratterizzano il (...) Paese. (...) per il 90% dell'industria manifatturiera italiana, è auspicabile l'elaborazione di un modello *ad hoc* che preveda quindi il ricalcolo dei coefficienti di ponderazione della formula adottata per il calcolo dello Z Score». Più in generale, tra i contributi che segnalano importanti limitazioni alla effettiva capacità del modello di prevedere le insolvenze cfr. Quagli (2016).

¹⁰⁷ Tra gli indicatori finanziari più diffusi vi è l'indicatore di leva (che misura il rapporto tra il totale degli impieghi e i mezzi propri), il *Return on Investment* (che misura il risultato di gestione sugli investimenti complessivi), il *Return on Equity* (che cattura il rapporto tra il risultato di gestione il capitale di rischio), il *Return on Asset* (che fotografa la redditività in relazione all'intero attivo patrimoniale) o, ancora, l'EBITDA (che determina il cd. margine operativo lordo).

¹⁰⁸ Cfr. Principio di revisione internazionale (ISA Italia) 570 “Continuità aziendale”, A.2, p. 8, ove si illustrano, a titolo esemplificativo, alcuni eventi (catturati da indicatori finanziari, gestionali o di altra natura) che possono minacciare la continuità aziendale.

Peraltro, si noti che con l'evoluzione del concetto di rischio di credito promossa nell'accordo di Basilea II, l'ottenimento di finanziamenti risulta strettamente dipendente dalla comunicazione volontaria, ai creditori professionali, di informazioni quali-quantitative sullo stato di salute dell'azienda¹⁰⁹. Non sfugge la differenza, in termini di potere predittivo, tra *rating* e *score*: mentre il secondo si basa sull'elaborazione meccanica di informazioni di bilancio, il primo prevede il coinvolgimento di un analista che integra la valutazione contabile con ulteriori dati (provenienti, ad esempio, dalla Centrale dei rischi) e informazioni qualitative¹¹⁰.

Per queste ragioni, estendere al di fuori del ristretto perimetro delle s.p.a. la diffusione di informazioni non finanziarie (nei termini indicati *sub* all'art. 2428 c.c.) potrebbe costituire un utile passo avanti, comprimendo i costi di monitoraggio sopportati dai creditori¹¹¹. Si tratta di un profilo strettamente interconnesso con la definizione di crisi – specie per come proposta dal CNDCEC (n. 7) – che dovrebbe essere costruita a partire dal medesimo *set* di informazioni.

Da ultimo, va segnalato come anche i *debt covenant* (pur costituendo uno strumento negoziale e non normativo) giochino un ruolo rilevante nell'emersione della crisi. Si tratta di clausole del contratto di credito, che creano obblighi comportamentali o di *disclosure* in capo al debitore e permettono al prestatore di rinegoziare o revocare il credito, in presenza di violazioni¹¹². Pur presentando una fisionomia variegata, gli accordi rispondono sempre all'obiettivo di agevolare il monitoraggio del prestatore, affrontando le asimmetrie informative sussistenti tra le parti¹¹³. Essi dispiegano effetti benefici anche nei confronti del debitore, guidandolo verso una «auto-diagnostica» e una corretta costruzione della propria struttura finanziaria¹¹⁴. Si tratta di strumenti che nel contesto italiano sono adoperati, per lo più, in erogazioni di particolare rilevanza¹¹⁵. Vista l'idoneità a favorire una rilevazione tempestiva della crisi, potrebbe esserne promossa una maggior diffusione: ad es. qualora le

¹⁰⁹ Con l'evoluzione del concetto di rischio di credito promosso in Basilea II, l'ottenimento di provvista risulta strettamente correlato al *rating* assegnato all'impresa, che la banca o le *External credit assesement institutions* possono formulare solo disponendo di adeguate informazioni quali-quantitative.

¹¹⁰ In questa maniera è costruito, ad esempio, il *rating* predisposto da Cerved.

¹¹¹ Si fa riferimento a informazioni dalla natura pubblica, ma che presentano un costo di acquisizione per i creditori: es. sussistenza di procedimenti legali o regolamentari che, in caso di soccombenza, possono comportare richieste di risarcimento per l'impresa. Oppure cessazione di politiche pubbliche di sostegno all'impresa (si pensi, ad esempio, alla progressiva riduzione degli incentivi erogati nel comparto fotovoltaico).

¹¹² Analizza funzione e tipologie di *covenant* Zimmermann (1975). In particolare, l'a. sottolinea che sono funzionali alla celere emersione della crisi anche *covenant* che impongono al debitore di mantenere determinati coefficienti finanziari: «On the surface these covenants provide triggers or early-warning signals of trouble, which will allow the bank to take rapid remedial action». Sul tema v. anche Tirole (2006). Sull'uso dei *covenant* nell'ordinamento italiano, cfr. Mozzarelli (2013); Patroni Griffi (2009); Piepoli (2009). In tema di *negative covenant*, cfr. Piepoli (2001).

¹¹³ Ad esempio, si vincola l'impresa a mantenere determinati coefficienti finanziari; a non intraprendere nuove operazioni sopra una certa soglia; a non costituire ulteriori garanzie sopra i propri *asset*. Vi sono, poi, *covenant* deputati a veicolare informazioni al creditore (cd. *informative covenant*): obbligando l'imprenditore a comunicare periodicamente dati sulla propria situazione economico-patrimoniale o permettendo al creditore di effettuare ispezioni. Talvolta, il flusso di dati può essere assicurato imponendo all'imprenditore di mantenere tutti i conti correnti legati all'azienda, presso la banca-creditrice: Tirole (2006). In casi particolari, la pervasività del monitoraggio è tale da attribuire un indiretto potere di *governance* al creditore, che può dettare indicazioni su profili gestionali dell'impresa (cd. *lender governance*).

¹¹⁴ Zimmermann (1975). Tuttavia, dall'uso di *covenant* potrebbe discendere un incentivo dell'imprenditore a manipolare la rappresentazione economico-finanziaria, sì che sia in linea con i requisiti richiesti dalla clausola; cfr. CNDCEC (2015a).

¹¹⁵ Banca Mediocredito *et al.* (2003).

associazioni di categoria li annoverino tra le buone prassi negoziali; aspetto oggi sussistente rispetto ai soli «prestiti sindacati»¹¹⁶.

8.3 L'emersione «forzata» della crisi: un modello efficace?

Trattando di misure per la celere diagnostica della crisi, merita specifico approfondimento un modello presente da tempo nel dibattito di *policy*, ossia quello dell'emersione «forzata». Di esso si è discusso a partire dal 2004, nell'ambito della cd. proposta Trevisanato-*bis*, ove si proponeva di affidare ad alcuni creditori qualificati (es. società di somministrazione di energia) il compito di comunicare alle Camere di Commercio, inadempimenti di importo superiore a 100.000 euro, accompagnati da un ritardo nel pagamento di oltre sei mesi. Tali informazioni sarebbero, poi, confluite entro un pubblico registro. L'approccio torna oggi in auge con la l. 155/2017, là dove attribuisce ad alcuni soggetti legati all'impresa il potere/dovere di informare il debitore della sussistenza di difficoltà e condurlo a un «tavolo di gestione della crisi». Le disposizioni contenute nella l. delega forzano il debitore a prendere coscienza della crisi, attraverso un procedimento tutto endosocietario o avviato da *stakeholder* esterni. In particolare, la riforma pone obblighi d'azione in capo: *i*) all'organo di controllo societario (la cui costituzione, nelle s.r.l., viene ampiamente rafforzata), al revisore contabile e alle società di revisione; *ii*) ad alcuni prestatori qualificati, come l'Agenzia delle Entrate e gli enti previdenziali.

Al primo gruppo di soggetti è chiesto di avvisare immediatamente l'organo gestorio di fondati indizi della crisi; questi ultimi consistono nel superamento di alcuni parametri finanziari (es. indice di liquidità, di rotazione di magazzino e leva finanziaria), la cui soglia di allarme deve essere individuata dal legislatore delegato. Qualora non vi sia risposta da parte degli amministratori, o essa risulti insoddisfacente, sindaci e revisori sono tenuti ad avviare una procedura di allerta e composizione assistita – coordinata da appositi Organismi di composizione, incardinati presso le Camere di commercio – pena il rischio di incorrere in responsabilità civile per le conseguenze pregiudizievoli dell'inazione. Si tratta di un aspetto rilevante per la ricostruzione sistematica della fattispecie, poiché evidenzia la connotazione ibrida della procedura: che poggia sulla precedente attuazione di regole di *governance* (8.1).

Differente è la strategia avviata su impulso di alcuni creditori qualificati. Captando inadempimenti rilevanti – il cui ammontare dovrà essere delineato sulla base di criteri relativi – tali soggetti rilevano lo stato di difficoltà e lo segnalano all'impresa, affinché prenda provvedimenti: attraverso una soluzione concordata o mediante estinzione del debito. Qualora entro tre mesi dalla segnalazione non si sia attivato, il debitore verrà costretto a inserirsi in una procedura di allerta e composizione, supervisionata dai predetti Organismi di composizione della crisi. Si prevede, inoltre, che l'inerzia dei creditori sia «sanzionata» con la perdita delle garanzie (segnatamente, i privilegi) che assistono le proprie pretese.

Entrambe le procedure puntano a favorire tanto l'emersione quanto la gestione delle difficoltà, disponendo che alla soluzione conciliativa debba giungersi, al più, in sei mesi¹¹⁷. Nel caso in cui non siano individuate misure idonee a superare la crisi e sia attestato lo stato di insolvenza, l'Organismo è tenuto a darne notizia al pubblico ministero, per l'eventuale

¹¹⁶ Va, peraltro, rilevato come i *covenant* giochino un ruolo chiave anche nella fase di gestione delle difficoltà. Là dove assistono finanziamenti erogati in relazione a una procedura di gestione della crisi essi possono creare una adeguata pressione in capo al debitore, affinché ritorni celermente in una condizione di profittabilità, pena l'avvio del procedimento di liquidazione. Sul tema dei prestiti sindacati, si richiama l'attività di standardizzazione dei *debt covenant* svolta dalla *Loan Market Association*.

¹¹⁷ Cfr. art. 4, comma 1, lett. b), l. 155/2017.

avvio del procedimento di liquidazione. Se l'obiettivo di fondo (superare l'inerzia del debitore) risulta condivisibile, il percorso prescelto è al centro di visioni contrastanti: ciò che per alcuni costituisce positivo rafforzamento delle modalità di governo della crisi, da altri è inteso come eccessiva compromissione dell'autonomia imprenditoriale¹¹⁸. Le ragioni dei secondi non sono trascurabili, anche alla luce del principio costituzionale di libertà nell'esercizio dell'attività d'impresa. L'emersione-gestione forzata potrebbe, semmai, trovare giustificazione là dove sia stato empiricamente provato, che misure meno limitanti (es. rafforzamento delle regole di *governance*) non abbiano prodotto gli esiti attesi¹¹⁹.

Più nel dettaglio, per ciò che riguarda la procedura avviata da sindaci e revisori va rilevato quanto segue. Se l'intervento sulla dialettica endosocietaria ne consente un positivo rafforzamento (n. 8.1), appare rischiosa la scelta di riconnettere automaticamente l'avvio della procedura al mero superamento di indici di bilancio. La connotazione *backward looking* di questi ultimi ne limita il potere predittivo, ponendo il rischio di incorrere in molti falsi positivi (imprese sane e con difficoltà transitorie) e falsi negativi (imprese le cui difficoltà non appaiono dai dati di bilancio), con potenziali ripercussioni sulla capacità del sistema di gestire i relativi flussi di lavoro¹²⁰. Recentissime analisi empiriche corroborano tali considerazioni e segnalano come l'uso dei parametri individuati dalla legge non permetta, di per sé, di esprimere una sicura valutazione sull'esistenza della crisi¹²¹. Inoltre, il ricorso a indici economico-finanziari potrebbe generare effetti distorsivi sul comportamento delle imprese sane: ad es. inducendole a limitare gli investimenti in ricerca e sviluppo, per il timore che le operazioni rischiose ad essi sottese comportino un superamento dei valori soglia. Sarebbe auspicabile un affinamento dell'impianto; poniamo, riconoscendo ai predetti indici una valenza unicamente segnaletica, a mo' *red flag*, e attribuendo all'Organismo il compito di effettuare una valutazione più accurata dell'impresa, avviando la procedura solo qualora la crisi sia effettivamente in atto. Tale valutazione opererebbe come un filtro di secondo livello¹²².

Rispetto alla seconda procedura possono essere formulate considerazioni analoghe, alle quali se ne somma una ulteriore. Il modello può comportare un aggravio di costi per le Agenzie pubbliche, che potrebbero non essere dotate delle risorse umane necessarie per seguire i procedimenti, con conseguenti ripercussioni negative per le finanze pubbliche, dovute alla perdita dei privilegi. Una stima conservativa, limitata ai soli crediti previdenziali, indica in circa 54 miliardi l'ammontare delle esposizioni INPS potenzialmente interessate dal declassamento a chirografarie, in caso di inerzia dell'Istituto di previdenza¹²³. È, inoltre,

¹¹⁸ Positivo, tra gli altri, Jorio (2016), per il quale la conformazione del tessuto produttivo italiano (caratterizzato da imprese di genesi familiare, i cui esponenti rivestono spesso il ruolo di amministratore) giustificerebbe la severità delle misure; *contra* Assonime (2016), soprattutto perché, una volta avviata la fase conciliativa, vi è la possibilità che essa si tramuti in una procedura di liquidazione.

¹¹⁹ Sul preservare l'autonomia imprenditoriale, v. anche Assonime (2016); Proposta Democratici di Sinistra (2004).

¹²⁰ Si pensi al rapporto mezzi propri e mezzi di terzi. Il mero livello di indebitamento non fornisce una sicura misura dello stato di salute dell'impresa, che potrebbe trovare economicamente conveniente operare con una leva finanziaria elevata; cfr. Modigliani et al. (1985).

¹²¹ Comoli *et al.* (2018).

¹²² Va segnalato come la dottrina abbia formulato altre proposte per superare l'inerzia del debitore, senza ricorrere all'avvio automatico di una procedura. Ad esempio, consentendo ai sindaci (in caso di omessa o insoddisfacente risposta degli amministratori), di affidare a un professionista *ex art. 67, lett. d)*, l.f. l'incarico di effettuare gli opportuni accertamenti sulla situazione dell'impresa; di tali accertamenti l'organo di controllo potrebbe domandare la pubblicazione presso il registro delle imprese, qualora la società non abbia assunto, entro un congruo termine, provvedimenti idonei a superare la crisi; Zoppini (2014).

¹²³ Dati tratti dal bilancio INPS (2017); cfr., in particolare, tab. 5.3. Si tratta di una valutazione conservativa, poiché sono state considerate le voci integralmente riconducibili a contribuzioni da lavoro dipendente, escludendo quelle cd. miste (inclusive anche di posizioni da lavoro autonomo). Si ha, comunque, presente che

possibile che le norme favoriscano comportamenti distorsivi del debitore: inducendolo a pagare i creditori qualificati, con precedenza rispetto ad altri, per paralizzare l'avvio della procedura.

8.4 Il raggiungimento dell'accordo: strategie regolamentari

Accertata la crisi, le parti devono accedere a percorsi di gestione capaci di presidiare tutte le criticità – in punto di incentivi a negoziare – illustrate in precedenza (n. 5). Vi è, in primo luogo, necessità di affrontare le asimmetrie informative sulla reale entità delle difficoltà: comprimerle permette di abbattere i costi di transazione associati alla formazione di un accordo. Per questo, un buon disegno normativo deve necessariamente prevedere il coinvolgimento di un professionista indipendente, incaricato di asseverare l'esatta consistenza patrimoniale dell'impresa.

Sussistono, poi, specifici costi di transazione legati al coordinamento tra i vari creditori: tanto più significativi quanto più è elevato il numero di prestatori coinvolti. Si tratta di un profilo rilevante per il contesto italiano, nel quale il fenomeno del multi-affidamento è piuttosto pronunciato, specie per le imprese in crisi¹²⁴. Un efficace presidio è dato dalle buone prassi organizzative elaborate, nel tempo, da creditori professionali esposti verso prenditori in difficoltà. Ne è un esempio il cd. *London approach*: un insieme di regole di negoziazione adottate autonomamente dalle banche inglesi a partire dagli anni settanta e rivelatesi fruttuose, tanto da essere recepite nei principi della *International Federation of Insolvency Practitioners* (INSOL)¹²⁵. Sotto il profilo regolamentare, una compressione dei costi di coordinamento può derivare dal coinvolgimento di una figura terza, che medi tra le varie istanze, agevolando il raggiungimento dell'accordo¹²⁶. Tale soggetto potrebbe coincidere con il professionista chiamato ad accertare la reale consistenza dell'azienda.

In presenza di difficoltà ancora agli albori, non sembrano necessarie misure che rendano l'accordo vincolante, qualora si esprima a suo favore solo una percentuale (ancorché significativa) dei crediti (cd. *cramdown*). Strumenti di tale natura, che superano il problema di minoranze dissenzienti (cd. *holdout problem*), appaiono più appropriati per gestire situazioni di crisi avanzata. Solo questa circostanza giustifica la significativa limitazione dell'autonomia decisionale delle parti, a vantaggio di un superiore interesse alla preservazione dei valori aziendali¹²⁷.

l'attivazione della procedura interesserebbe unicamente esposizioni superiori a una certa soglia (inadempiamenti rilevanti), che verrà definita in sede di attuazione della delega.

¹²⁴ Secondo i dati ricavabili dall'incrocio delle basi dati Cerved e Centrale dei rischi, il numero mediano di rapporti creditizi che fanno capo a una singola impresa è pari a tre; cfr. Bonaccorsi di Patti *et al.* (2016). La cifra sale, attestandosi a circa cinque, qualora siano considerate le imprese censite nella centrale dei bilanci; così, Gobbi *et al.* (2014). Danovi *et al.* (2018) indicano in sette il numero medio di banche esposte verso imprese che abbiano avviato un concordato preventivo; la cifra scende a sei nel caso di accordi di ristrutturazione.

¹²⁵ INSOL (2000); Laryea (2012).

¹²⁶ La presenza di un soggetto dotato di adeguate abilità negoziali può aumentare sensibilmente le *chance* di successo della ristrutturazione; Garrido (2012).

¹²⁷ In conformità a tale principio, la normativa italiana dispone la vincolatività dell'accordo per i creditori dissenzienti, unicamente nell'ambito del concordato preventivo e non rispetto ai piani attestati di risanamento e agli accordi di ristrutturazione (con l'eccezione di quelli conclusi con intermediari finanziari *ex art. 182-septies l.f.*). Anche l'analisi comparata è di conforto. Si pensi al procedimento stragiudiziale francese denominato *mandataire ad hoc* (che costituisce una modalità di articolazione delle già citate *procédures d'alerte*): l'accordo raggiunto dal debitore con alcuni prestatori è inidoneo a vincolare i creditori dissenzienti. Cfr. art. L. 611-8, II, 3°, là dove dispone che «L'accord ne porte pas atteinte aux intérêts des créanciers non signataires».

Quanto al percorso nel quale far confluire le trattative, sono da prediligere procedimenti stragiudiziali, che rendano residuale il coinvolgimento delle corti, limitandolo alla nomina del professionista asseveratore-mediatore e all'adozione delle eventuali misure protettive per l'impresa, come l'*automatic stay*¹²⁸. La snellezza del procedimento deve coniugarsi con una infrastruttura appropriata, nella quale siano coinvolti soggetti indipendenti dotati di requisiti di professionalità e adeguati incentivi a raggiungere accordi di successo¹²⁹. La negoziazione deve essere, inoltre, connotata da stringenti obblighi di riservatezza, che proteggano le informazioni sullo stato di salute dell'impresa¹³⁰. Assicurare confidenzialità consente di preservare la reputazione dell'azienda – ossia il suo avviamento – ed evitare di mettere in allarme quei creditori che non abbiano ancora subito ritardi nei pagamenti e/o inadempimenti.

Rispetto a quanto osservato, un punto di partenza è rappresentato da una delle tre nuove procedure di allerta e composizione assistita, della l. 155/2017: quella attivata volontariamente dal debitore. Essa mira a individuare soluzioni conciliative, fornendo alle parti un supporto qualificato, del quale le imprese (specie se di piccola dimensione) potrebbero essere prive. Tuttavia, il nuovo meccanismo si caratterizza per il coinvolgimento di un numero elevato di professionisti, con il rischio di incidere sensibilmente sui costi sopportati dai debitori o, qualora la negoziazione non vada a buon fine, dai creditori¹³¹. Peraltro, l'ampia formulazione della l. delega non chiarisce se tali soggetti svolgano unicamente una funzione di tipo conciliativo o abbiano anche il potere di asseverare lo stato delle cose. Vi sono, dunque, vari margini per affinare il disegno normativo, dotando l'ordinamento di una procedura autenticamente snella, efficace e di matrice stragiudiziale; in linea con quanto di recente sollecitato da osservatori internazionali¹³².

Nel panorama comparato non mancano istituti che potrebbero agevolare il compito di *fine tuning*, come il cd. *mandataire ad hoc* dell'ordinamento francese – il cui tratto vincente consiste nel coinvolgimento di un unico professionista con funzioni di mediatore e asseveratore – che ha acquisito progressivamente rilevanza e che spicca, tra l'altro, per la riservatezza che circonda la negoziazione¹³³.

9. Conclusioni

Con la riforma della materia concorsuale del 2005, la valorizzazione dei complessi produttivi, in costanza di situazioni di crisi, è divenuto obiettivo del legislatore. A tal fine, ripetuti interventi normativi hanno cercato di favorire una celere emersione e gestione delle difficoltà d'impresa. Gli strumenti progressivamente elaborati non hanno, però, raggiunto i risultati prefissi. Nel presente lavoro sono state discusse le caratteristiche proprie di un modello regolamentare efficace. In primo luogo, lo studio ha segnalato l'opportunità di adottare una definizione di crisi, della quale il sistema è oggi privo. La recente riforma della materia concorsuale affronta questo profilo, delegando il Governo a intervenire sul punto. Tuttavia, l'esercizio si rivela di non semplice esecuzione, poiché richiede un attento bilanciamento tra costi e benefici dell'agire anticipato. Una definizione troppo ampia, o

¹²⁸ Commissione Europea (2011b).

¹²⁹ Ad es., monitorandone la *performance*, in termini di tassi di recupero (in caso di liquidazione) o percentuale di sopravvivenza dell'impresa a x anni (qualora si opti per una ristrutturazione): così, IMF (2015). Si tratta di osservazioni formulate in relazione al diritto concorsuale in generale, ma che permangono valide anche nella gestione della crisi.

¹³⁰ Commissione Europea (2011b): «out-of-court procedures must minimise publicising the entrepreneur's problems».

¹³¹ Si fa riferimento all'Organismo di composizione della crisi e al collegio di tre esperti, da esso nominato.

¹³² IMF (2017).

¹³³ Cfr. art. L611-3 ss. del *Code de Commerce*; per una descrizione e commento dell'istituto, v. Jorio (2004).

troppo ristretta, comporta l'imposizione di oneri comportamentali a carico di imprese ancora sane o, viceversa, che risultano già da tempo in crisi. Per favorire una celere emersione, appare necessario intervenire sulle regole di *governance* dell'impresa in crisi, attraverso una maggiore responsabilizzazione dell'imprenditore o degli organi gestorio e di controllo. Si tratta di un obiettivo perseguito dalla l. 155/2017, là dove contribuisce a enucleare un vero e proprio diritto commerciale della crisi. La scelta potrebbe essere rafforzata codificando un dovere fiduciario degli amministratori di società in difficoltà anche nei confronti dei creditori, come segnalato dall'analisi comparata. Ciò permetterebbe di meglio presidiare il fenomeno cd. *gambling for resurrection*, limitando i casi in cui si verifica una impropria traslazione del rischio di impresa in capo ai creditori.

Per contro, risulta particolarmente delicata la scelta della legge delega di affidare a specifici soggetti (organo di controllo, società di revisione e creditori qualificati) il compito di far emergere le difficoltà – associate al superamento di parametri soglia – e forzare il debitore a inserirsi in un «tavolo di conciliazione», nell'ambito di due delle nuove procedure di allerta e composizione. Un *triggering-point* individuato in maniera automatica, irrigidisce il processo di diagnostica e pone il rischio di qualificare come *distressed* un numero sovra (o sotto)-ottimale di operatori. Detto altrimenti, l'obiettivo della delega – di individuare con certezza il momento a partire dal quale agire – si accompagna a costi elevati, specie per le imprese ancora sane, che verrebbero gravate di significativi obblighi comportamentali. Nel dare attuazione alla riforma, potrebbe essere opportuno delineare un impianto che attribuisca al superamento dei parametri un valore unicamente segnaletico, rimettendo agli Organismi il compito di filtrare i casi nei quali la crisi sussista realmente.

Da ultimo, per consentire una efficiente gestione, occorre valorizzare ulteriormente percorsi stragiudiziali di tipo conciliativo – dotati di precise caratteristiche incentivanti all'azione – lasciando sullo sfondo il Tribunale. Esso sarebbe chiamato a intervenire in casi limitatissimi: ad es., per concedere misure protettive all'imprenditore, come l'*automatic stay* (che potrebbe essere affinato, tra l'altro, prevedendo forme di compensazione economica per i creditori garantiti ed estendendone l'applicazione alle escussioni stragiudiziali). La negoziazione, agevolata dall'opera di un attestatore-mediatore, dovrebbe essere connotata da riservatezza e confidenzialità. L'idea di fondo della l. Rordorf e delle nuove procedure di allerta e composizione dà corpo a questi principi. Tuttavia, l'architettura del sistema è complessa e prevede il coinvolgimento di un elevato numero di professionisti – dai ruoli non sempre chiari – ponendo il rischio di costi elevati per le imprese o, qualora la negoziazione non vada a buon fine, per i creditori. Per questo, potrebbe essere utile ragionare sull'elaborazione di un meccanismo conciliativo quanto più snello possibile: modulato, ad esempio, sulla scorta del cd. *mandataire ad hoc* francese.

BIBLIOGRAFIA

Aghion P. (1998), *Bankruptcy and its reform*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, pp. 145 ss..

Altman E.I. (1968), *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, in *The Journal of Finance*, pp. 594 ss..

Altman E.I., Danovi A., Falini A. (2013), *La previsione dell'insolvenza: l'applicazione dello Z-Score alle imprese in amministrazione straordinaria*, in *Forum Bancaria*, pp. 24 ss..

Altman E.I. (2014), *Revisiting the Recidivism - Chapter 22 Phenomenon in the U.S. Bankruptcy System*, in *8 Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, pp. 253 ss..

Angelini P., Bofondi M., Zingales L. (2017), *The Origins of Italian NPLs*, in corso di pubblicazione, Chicago – Roma.

Assonime (2016), *Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Audizione del Presidente dell'Assonime Maurizio Sella*, Roma.

Ayotte K., Skeel D.A. Jr. (1993), *Bankruptcy Law as a Liquidity Provider*, in *The University of Chicago Law Review* 80, pp. 1557 ss..

Baccetti D. (2016), *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, in *Rivista delle società*, 4, pp. 568 ss..

Bainbridge S. (2002), *Corporation Law and Economics*, New York.

Banca d'Italia (2017), *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, Roma.

Banca Centrale Europea (2017), *Parere del 7 giugno 2017 su una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE*, in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea*, C236/2.

Baird D.G., Jackson T.H. (1984), *Corporate Reorganizations and the Treatment of Diverse Ownership Interests: A Comment on Adequate Protection of Secured Creditors in Bankruptcy*, in *51 University of Chicago Law Review*, pp. 97 ss..

Banca Mediocredito, Centrale dei Bilanci (2003), *I covenants di bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine*, Roma.

Bianco M., Marcucci M. (2001), *Procedure fallimentari ed efficienza economica: valutazioni teoriche e riflessioni per l'economica italiana*, in *Banca Impresa e Società*, pp. 19 ss..

Bocuzzi G. (2005), *I meccanismi di allerta e di prevenzione e le procedure stragiudiziali*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, pp. 626 ss..

- Boccuzzi G., Cercone R. (1993), *Tutela dei creditori e riallocazione dell'impresa nella normativa fallimentare*, in *Banca d'Italia. Temi di discussione*, 204, Roma.
- Bonaccorsi di Patti E., Sette E. (2016), *Did the securitization market freeze affect bank lending during the financial crisis? Evidence from a credit register*, in *Journal of Financial Intermediation*, pp. 54 ss..
- Bonelli F. (1991), *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato Colombo, Portale*, Torino.
- Bonelli G. (1926), *Del concordato preventivo*, in *Commentario al codice di commercio: redatto da un collegio di esimi giureconsulti del fallimento*, III, Roma.
- Bolton P., Rosenthal H. (2002), *Political Intervention in Debt Contracts*, in 110 *Journal of Political Economy*, pp. 1103 ss..
- Brizzi F. (2015), *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino.
- Brodi E., Casolaro L. (2017), *Finanziamenti alle imprese in crisi e priorità nel rimborso: gli effetti della prededucibilità nel concordato preventivo*, in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza*, 387, Roma.
- Brodi E., Motterlini M. (2014), *Choice Architecture Matters: The Case of Investor Protection within the Italian Crowdfunding Market*, in *European Company Law*, pp. 259 ss..
- Brugger G. (1988), *La nozione di insolvenza: un concetto che muta. Crisi finanziaria, crisi strutturale ed insolvenza d'impresa: economia e diritto a confronto*, in *Il fallimento*, pp. 899 ss..
- Bugamelli M., Lotti F. (2018), *“Productivity growth in Italy: A tale of a slow-motion change”*, with M. Amici, E. Ciapanna, F. Colonna, F. D'Amuri, S. Giacomelli, A. Linarello, F. Manaresi, G. Palumbo, F. Scoccianti, E. Sette, in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza*, 422, Roma.
- Camera dei Deputati (2004), A.C. 5171 recante Delega al Governo per la riforma delle procedure della crisi di impresa, presentata il 20 luglio 2004.
- Cantillon R. (1755), *Essai Sur la Nature du Commerce en General*, Parigi.
- Carpinelli L., Cascarino G., Giacomelli S., Vacca V. (2016), *La gestione dei crediti deteriorati: un'indagine presso le maggiori banche italiane*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Roma.
- Cesarini F., Gobbi G. (2016), *Il finanziamento delle imprese italiane: dal credito bancario al mercato*, in *Banca Impresa Società*, pp. 403 ss..
- Commissione Europea (2018), *Proposal for a Directive on credit servicers, credit purchasers and the recovery of collateral*, Bruxelles.

Commissione europea (2016), *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i quadri di ristrutturazione preventiva, la seconda opportunità e misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza e liberazione dai debiti, e che modifica la direttiva 2012/30/UE*, Strasburgo.

Commissione europea (2015), *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "Verso il completamento dell'Unione bancaria"*, Bruxelles.

Commissione europea (2014), *Raccomandazione su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza*, Bruxelles.

Commissione europea (2012a), *L'atto per il mercato unico II. Insieme per una nuova crescita*, Bruxelles.

Commissione europea (2012b), *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, Strasburgo.

Commissione europea (2011a), *Business Dynamics: Start-Ups, Business Transfer, and Bankruptcy*, Bruxelles.

Commissione europea (2011b), *A Second Chance for Entrepreneurs: Prevention of Bankruptcy, Simplification of Bankruptcy Procedures, and Support for a Fresh Start*, Bruxelles.

Commissione europea (2007), *Superare la stigmatizzazione del fallimento aziendale – per una politica della seconda Possibilità. Attuazione del partenariato di Lisbona per la crescita e l'occupazione*, Bruxelles.

Commissione europea (2003), *Progetto BEST: ristrutturazioni, fallimenti e nuovo inizio. Rapporto di sintesi*, Bruxelles.

Comoli M., Danovi A., Garelli A., Riva P. (2018), *Corporate Governance in Downturns Time: Detection and Alert. The New Italian Insolvency and Crisis Code*, in corso di pubblicazione in *Crisis Management*, Londra.

Consiglio dell'Unione europea (2017), *Report of the FSC Subgroup on Non-Performing Loans*, Bruxelles.

Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti Esperti Contabili, Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale (2016), *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*, Roma.

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili (2015a), *Informativa e valutazione della crisi d'impresa*, Roma.

Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti Esperti Contabili (2015b), *Norme di comportamento* (Norma 11.1. Prevenzione ed emersione della crisi), Roma.

- Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti (2005), *CRISI D'IMPRESA: Strumenti per l'individuazione di una procedura d'allerta*, Roma.
- Danovi A., Giacomelli S., Riva P., Rodano G (2018), *Strumenti negoziali per la soluzione delle crisi d'impresa: il concordato preventivo*, in corso di pubblicazione in *Banca d'Italia. Questioni di Economia e Finanza*, Roma.
- D'Avack C. (1940), *La natura giuridica del fallimento*, Padova.
- Fabiani M. (2015), *Diritto fallimentare. Un profilo organico*, Bologna.
- Fimmanò F. (2010), *L'allocatione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Rivista delle Società*, 1, pp. 57 ss..
- Fondo Monetario Internazionale (2015), *Tackling SMEs Problem Loans in Europe*, Washington.
- Gabler A., Poschke G. (2011), *Growth through Experimentation*, Centre interuniversitaire de recherche en Economie Quantitative, Working paper n. 11.
- Gale D., Hellwig M. (1985), *Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem*, in *The review of Economic Studies*, pp. 647 ss..
- Galletti D. (2008), *I covenants e le altre garanzie atipiche nel Private Equity e nei finanziamenti bancari*, disponibile presso:
[http://aleasrv.cs.unitn.it/smefin.nsf/856ba7494c852499c1256b540054def2/b468b9a5b5d0491ac12574fe003b5ef5/\\$FILE/covenants_Galletti.pdf](http://aleasrv.cs.unitn.it/smefin.nsf/856ba7494c852499c1256b540054def2/b468b9a5b5d0491ac12574fe003b5ef5/$FILE/covenants_Galletti.pdf)
- Galletti D. (2006), *La ripartizione del rischio di insolvenza. Il diritto fallimentare tra diritto ed economia*, Bologna.
- Garrido J. (2012), *Out-of-Court Debt Restructuring*, in *The World Bank Study*, Washington.
- Gerber M.A., Kunej G.W. (2013), *Business Reorganizations*, Durham.
- Giorgi V. (2016), *I finanziamenti all'impresa in crisi tra il labirinto delle predeuzioni e la selva della frammentazione dei riti*, in *Nuove leggi civ.*, pp. 263 ss..
- Gobbi G. (2007), *Tendenze evolutive del rapporto banca-impresa in Italia*, in *Il rapporto banca-impresa in Italia* (Monferrà, a cura di), Roma.
- Gobbi G., Sette E. (2014), *Do Firms Benefit from Concentrating their Borrowing? Evidence from the Great Recession*, in *Review of Finance*, pp. 527 ss..
- Goodhart C. e Avgouleas E. (2014), *A critical Evaluation of Bail-ins as Bank Recapitalization Mechanisms*, disponibile presso:
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2478647
- Guatri L. (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Roma, 1995.
- INPS (2017), *Rendiconti generali – Anno 2016*, Roma.

- INSEAD, Adecco, Human Capital Leadership Institute of Singapore (2016), *Global Talent Competitiveness Index 2017*, Fontainebleau, France.
- INSOL (2000), *Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts*, London.
- International Monetary Fund (2017), *Italy: 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Italy*, Washington.
- Ivashina V., Iverson B., Smith D.C. (2015), *The ownership and trading of debt claims in Chapter 11 restructurings*, in *Journal of Financial Economics*, 5.
- Jackson T.H. (1986), *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Cambridge.
- Jackson T.H., Skeel D.A. Jr. (2013), “*Bankruptcy and Economic Recovery*”, in *Faculty Scholarship*, Paper 476, disponibile presso:
http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/476
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure* in *Journal of Financial Economics*, pp. 305 ss..
- Jorio A., Vona R., Sciarelli S., De Matteis S., Decourt H.B. (2017), *L'emersione anticipata della crisi d'impresa*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano.
- Jorio A. (2016), *Su allerta e dintorni*, in *Giur. comm.*, I, pp. 261 ss..
- Jorio A. (2004), *Legislazione francese, Raccomandazione della Commissione Europea, e alcune riflessioni sul diritto interno*, in *Il Fallimento*, pp. 1070 ss..
- Kraakman R.H., Davies P., Hansmann H., Hertig G., Hopt K.J., Kanda H. e Rock E.B. (2006), *Diritto societario comparato* (L. Enriques, a cura di), Bologna.
- Laryea T. (2010), *Approaches to Corporate Debt Restructuring in the Wake of Financial Crises*, in *IMF Staff Position Note*, Washington.
- Libonati B. (2001), *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, in *Giur. Comm.*, II, p. 327 ss..
- Luciano A.M. (2016), *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano.
- Mayordomo S., Moreno A., Ongena S. e Rodriguez-Moreno M. (2017), “*Keeping it Personal” or “Getting Real”?* *On the Drivers and Effectiveness of Persona versus Real Loan Guarantees*, in *Banco de Espana Working Paper No. 1715*.
- Mazzoni A. (2010), *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità*, in *Aa. Vv. Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Torino, pp. 813 ss..
- Mazzoni A. (2007), *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, pp. 511 ss..

Ministero della Giustizia (2016), *Relazione di accompagnamento allo Schema di Disegno di Legge recante "Delega al Governo per la riforma organica delle discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza"*, Roma.

Miola M. (2011), *Riflessioni sui doveri degli amministratori in prossimità dell'insolvenza*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, I, Bari, pp. 609 ss..

Modigliani F., Miller M.H. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in 48 *The American Economic Review*, pp. 261 ss..

Mozzarelli M. (2013), *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano.

Niccolini G. (2005), *La disciplina dello scioglimento, della liquidazione e dell'estinzione*, in *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, fiscali e penali*, p. 3 ss..

Nocera I.L. (2013), *Dal decoctor ergo fraudator alla composizione negoziale dell'insolvenza: il "viaggio" dell'autonomia privata nel diritto fallimentare*, IANUS.

Nuzzo G. (2017), *Il debito e la storia: dalla colpa alla fisiologia dell'insolvenza*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, pp. 89 ss..

OCSE (2017), *Insolvency Regimes, Zombie Firms and Capital Reallocation*, Working Party No. 1 on Macroeconomic and Structural Policy Analysis, Parigi.

OCSE (2016), *Insolvency Regimes and Productivity Growth: a Framework for Analysis*, Parigi.

Paletta A. (2013), *Tempestiva emersione dello stato di crisi e qualità dei piani di concordato: prime evidenze empiriche*, in *Il Fallimento*, pp. 1037 ss..

Panzani L. (2006), *Concordato preventivo: soggetti e presupposto oggettivo*, in *Il Fallimento*, pp. 1009 ss..

Patroni Griffi U. (2009), *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Rivista del Diritto Societario*, III, pp. 601 ss..

Pellegrino B., Zingales L. (2017), *Diagnosing the Italian Disease*, in *NBER Working Paper No. 23964*, disponibile presso: <https://ssrn.com/abstract=3061645>

Peruzzo G.G. (2016), *Business judgment rule e responsabilità degli amministratori di S.p.A.*, Aracne, 2016.

Piepoli G. (2001), *Le garanzie negative*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, pp. 405 ss..

Piepoli G. (2009), *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, pp. 498 ss..

Portale G.B. (2017), *Dalla 'Pietra del vituperio' al 'bail-in'*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, pp. 21 ss..

Portale G.B. (2014), *Verso un “diritto societario della crisi”?*, in *Diritto societario e crisi d’impresa* (U. Tombari, a cura di), Torino.

Principio di revisione (ISA Italia) 570 (2015), “continuità aziendale”.

Quagli A. (2016), *Il concetto di crisi d’impresa come incontro tra la prospettiva aziendale e quella giuridica*, in *Crisi d’Impresa e Fallimento*, pp. 1 ss..

Ranalli R. (2017), *Gli indicatori di allerta nel testo del disegno di legge delega della riforma fallimentare approvato dalla Camera; esame critico; rischi per il sistema delle imprese*, in *Crisi d’impresa e fallimento*, pp. 1 ss..

Roe M.J. (2017), *Three Ages of Bankruptcy*, disponibile presso:
<https://ssrn.com/abstract=2871625>

Rordorf R. (2013), *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Le Società*, pp. 669 ss..

Roppo V. (1996), *Crisi d’impresa: la banca risponde verso i creditori ?*, in *Danno e resp.*, pp. 536 ss..

Sacchi R. (2014), *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, in *Giur. comm.*, I, pp. 3304 ss..

Sansone G. (2004), *La tempestività dell’intervento giudiziario e il ruolo del giudice nella crisi anticipatoria*, in *Dir. Fall.*, I, pp. 743 ss..

Schivardi F., Sette E., Tabellini G. (2017), *Allocazione distorta del credito durante la crisi finanziaria in Europa*, in *Banca d’Italia. Temi di discussione*, 1139, Roma.

Signorini L.F. (2000), (a cura di) *Lo sviluppo locale. Un’indagine della Banca d’Italia sui distretti industriali*, Roma.

Slatter S. (1984), *Corporate Recovery*, Londra.

Spolidoro M.S. (2018), *Procedure d’allerta e poteri individuali degli amministratori non delegati*, in corso di pubblicazione in *Rivista delle società*.

Strampelli G., (2012) *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, pp. 605 ss..

Tirole J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, pp. 83 ss..

Uncitral (2013), *Legislative Guide on Insolvency Law. Part four: Directors’ obligations in the period approaching insolvency*, Vienna.

Vicari A. (2008), *I finanziamenti delle banche a fini ristrutturativi*, in *Giur. comm.*, I, p. 478.

Vicari A. (2013), *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, pp. 132 ss..

Zimmermann C. (1975), *An approach to writing loan agreement covenants*, in *Journal of Commercial Bank Lending*, pp. 213 ss..

Zoppini A. (2014), *Emersione della crisi e interesse sociale (spunti dalla teoria dell'emerging insolvency)*, in *Diritto societario e crisi d'impresa* (U. Tombari, a cura di), Torino.