

COLLANA DEL DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA  
DELL'UNIVERSITÀ DI PISA

NUOVA SERIE - *Atti di Convegno*

# CRISI DI IMPRESA E CONTINUITÀ AZIENDALE: PROBLEMI E PROSPETTIVE

*Atti dell'incontro di studi  
Pisa, 7 febbraio 2020*

*a cura di*  
**Vincenzo Pinto**



**G. Giappichelli Editore**

VINCENZO PINTO - LUCA DELLA TOMMASINA

## PREFAZIONE

Il volume trae origine da un Progetto di Ricerca dell'Ateneo pisano che ha coinvolto studiosi di diversa estrazione, giuridica ed economica, intorno ad una comune riflessione sull'ordinamento concorsuale riformato e sul "valore" della continuità aziendale nel nuovo Codice della Crisi.

Il carattere interdisciplinare degli studi sulla crisi d'impresa ha consentito un lavoro di squadra che è culminato nell'organizzazione di un seminario a più voci, con la partecipazione – al fianco dei promotori del Progetto – di magistrati e di Docenti di altre Università italiane.

Il seminario si è svolto il 7 febbraio 2020.

È stato uno degli ultimi convegni che l'Ateneo pisano ha potuto organizzare dal vivo. Una delle ultime occasioni, prima dello scoppio della pandemia, per scambiare una stretta di mano, un abbraccio tra colleghi, un'intuizione per uno scritto o per una ricerca, una proposta di collaborazione, un pettegolezzo. Per farlo senza distanziamenti, senza barriere, nel cortile della nostra amata Sapienza. Ed anche per questo è un bel ricordo per i relatori. E per tutti coloro che a vario titolo hanno partecipato al seminario.

È da quel ricordo che ha preso le mosse l'idea di un'opera a più mani, che raccogliesse – tra l'altro – il frutto delle relazioni presentate nel corso del convegno.

Si ringraziano, allora, secondo l'ordine dei contributi del Volume, gli Autori che hanno collaborato alla sua realizzazione: il Professor Nicola Giocoli e il Professor Fabrizio Esposito, autori di un contributo di analisi economica del diritto che indaga opportunità e criticità dei singoli strumenti di composizione della crisi; il Professor Federico Briolini, autore di una riflessione di sistema sulla tenuta del concordato in continuità aziendale nel nuovo Codice della Crisi; la Professoressa Ilaria Kutufà, autrice di un contributo che riguarda la legislazione emergenziale messa in moto dalla pandemia e le sue implicazioni su alcuni tra i più rilevanti profili del diritto dell'impresa; il Professor Michele Andrea Comastri, che indaga – con le categorie del diritto processuale – il delicato tema dei controlli del giudice sulla fattibilità del concordato; il Professor Leonardo Pasquali,

autore di un contributo di diritto concorsuale europeo che ci ricorda la crescente vocazione transnazionale della regolazione della crisi e dell'insolvenza di impresa.

FABRIZIO ESPOSITO - NICOLA GIOCOLI

## PRINCIPALI E AGENTI NEL NUOVO DIRITTO DELLA CRISI D'IMPRESA

SOMMARIO: PARTE I. Efficienza, *going concern value* e miglior soddisfacimento dei creditori. – PARTE II. La logica economica della gestione della crisi d'impresa. – II.1. *Going concern value*, valore liquidatorio, e costo di continuazione. – II.2. Nuova finanza, super-priorità e regola *no creditor worse off*. – II.3. La crisi d'impresa come un problema di *common* e *anticommon*. – II.4. Principali e agenti: dalla *corporate governance* alla crisi d'impresa. – PARTE III. Minimizzare i costi di controllo per tutelare il *going concern*. – III.1. Più diritto per ridurre costi di controllo crescenti: tesi e considerazioni preliminari. – III.2. La procedura d'allerta basta se i costi di controllo sono bassi. – III.3. Accordi stragiudiziali: Tentar non nuoce. – III.4. Accordi di ristrutturazione: D'ora in poi, tentar nuoce. – III.5. Il concordato preventivo: Ora o mai più. – III.6. La tesi centrale è provata... ma con un quesito aperto. – PARTE IV. La tutela della classe dissenziente e la tenuta del c.c.i.. – IV.1. *Divide et impera*: l'abuso della classe dissenziente e le crepe nell'impianto del c.c.i.. – IV.2. Evitare l'abuso dei creditori dissenzienti: una proposta. – PARTE V. Conclusioni.

### PARTE I. *Efficienza, going concern value e miglior soddisfacimento dei creditori*

È noto come la Law & Economics (L&E), quantomeno nella sua versione *standard*, trovi il cuore teorico e prescrittivo nel concetto di efficienza economica, intesa come massimizzazione del benessere sociale<sup>1</sup>. Le norme giuridiche sono valutate esclusivamente rispetto a tale obiettivo, adottando un punto di vista puramente allocativo, non distributivo. In altre parole, il problema della L&E è sempre come massimizzare la dimensione della torta, mai – almeno in prima battuta – come tagliarne e ripartirne le fette.

Se tale approccio risulta molto discutibile, e molto discusso, quando applicato a diverse aree del diritto – si pensi all'annoso dibattito sull'uso della L&E nel diritto penale oppure, più recentemente, nel diritto della

---

<sup>1</sup> Per una prospettiva più complessa in materia, si veda F. ESPOSITO, *Uniting Law and Economics in Diversity*, Cheltenham, Edward Elgar, di prossima pubblicazione.

bioetica – appare senz'altro più accettabile nel campo della regolazione giuridica dei rapporti commerciali. Non stupisce, quindi, che il punto di vista dell'efficienza sia centrale nella Raccomandazione della Commissione UE del marzo 2014 in tema di «un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza»<sup>2</sup>. La Raccomandazione ha come obiettivo primario garantire alle imprese «sane in difficoltà finanziaria [...] l'accesso a un quadro nazionale in materia di insolvenza che permetta loro di ristrutturarsi in una fase precoce in modo da evitare l'insolvenza, massimizzandone pertanto il valore totale per creditori, dipendenti, proprietari e per l'economia in generale». Il richiamo alla massimizzazione del valore totale dell'impresa, senza specificare chi debba beneficiare di tale valore, è evidentemente in linea con i dettami della L&E.

La Raccomandazione del 2014 è uno dei documenti alla base del nuovo Codice della Crisi e dell'Insolvenza (c.c.i.)<sup>3</sup>. Coerentemente con tale approccio, centrale nel c.c.i. è il concetto economico di *going concern value*, da intendersi come il valore di un business normalmente operativo avente durata indefinita (o comunque, secondo lo IAS n. 1, non inferiore a mesi 12)<sup>4</sup>. La versione non definitiva del c.c.i. licenziata dalla c.d. Commissione Rordorf affermava esplicitamente all'art. 3 che «[o]biiettivo delle procedure disciplinate dal presente codice» fosse non solo il tradizionale «miglior soddisfacimento dei creditori», ma più direttamente «il superamento della crisi assicurando la continuità aziendale».

La scomparsa nella versione approvata dal legislatore di tale norma manifesto non attenua la centralità del *going concern value* nel nuovo c.c.i.. Le evidenze sono molteplici. Ad esempio, secondo l'art. 13 l'individuazione della crisi avviene attraverso l'utilizzo di appositi indicatori aventi come riferimento il concetto di continuità aziendale; l'art. 7, comma 2, assegna preminenza alle procedure volte al superamento della crisi senza liquidazione degli asset dell'impresa, e quindi finalizzate alla continuità; il nuovo art. 2086 C.C. – introdotto dallo stesso c.c.i. – mette in capo alle imprese svolte in forma societaria o collettiva il dovere di organizzarsi secondo modalità

---

<sup>2</sup> Commission Recommendation of 12 March 2014 on a new approach to business failure and insolvency, OJ L 74/65, available at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014H0135>.

<sup>3</sup> D.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14, anche noto come *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (di seguito c.c.i.), varato in attuazione della legge delega 19 ottobre 2017, n. 155.

<sup>4</sup> «Nella fase di preparazione del bilancio, la direzione aziendale deve effettuare una valutazione della capacità dell'entità di continuare a operare come un'entità in funzionamento. [...] Nel determinare se il presupposto della prospettiva della continuazione dell'attività è applicabile, la direzione aziendale tiene conto di tutte le informazioni disponibili sul futuro, che è relativo ad almeno, ma non limitato, a dodici mesi dopo la data di riferimento del bilancio» (International Accounting Standard n. 1, §§23-24, 2008).

che consentano la tempestiva rivelazione di minacce alla continuità. A ribadire questa lettura efficientistica è poi intervenuta la nuova direttiva UE in tema di crisi d'impresa, che pone espressamente la continuità aziendale come obiettivo prioritario a cui la legislazione di ogni stato membro deve tendere: «Gli Stati membri provvedono affinché, qualora sussista una probabilità di insolvenza, il debitore abbia accesso a un quadro di ristrutturazione preventiva che gli consenta la ristrutturazione, al fine di impedire l'insolvenza e di assicurare la loro sostenibilità economica, fatte salve altre soluzioni volte a evitare l'insolvenza, così da tutelare i posti di lavoro e preservare l'attività imprenditoriale» (art. 4, par. 1, Direttiva UE 1023/2019).

Il *going concern value* è, come noto, maggiore della somma dei singoli asset aziendali, a riprova del fatto che i suddetti asset fanno parte di un'impresa capace, ove intesa come business unitario, di generare valore, e quindi benessere economico: «*When a firm has value as a going concern, the investors as a group are better off if it remains intact even when it is in financial distress and not able to pay all of its bills*»<sup>5</sup>. Tale valore si contrappone al c.d. valore di liquidazione, cioè il valore totale dei singoli asset di un business che ha cessato appunto di essere un *going concern*. Il *liquidation value* può essere ottenuto, almeno in linea teorica, vendendo gli asset singolarmente sul mercato. Quello di un *going concern* è anche un valore prospettico, che include elementi intangibili quali l'avviamento, le *best practices* aziendali e la reputazione dell'impresa stessa. Per calcolarlo sono dunque necessari strumenti economici e finanziari adeguati di impostazione anche statistica – strumenti che, per tale motivo, vengono ad occupare un ruolo cruciale nel quadro normativo delineato dal nuovo c.c.i., ma che non sempre fanno parte del bagaglio di competenze del giurista.

Il *going concern value* evoca soluzioni della crisi d'impresa di tipo non liquidatorio, volte cioè ad assicurare la continuità d'impresa proprio per tutelarne la capacità di creare valore economico a condizioni di mercato. L'impresa che il legislatore della riforma pare avere in mente è, come nella Raccomandazione UE del 2014, un'impresa fortemente indebitata, ma fondata su un business solido e profittevole. Si tratta, in effetti, di una netta virata prospettica rispetto all'idea di impresa decotta sottesa all'abroganda legge fallimentare – almeno nella sua versione originaria. Il legislatore del 1942 si preoccupava di tutelare il buon funzionamento del mercato eliminando in modo rapido il fallito dalla scena economica e rimettendo in circolazione gli asset immobilizzati in un'impresa irrecuperabile. Le varie riforme che si sono susseguite dagli anni Novanta in poi hanno evidentemente ammorbidito la posizione rispetto a quella dell'austero legislatore del

---

<sup>5</sup> D.G. BAIRD, *Priority Matters: Absolute priority, relative priority, and the costs of bankruptcy*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 165, 4, 2017, p. 789.

1942, ma lo hanno fatto all'interno di un impianto che è rimasto antagonista, se non addirittura persecutorio, dell'imprenditore in difficoltà. Ora la prospettiva è decisamente cambiata. Prova ne sia la scomparsa nel c.c.i. di ogni riferimento all'imprenditore non *in bonis* come *fallito*.

La tutela del *going concern* non deve però avvenire ad ogni costo. Nella prospettiva economica sottesa al c.c.i., su tutto regna pur sempre il principio di efficienza. Segue che condizione necessaria (e, alla luce del dettato normativo, anche sufficiente) per esperire una soluzione non liquidatoria è che la soluzione stessa sia economicamente razionale, cioè capace di generare valore economico in misura maggiore di quanto si otterrebbe liquidando gli asset dell'impresa. Appare dunque utile sottolineare la convergenza tra le considerazioni di carattere efficientistico e il tradizionale principio del *miglior soddisfacimento dei creditori*. La continuazione è infatti desiderabile se è ragionevole attendersi che generi un *quid pluris* rispetto alla liquidazione, migliorando così il soddisfacimento dei creditori.

È noto tuttavia come il criterio del miglior soddisfacimento dei creditori non sia privo di ambiguità. In particolare, occorre stabilire quale sia il parametro di riferimento e tenere conto della disomogeneità degli interessi stessi dei creditori. La soluzione invalsa nella dottrina e nella pratica giuridica consiste nel parametrare il controllo circa il miglior soddisfacimento al risultato liquidatorio (in caso di liquidazione non concordataria, peraltro) per ciascuna classe di creditori. Pertanto, anche un leggero miglioramento rispetto alla liquidazione sarebbe sufficiente a garantire il superamento del test del miglior soddisfacimento dei creditori. Il controllo giudiziale che si instaura sulla base di questo test è dunque minimale, nel senso che potrebbe ben esistere una diversa soluzione alla crisi che sia nel miglior interesse dei creditori (o almeno di una parte di essi) rispetto alla soluzione continuativa scelta. Tale circostanza diviene ancor più significativa a seguito dell'emanazione del nuovo c.c.i. che arricchisce ulteriormente il menù delle soluzioni non liquidatorie. In ragione di tale arricchimento, è plausibile ipotizzare un riaccendersi del dibattito circa il modo in cui intendere il test del miglior soddisfacimento dei creditori.

Questo saggio intende contribuire a tale dibattito investigando la relazione che intercorre tra il debitore in crisi, le varie procedure e, appunto, il miglior soddisfacimento dei creditori. Si evidenzierà in particolare come l'interesse privato dell'imprenditore rischi di rendere lettera morta il complesso insieme di strumenti tra cui il c.c.i. gli consente di scegliere al fine di uscire dalla crisi. Per fare questo, la nostra indagine si articola in tre tappe. Nella Parte II delineiamo i fondamenti teorici dell'indagine, partendo dalla rappresentazione del problema economico di base in relazione alla tutela del *going concern* (sezioni II.1 e II.2) e proseguendo con la qualificazione economica – e relative soluzioni giuridiche – di problemi cardine in

tema di gestione della crisi d'impresa quali quelli di *common* e *anticommon* (sezione II.3) e minimizzazione dei costi di controllo (sezione II.4). Scopo di questa Parte è mostrare la rilevanza dell'analisi economica per la miglior comprensione dei problemi giuridici relativi alla crisi d'impresa. La Parte III approfondisce questi temi con particolare riferimento al nuovo c.c.i.. Si sosterrà che il legislatore della riforma abbia saputo offrire al debitore un menù di strumenti che diventano più sofisticati, invasivi e – in ultima battuta – dispendiosi in presenza di crescenti costi di controllo durante la crisi (sezioni III.1-III.5). L'immagine che ne deriva è quella di un albero decisionale, su cui l'imprenditore dovrebbe scegliere dove posizionarsi al fine di minimizzare la somma dei costi di controllo e dei costi di procedura (sezione III.6). La Parte IV offre alcune considerazioni critiche all'impianto del nuovo c.c.i. con particolare riferimento agli incentivi dell'imprenditore di muoversi in conformità a tale logica di minimizzazione dei costi complessivi gravanti sul *going concern*. Si inizia mostrando come la soluzione del conflitto tra le classi di creditori in occasione del concordato preventivo paia eccessivamente preoccupata del problema dell'*anticommon* in quanto consente facilmente al debitore di coalizzarsi con alcune classi di creditori a danno di altri (sezione IV.1). Si tratta di un tema cardine dell'impianto del nuovo c.c.i., che ha il potenziale di rendere molti degli istituti introdotti poco più che lettera morta. Semplicemente, l'interesse privato del debitore può facilmente essere incompatibile con l'interesse collettivo alla tutela del *going concern*. Alla luce di tale problematica, delineiamo delle direttrici ermeneutiche (sezione IV.2) che dovrebbero guidare l'interpretazione del c.c.i. per assicurare che i molteplici strumenti nella disponibilità dell'imprenditore non rimangano inutilizzati. La Parte V conclude il lavoro, ricapitolandone finalità e risultanze.

## PARTE II. *La logica economica della gestione della crisi d'impresa*

### II.1. *Going concern value, valore liquidatorio, e costo di continuazione*

Dal punto di vista della L&E l'obiettivo di tutelare il *going concern* rappresenta, come detto, una condizione di efficienza, la cui specificazione formale è immediata. Indicando con  $P^E$  il valore atteso della continuazione dell'attività come *going concern* (vedi sotto per una più precisa definizione di tale valore), e con  $L_1$  il valore degli asset in caso di liquidazione, converrà proseguire invece che liquidare se e solo se  $P^E > L_1$ . Possiamo definire questa semplice relazione la condizione di efficienza economica della continuazione – o, per brevità, *condizione di continuazione*.

Si noti come tale condizione di continuazione e, più in generale, la tutela del *going concern*, sia del tutto coerente con l'altro obiettivo che la legge, da sempre, assegna al diritto della crisi, ovvero consentire il "miglior soddisfacimento dei creditori". Tale criterio introduce una logica distributiva nella gestione della crisi, centrata sui creditori, da affiancare quella allocativa. Le due prospettive non sono però in contrasto. Ottenere la "torta" più grande possibile – che sia per via di continuazione o liquidazione – è evidentemente condizione necessaria per soddisfare nel "miglior modo possibile" i creditori dell'impresa. Anzi, è possibile sostenere che solo mettendo al centro il *going concern* è oggi finalmente possibile per il nostro diritto della crisi perseguire davvero nel "miglior modo possibile" l'interesse dei creditori.

Dal punto di vista della razionalità economica, la condizione di continuazione solleva una questione cruciale. Si pone infatti il problema del possibile conflitto tra l'interesse collettivo alla prosecuzione dell'impresa, governato dalla suddetta condizione, e l'interesse individuale di chi ha – almeno in prima approssimazione – il potere di decidere sulla continuazione stessa. Per quest'ultimo soggetto – soggetto che per il momento possiamo riassumere nella persona dell'imprenditore, ma che, come vedremo più avanti, dovremmo identificare in tutti coloro che saranno chiamati ad apportare mezzi finanziari nuovi per la prosecuzione dell'impresa – la decisione se continuare o meno dipende infatti da una diversa condizione, anch'essa di elementare derivazione<sup>6</sup>.

Ipotizziamo due periodi di tempo,  $t_1$ ,  $t_2$ , e indichiamo come sopra con  $L_1$  il valore (per ipotesi certo) degli asset dell'impresa. Questo è il valore che si otterrebbe in caso di liquidazione, ma – si assuma per semplicità – solo se tale liquidazione avviene al tempo  $t_1$ . In altre parole, ipotizziamo che al tempo  $t_2$  gli asset non avrebbero più valore ( $L_2 = 0$ ). Indichiamo con  $D_1$ ,  $D_2$  i debiti dell'impresa in scadenza al tempo  $t_1$  e tempo  $t_2$ , ed assumiamo che i debiti al tempo  $t_1$  siano tutti immediatamente esigibili. Possiamo ora identificare come *condizione di crisi* la seguente relazione:  $L_1 < D_1 + D_2$ . A parole: si ha crisi se gli asset dell'impresa valgono meno delle passività<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Vedi M.J. WHITE, *Corporate and personal bankruptcy law*, in *Annual Review of Law and Social Science*, 7, 2011.

<sup>7</sup> Si tratta chiaramente di una condizione di crisi di tipo patrimoniale, utilizzata qui a mero scopo esplicativo, nota in letteratura come *balance sheet test*. Nel nuovo c.c.i., il concetto di crisi è definito invece secondo un criterio alternativo, c.d. *cash flow test*, intendendosi per crisi «lo stato di difficoltà economico-finanziaria che rende probabile l'insolvenza del debitore, e che per le imprese si manifesta come inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte regolarmente alle obbligazioni pianificate» (art. 2 c.c.i.). Come noto, il concetto giuridico di insolvenza differisce da quello di crisi. Si può anzi avere insolvenza anche quando l'attivo supera il passivo, essendo l'insolvenza stessa definibile come quello «stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri

La condizione di crisi può essere riarrangiata come:  $L_1 - D_2 < D_1$ . Scritta in questo modo essa evidenzia il problema impellente per l'impresa che si trovi in tale situazione: affinché possa continuare la propria attività, l'impresa deve ottenere al tempo  $t_1$  mezzi finanziari che le consentano di soddisfare immediatamente i debiti  $D_1$  senza intaccare il *going concern* e, dunque, senza dover liquidare alcun asset – circostanza questa che impedirebbe di per sé la prosecuzione. Normalmente tali mezzi deriverebbero dalla gestione ordinaria, ma per un'impresa in crisi ipotizziamo invece che l'ammontare necessario debba essere apportato interamente dall'esterno, in misura pari a  $B$ . In breve, l'afflusso di mezzi finanziari  $B = D_1$  consentirebbe all'impresa di continuare la propria attività superando la crisi. In mancanza invece di tali mezzi freschi, la crisi si trasformerebbe in insolvenza, con obbligo di liquidazione degli asset.

Chi effettivamente apporti la somma  $B$  non è in prima battuta rilevante. Potrebbe trattarsi dell'imprenditore stesso, di una banca, di un nuovo o vecchio creditore. La domanda dell'economista non verte infatti sull'identità della fonte di  $B$ , quanto sul chiedersi se l'apporto di  $B$  sia una scelta *efficiente*, dal punto di vista del benessere collettivo, e *profitevole*, da quello del benessere individuale del soggetto, o soggetti, coinvolti nella decisione di apporto.

Sappiamo già che la condizione di efficienza della continuazione è  $P^E > L_1$ , dove  $P^E$  è il flusso di cassa netto atteso dalla continuazione dell'impresa. A parole: la continuazione è efficiente rispetto alla liquidazione se l'impresa genera più ricchezza come *going concern* che come insieme di asset da liquidare. Per chi conferisce la somma  $B$ , l'apporto è profitevole solo se a  $t_2$ , quando  $B$  dovrà essere restituita, la continuazione dell'impresa avrà generato nuova ricchezza sufficiente da consentire appunto di ripagare

---

fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni» (art. 5 legge fall.; art. 2 c.c.i.). Una condizione di fatto, quindi, e non meramente desumibile dai valori a bilancio o da valutazioni prospettiche sui flussi di cassa. Si veda però Cass., 27 marzo 2014, n. 7252, secondo cui: «Lo stato di insolvenza richiesto ai fini della pronuncia dichiarativa del fallimento dell'imprenditore non è escluso dalla circostanza [...] che non esistano conclamati inadempimenti esteriormente apprezzabili. In particolare, il significato oggettivo dell'insolvenza, che è quello rilevante agli effetti dell'art. 5 legge fall., deriva da una valutazione circa le condizioni economiche necessarie (secondo un criterio di normalità) all'esercizio di attività economiche, si identifica con uno stato di impotenza funzionale non transitoria a soddisfare le obbligazioni inerenti all'impresa e si esprime, secondo una tipicità desumibile dai dati dell'esperienza economica, nell'incapacità di produrre beni con margine di redditività da destinare alla copertura delle esigenze di impresa (prima fra tutte l'estinzione dei debiti), nonché nell'impossibilità di ricorrere al credito a condizioni normali, senza rovinose decurtazioni del patrimonio» – definizione questa che richiama la condizione di crisi indicata nel testo.

$B^8$ . La condizione è quindi:  $P^E > B$ . A parole: la nuova ricchezza generata dalla continuazione più che compensa i fondi necessari per consentire la continuazione stessa. La disuguaglianza è condizione necessaria (e, nel nostro modello, anche sufficiente) per chi, conferendo i fondi addizionali, ha il potere di decidere se effettivamente l'impresa potrà continuare. Se la condizione non fosse soddisfatta, la continuazione non sarebbe profittevole per chi è chiamato di fatto a determinarla apportando mezzi freschi, e quindi non avrebbe luogo. In altre parole, si avrà continuazione se e solo se chi deve apportare  $B$  ne trarrà profitto, e quindi vorrà *partecipare* alla continuazione stessa. Per questo motivo chiamiamo  $P^E > B$  la condizione di partecipazione alla continuazione – per brevità, *condizione di partecipazione*. Risulta evidente come la continuazione dipenda da una decisione guidata dalla profittabilità individuale, mentre l'efficienza richiederebbe che la continuazione venisse valutata dal punto di vista del benessere collettivo.

Condizione di crisi:	$L_1 < D_1 + D_2$
Condizione di continuazione:	$P^E > L_1$
Condizione di partecipazione:	$P^E > B$

Sono possibili due casi riguardo alla restituzione di  $B$  al tempo  $t_2$ . Da essi dipende la profittabilità, e quindi la sussistenza, della continuazione dell'impresa come *going concern*. I due casi sono: *i*)  $B$  è subordinato rispetto al pagamento di  $D_2$  al tempo  $t_2$ ; *ii*)  $B$  è prededucibile rispetto a  $D_2$ .

*i*) *B viene pagato dopo  $D_2$* . Si ha una possibile *carezza di continuazione*. Infatti, in caso di continuazione, ciò che residua una volta pagato  $D_2$ , cioè  $P^E - D_2$ , potrebbe essere insufficiente per rimborsare  $B$ . In altre parole, si avrà continuazione solo se chi dovrebbe fornire nuove risorse calcola *ex ante* che  $P^E - D_2 > B$ , e quindi che la nuova ricchezza generata soddisfi:  $P^E > B + D_2$ . Questa condizione è però più stringente della condizione di continuazione, e quindi sarà verificata in meno casi. Ciò significa che potranno verificarsi casi in cui sarebbe efficiente continuare (perché  $P^E > L_1$ ), ma l'impresa viene comunque liquidata perché  $L_1 < P^E < B + D_2$ , e quindi chi ha il potere di decidere non giudica profittevole continuare. La ratio economica è che se è vero che la continuazione creerebbe ricchezza addizionale, è anche vero che chi decide sulla continuazione non può appropriarsi di tale nuova ricchezza, se non subordinatamente al soddisfacimento dei creditori pregressi.

*ii*) *B è prededucibile*. In questo caso è possibile avere *eccesso di continuazione*. Infatti, si avrà continuazione se  $P^E > B$ , perché è profittevole fornire i

<sup>8</sup> Supponiamo, senza ulteriori appesantimenti simbolici, che la restituzione di  $B$  includa anche una congrua remunerazione per interessi sulla somma conferita.

fondi necessari. Ma dato che  $P^E > B > L_1 - D_2$ <sup>9</sup>, la condizione di partecipazione è meno stringente della condizione di continuazione  $P^E > L_1$ . È cioè possibile che sia  $B < P_E < L_1$ . A parole: l'impresa viene continuata anche quando non è efficiente farlo perché il *going concern* in realtà distrugge benessere e quindi danneggia i creditori rispetto alla liquidazione<sup>10</sup>. La ratio è che in questo caso chi decide della eventuale continuazione inefficiente non internalizza tutti i costi della propria decisione. La prededucibilità del proprio finanziamento gli permette di disinteressarsi del pregiudizio recato ai creditori dalla scelta di proseguire l'impresa. Tale scenario, si noti bene, è indesiderabile sia nell'ottica tipica del giurista, sia in quella economica. Per il giurista, lo scenario costituisce una palese violazione della *par condicio creditorum*. Per l'economista, si tratta di un'operazione parassitaria, in cui il beneficio individuale viene ottenuto a danno della collettività – specificamente, dei creditori titolari di  $D_2$ . Se poi i nuovi mezzi finanziari  $B$  fossero meramente destinati a far fronte ai nuovi debiti  $D_3$ , che verranno in essere durante la continuazione dell'impresa, invece che al soddisfacimento dei creditori immediati  $D_1$ , *tutti* i creditori, qualunque sia il loro titolo di priorità<sup>11</sup>, verrebbero a subire le conseguenze della continuazione inefficiente. Per l'economista si tratta di una situazione indesiderabile, perché tale da generare complessi problemi di disincentivo alla concessione efficiente del credito, in quanto i potenziali creditori, anticipando che potranno vedere i loro crediti postergati rispetto a quelli prededucibili, saranno meno disposti a concedere prestiti all'impresa.

## II.2. Nuova finanza, super-priorità e regola no creditor worse off

La sezione precedente mostra come la tutela del *going concern* si trovi costretta tra due alternative non ideali. Da un lato, la mancanza di prededucibilità rispetto ai debiti pregressi della finanza nuova disincentiva l'apporto di quest'ultima, e dunque conduce allo smembramento di *going concerns* che sarebbe invece efficiente salvare. Dall'altro, la prededucibilità pura senza alcun riguardo per gli effetti su tutti (o parte) dei debiti pregressi porta al mantenimento in attività di imprese inefficienti, con possibile danno ai creditori e, peggio, al sistema complessivo del credito. Il legislatore del

<sup>9</sup> Infatti, da  $D_1 + D_2 > L_1$  (condizione di crisi) segue che  $B > L_1 - D_2$ , posto che  $B = D_1$ .

<sup>10</sup> Nello specifico, danneggia i creditori detentori di  $D_2$ . Se, come indicato più avanti, tali creditori sono subordinati non tanto sul piano meramente temporale, quanto su quello dell'ordine legale di priorità, ecco che i detentori di  $D_2$  si rivelano essere i semplici chirografari.

<sup>11</sup> In altri termini, sia i creditori garantiti che i chirografari. Vedi la nota precedente.

c.c.i. sembra aver risolto il dilemma nel senso di una scelta netta a favore della prevedibilità della c.d. *new finance*.

Ottenere nuova finanza è spesso il fattore chiave per un'efficiente gestione della crisi. Nei casi di ristrutturazione, la *new finance* favorisce il ritorno a una condizione di equilibrio economico-finanziario dell'impresa. Nelle procedure di liquidazione aiuta comunque a preservare l'attivo. In entrambi i casi, il nuovo credito mira quindi a evitare o attenuare la dissipazione del *going concern value*. Anche per il debitore la *new finance* implica tuttavia un *trade-off*: per ottenerla, l'impresa in crisi deve rivelare a terzi lo stato di crisi, mettendo così a rischio i rapporti con i creditori esistenti e quindi, realisticamente, la sopravvivenza stessa dell'impresa. Esiste quindi un conflitto tra interesse del debitore impresa a far emergere subito la crisi, in modo da ottenere prima possibile mezzi freschi, ed interesse a nascerla. Nell'interesse superiore del *going concern*, è tuttavia possibile per il legislatore ipotizzare meccanismi premiali per far prevalere il primo interesse e quindi spingere l'impresa a procacciarsi nuova finanza. Il principale è, appunto, accordare alla *new finance* priorità nel rimborso sia in caso di continuazione che di eventuale successiva liquidazione. Ma anche tale priorità può essere graduata: si può riconoscerla rispetto ai soli chirografari oppure prevedere la cosiddetta super-priorità.

La prima soluzione è quella del nostro modello, in cui i creditori detentori di  $D_2$  possono essere assimilati a chirografari, mentre quelli detentori di  $D_1$  sono creditori c.d. *secured*, cioè garantiti da un qualche titolo di priorità nel riparto dei beni del debitore. La soluzione di dare priorità alla *new finance* B solo rispetto a  $D_2$  assicura elevata tutela ai creditori *secured*, lasciandone impregiudicata la posizione nel riparto dell'attivo. Si tratta dell'impostazione preferita dagli organismi internazionali quali OECD e World Bank in tema di *new finance* nel contesto della crisi d'impresa.<sup>12</sup> Si afferma infatti che tale soluzione, pur mettendo a rischio la posizione dei creditori *unsecured*, ha il pregio di tutelare i *secured claims*, e quindi rispettare l'ordine contrattuale delle priorità senza arrecare (eccessiva) incertezza al credito. A tale vantaggio si contrappone l'evidente minore capacità di attrarre nuova liquidità. È probabile infatti che quest'ultima, non protetta rispetto ai debiti *secured*, non trovi sufficienti risorse residue per essere rimborsata né negli asset liberi da vincoli pregressi dell'impresa né nella sua ipotetica nuova capacità reddituale. Nei termini del nostro modello, la condizione di partecipazione potrebbe non essere soddisfatta.

---

<sup>12</sup> Vedi Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, *Fostering entrepreneurship*, Parigi, Organisation for Economic Co-operation and Development, 1998; M. POMERLEANO-W. SHAW, *Corporate restructuring: Lessons from experience*, Washington, World Bank, 2005.

L'opzione alternativa, riconoscere super-priorità, assicura la massima protezione ai nuovi finanziamenti, incentivando i prestatori ad intervenire in un'operazione potenzialmente ad alto rischio come può esserlo la ristrutturazione di un'impresa in crisi. Essa inoltre aiuta a risolvere un tipico problema di selezione avversa. Quando il creditore esistente, che già conosce il debitore, gli nega nuova liquidità, il segnale per nuovi potenziali prestatori, che invece non conoscono il debitore, è negativo. In una situazione analoga al noto problema dei *lemons*<sup>13</sup>, anche se erogare nuovo credito fosse profittevole, i potenziali nuovi creditori potrebbero razionalmente astenersi dal concederlo. La super-priorità offre un rimedio, incentivando il potenziale nuovo creditore a valutare autonomamente l'erogazione del credito, proprio perché gli garantisce di essere in ogni caso anteposto a tutti gli altri.

Il prezzo da pagare è uno stravolgimento dell'ordine delle priorità a danno anche dei preesistenti creditori garantiti. Nei termini del modello, vorrebbe dire garantire a B prededucibilità rispetto sia a  $D_1$  che a  $D_2$ . In un'ottica efficientistica, l'ipotesi implicita a sostegno della super-priorità è che il sacrificio subito dai *secured claims* sia più che compensato dal maggior benessere atteso derivante dalla preservazione del *going concern value*. Il rischio, come spiegato, è che si manifestino casi di eccesso di continuazione, a danno del benessere collettivo, dei creditori e, più in generale, della certezza del credito. L'ultimo aspetto in particolare induce distorsione nell'erogazione e nel costo del credito anche alle imprese sane. In presenza di super-priorità, infatti, la disponibilità di credito per le imprese *in bonis* si riduce ed il costo sale. La causa è, appunto, l'incertezza che si viene a creare tra i creditori rispetto all'ordine di rimborso del credito fissato ex ante per via contrattuale. Inoltre, la stessa soluzione sopramenzionata al problema dei *lemons* potrebbe, per effetto della superpriorità, spingersi troppo in là. Operando come una sorta di assicurazione sul credito, la super-priorità disincentiva i nuovi creditori dal compiere un'accurata valutazione del merito di credito del debitore. Sovrafinanziamento ed ancora maggior eccesso di continuazione sono l'esito prevedibile.

La scelta tra le due opzioni del legislatore della riforma pare netta. Spinto dalla logica del *going concern*, il c.c.i. ha abbracciato la super-priorità. Questa sembra essere infatti la soluzione del nuovo art. 101, dove si afferma che, nell'ambito delle soluzioni alla crisi volte alla continuazione dell'impresa: «Quando è prevista la continuazione dell'attività aziendale, i crediti derivanti da finanziamenti in qualsiasi forma effettuati, ivi compresa l'emissione di garanzie, in esecuzione di un concordato preventivo ovvero di accordi di ristrutturazione dei debiti omologati ed espressamente previsti

---

<sup>13</sup> Il riferimento è ovviamente a G.A. AKERLOF, *The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 84, 3, 1970.

nel piano ad essi sottostante sono prevedibili». Il fenomeno dell'eccesso di continuazione è però ben noto alla letteratura L&E sulla crisi d'impresa, non essendo altro che un'applicazione del più generale conflitto tra interesse individuale del decisore ed interesse collettivo di coloro che subiscono le conseguenze della decisione. Tale conflitto accompagna sempre, almeno potenzialmente, la logica del *going concern* – logica che, come detto, relega le soluzioni liquidatorie a categoria residuale. La domanda che dobbiamo porci è dunque se il legislatore del nuovo c.c.i., pur in un contesto di favore per la tutela del *going concern*, tanto da concedere super-priorità alla *new finance*, abbia tenuto conto di questo fenomeno ed abbia approntato le necessarie cautele. La risposta appare fortunatamente positiva.

La letteratura di L&E mostra come l'eccesso di continuazione possa essere evitato adottando la semplice regola *no creditor worse off*. In base a tale regola – che in gergo economico possiamo anche chiamare *criterio del miglioramento paretiano*<sup>14</sup> – qualsiasi soluzione alternativa alla liquidazione dell'impresa deve garantire a ciascun creditore una soddisfazione del proprio credito non minore di quanto otterrebbe con la liquidazione stessa. Nei termini del modello, la regola consiste nella previsione che i creditori possano opporsi con successo ad una continuazione che generi un valore atteso netto  $P^E \in (B, L_1)$ , cioè superiore alla *new finance* ma inferiore al valore di liquidazione dell'impresa. Il criterio del miglioramento paretiano è in effetti considerato elemento essenziale di un efficiente sistema di gestione e soluzione delle crisi d'impresa, in quanto indispensabile per evitare che la logica del *going concern* e del favore per la continuazione apra la via a (facili) opportunismi dell'imprenditore/debitore a danno dei creditori.

Il legislatore del nuovo c.c.i., riprendendo peraltro quando già valeva nella legge del 1942, ha recepito appieno la regola *no creditor worse off*, vincolando le soluzioni della crisi alla verifica giudiziale (ad opera del giudice come compito istituzionale oppure su istanza di parte) del soddisfacimento dei creditori in misura «non inferiore» a quanto riceverebbero attraverso la liquidazione<sup>15</sup>. Più avanti esamineremo nel dettaglio se e quanto la tutela assicurata dal nuovo c.c.i. sia effettiva. La regola è in ogni caso uno dei cardini della riforma, in linea con quanto richiesto dalla riflessione teorica di L&E. Ciò consente di costruire la nostra analisi sulla base di una specie di rete di salvataggio efficientistica, volta ad garantire che la tutela del *going*

---

<sup>14</sup> Si ricorda che con tale espressione si intende una riallocazione delle risorse disponibili tra un insieme di soggetti tale da garantire maggiori risorse ad almeno un soggetto senza ridurre le risorse a disposizione di tutti gli altri.

<sup>15</sup> Si vedano p.e. gli art. 87, comma 3, e 61 comma 2, c.c.i.. Per un'analisi della disciplina, si veda, ad esempio, A. PISANI MASSAMORMILE, *La prededuzione ed i finanziamenti alle imprese in crisi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, p. 1 ss.